

macroeconomía del desarrollo

Los mercados financieros en América Latina y el financiamiento de la inversión: hechos estilizados y propuestas para una estrategia de desarrollo

Sandra Manuelito
Luis Felipe Jiménez



NACIONES UNIDAS

CEPAL

macroeconomía del desarrollo

Los mercados financieros en América Latina y el financiamiento de la inversión: hechos estilizados y propuestas para una estrategia de desarrollo

Sandra Manuelito

Luis Felipe Jiménez



NACIONES UNIDAS

CEPAL

División de Desarrollo Económico

Santiago de Chile, noviembre de 2010

Este documento fue preparado por Sandra Manuelito y Luis Felipe Jiménez, Oficiales de Asuntos Económicos de la División de Desarrollo Económico de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Los autores agraden los comentarios de Osvaldo Kacef, Director de dicha División.

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

Publicación de las Naciones Unidas

ISSN 1680-8843

ISBN: 978-92-1-323463-1

E-ISBN: 978-92-1-054512-9

LC/L.3270-P

N° de venta: S.10.II.G.76

Copyright © Naciones Unidas, noviembre de 2010. Todos los derechos reservados

Impreso en Naciones Unidas, Santiago de Chile

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

Resumen	5
I. Introducción	7
II. Características generales de las fuentes de financiamiento en América Latina	11
A. Los sistemas financieros.....	12
1. Los sistemas bancarios	12
2. Los mercados de capitales.....	19
B. Los flujos de financiamiento externo	25
1. Nivel del financiamiento externo de los bancos.....	26
2. Emisión de bonos: soberanos, cuasi soberanos y corporativos privados	27
3. Otros flujos financieros externos netos	29
III. Factores macroeconómicos, microeconómicos y estructurales del limitado desarrollo de los mercados financieros en América Latina	33
A. Factores macroeconómicos.....	33
B. Factores microeconómicos	34
1. En el sistema bancario.....	34
2. En los mercados de capitales.....	35
3. En los mercados de bonos	35
C. Factores estructurales	36
IV. Consecuencias del subdesarrollo financiero	37
A. Bajo crecimiento, necesidades insatisfechas y debilitamiento de la competitividad sistémica.....	37
B. Bajo crecimiento y fragilidad sistémica	38
C. Exclusiones e inequidad del crecimiento	38

V. Aspectos de una estrategia para el fortalecimiento del financiamiento de la inversión en la región.....	39
A. Sistemas bancarios y el financiamiento de la inversión	41
B. Mercados de capitales y deuda.....	43
VI. Síntesis y conclusión	49
Bibliografía	55
Serie Macroeconomía del desarrollo: números publicados	57

Índice de cuadros

CUADRO 1	AMÉRICA LATINA, PAÍSES SELECCIONADOS: CRÉDITO POR SECTORES COMO PORCENTAJE DEL CRÉDITO PRIVADO	14
CUADRO 2	AMÉRICA LATINA, PAÍSES SELECCIONADOS: CRÉDITO Y DEPÓSITOS EN MONEDA EXTRANJERA COMO PORCENTAJE DEL TOTAL DE CRÉDITO Y DE DEPÓSITOS, RESPECTIVAMENTE	16
CUADRO 3	AMÉRICA LATINA, SISTEMA BANCARIO NACIONAL: CARTERA VENCIDA COMO PORCENTAJE DEL ACTIVO Y RESERVAS MÁS PROVISIONES.....	17

Índice de gráficos

GRÁFICO 1	PAÍSES SELECCIONADOS, PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA Y DESARROLLO ECONÓMICO, 2005.....	13
GRÁFICO 2	AMÉRICA LATINA: CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO COMO PORCENTAJE DEL PIB, 2001 Y 2008.....	13
GRÁFICO 3	AMÉRICA LATINA: DEPÓSITOS CAPTADOS POR EL SISTEMA BANCARIO NACIONAL COMO PORCENTAJE DEL CRÉDITO OTORGADO, 1995 Y 2004	15
GRÁFICO 4	AMÉRICA LATINA, PAÍSES SELECCIONADOS: ADECUACIÓN DE CAPITAL	17
GRÁFICO 5	AMÉRICA LATINA: RENTABILIDAD SOBRE LOS ACTIVOS, 2007	18
GRÁFICO 6	AMÉRICA LATINA, PAÍSES SELECCIONADOS: CONCENTRACIÓN DE MERCADO EN EL SISTEMA BANCARIO	19
GRÁFICO 7	CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL	21
GRÁFICO 8	MERCADOS EMERGENTES: EMISIONES DE ACCIONES	22
GRÁFICO 9	AMÉRICA LATINA, PAÍSES SELECCIONADOS: CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL COMO PORCENTAJE DEL PIB, 2006.....	22
GRÁFICO 10	AMÉRICA LATINA, PAÍSES SELECCIONADOS: COEFICIENTE DE ROTACIÓN EN LOS MERCADOS ACCIONARIOS, 2006	23
GRÁFICO 11	MERCADO GLOBAL POR REGIONES: TÍTULOS DE DEUDA PÚBLICA Y DEUDA PRIVADA, 2003 Y 2008	24
GRÁFICO 12	EMISIONES DE BONOS POR REGIÓN	24
GRÁFICO 13	OBLIGACIONES EXTERNAS DE LOS BANCOS DE PAÍSES EMERGENTES CON BANCOS QUE REPORTAN AL BIS, POR REGIONES, DICIEMBRE 1983 - MARZO DE 2010	26
GRÁFICO 14	PRÉSTAMOS SINDICADOS, POR REGIONES	27
GRÁFICO 15	AMÉRICA LATINA, EMISIONES DE BONOS EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES.....	28
GRÁFICO 16	AMÉRICA LATINA: EMISIONES DE BONOS EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES, POR SECTOR.....	28
GRÁFICO 17	AMÉRICA LATINA: FLUJOS NETOS DE IED, INVERSIÓN DE PORTAFOLIO Y ACTIVOS DE OTRAS INVERSIÓN	30
GRÁFICO 18	AMÉRICA LATINA: OBLIGACIONES EXTERNAS CON LOS BANCOS QUE REPORTAN AL BIS, DICIEMBRE DE 1983 – MARZO DE 2010.....	31
GRÁFICO 19	AMÉRICA LATINA: INGRESOS POR CONCEPTO DE REMESAS DE TRABAJADORES EMIGRADOS	31

Resumen

Los niveles de inversión en la región han sido sistemáticamente inferiores a los exhibidos por otras economías que recientemente han logrado elevar sostenidamente su crecimiento. A la vez, con excepción del reciente período de auge en los precios de las exportaciones, el ahorro nacional ha sido insuficiente para financiar la inversión, por lo que el acceso al financiamiento externo y las variaciones en su disponibilidad han sido determinantes críticos del crecimiento y su variabilidad. Adicionalmente, se argumenta que las carencias del sistema financiero resultan críticas en determinar el ahorro efectivo y los niveles de inversión, por su rol en la materialización de los esfuerzos de ahorro, en la provisión de servicios financieros modernos para hacer frente a los riesgos, y en la canalización de recursos hacia los demandantes. Estas carencias se expresan en restricciones aún más graves para las empresas de menor tamaño. Estas tres premisas dan pie a un examen de los sistemas financieros de América Latina desde la óptica de su contribución al financiamiento de la inversión.

Se examinan tres componentes de los sistemas financieros en la región: el sistema bancario, el mercado de acciones y el mercado de bonos. Desde la perspectiva del financiamiento de la inversión, el análisis estaría incompleto si no se incluyen las fuentes de financiamiento externas disponibles. Por ello, se hace también un análisis de los flujos financieros externos.

Se constata que América Latina exhibe un rezago en su grado de bancarización y en los mercados accionarios y de deuda (bonos), en comparación con regiones que han acelerado su crecimiento. Se abordan factores microeconómicos, macroeconómicos y estructurales, que condicionan este bajo desarrollo de los mercados financieros y se discuten algunas consecuencias de este cuadro.

Los objetivos del trabajo son elaborar un diagnóstico de la capacidad de los sistemas financieros de América Latina el Caribe para contribuir al aumento del ahorro y proponer lineamientos para una estrategia de desarrollo financiero orientada al financiamiento de la inversión y, por esa vía, al fortalecimiento de la capacidad de crecimiento sostenido en la región. La orientación general es hacia la generación y demanda de recursos financieros de largo plazo. Se argumenta, por la naturaleza de los mercados financieros en relación a los aspectos de escala de mercado, liquidez, diversificación y cobertura de riesgos, que existe una complementariedad entre el apoyo al financiamiento de la inversión en general y el apoyo a aquella realizada por la pequeña y mediana empresa. Se señala también que en muchos casos el desarrollo financiero no será espontáneo, por lo que a agencias y bancos públicos de fomento les cabría un rol catalítico en la creación del segmento de largo plazo. Similar importancia reviste el desarrollo de agentes de ahorro institucional (fondos mutuos, de pensiones, compañías de seguros) que son demandantes naturales de activos de largo plazo. Finalmente, y sobre la base de experiencias en la región, se abordan aspectos microeconómicos que inciden en el desarrollo de los mercados de capitales.

I. Introducción

Una de las propuestas recurrentes efectuadas por la CEPAL es la necesidad de incrementar los bajos niveles de inversión que exhibe la región en comparación tanto con los países desarrollados como con otras regiones emergentes. En el 2008, año en el cual la región anotó la mayor tasa de inversión desde el año 1980, esta se situó en un 23,4% del PIB, medido en dólares corrientes¹. En términos comparativos, la tasa de inversión de América Latina ha sido históricamente inferior a aquella anotada por otras regiones emergentes, y en particular, por Asia en desarrollo, donde esta aumentó desde un 27,8% registrado en 1980 a cifras cercanas al 35% a mediados de los años noventa y superiores a 40% en la actualidad.

La región no ha sido capaz de generar el ahorro nacional suficiente para financiar su inversión, y en ciertas ocasiones tampoco ha generado el tipo de recursos (i.e divisas) necesarios para solventar el componente importado de esta. Por lo tanto, la expansión de la inversión ha dependido en buena medida de la obtención de financiamiento externo por parte de los países, el cual está condicionado por la posibilidad de que estos accedan a los mercados internacionales, tanto de crédito como de títulos, como también a la disponibilidad de recursos financieros en estos mercados. De esta forma, y en términos de su origen nacional o externo, la composición del financiamiento de la inversión en América Latina es relativamente similar a la registrada por las regiones de África Sub-sahariana y Europa Central y del Este. En contraste, cuando se compara con los países de Asia en desarrollo, que son aquellos que han experimentado un elevado y sostenido crecimiento económico, se aprecia una clara diferencia, toda vez que la inversión en esa región ha sido fundamentalmente financiada con ahorro nacional, aún más a partir de la crisis asiática de 1997.

Esta insuficiencia de ahorro nacional ha determinado que América Latina haya tenido que competir con otras regiones del mundo por el acceso a recursos financieros y por la atracción de recursos de inversión bajo la forma de IED. En consecuencia, en momentos en los cuales el acceso al financiamiento externo ha estado restringido, se ha observado una disminución de las tasas de inversión en la región. Un cambio en este escenario representó el período 2003-2008, durante el cual la región anotó un aumento sostenido de su tasa de inversión a la par de un incremento importante en el ahorro nacional resultado, esencialmente, de la acentuada alza experimentada en el ingreso nacional de los países. Durante este período el aumento del ingreso nacional se sostuvo en los elevados precios de los productos básicos exportados por muchos de los países, generando una importante ganancia derivada de la acentuada mejoría de los términos del intercambio, y por un alza en los ingresos por concepto de remesas de trabajadores emigrados, en particular en el caso de los países de América Central².

En términos generales, los niveles y cambios en las tasas de ahorro *potencial* están determinados por múltiples factores: el nivel y las fuentes del ingreso nacional y las expectativas futuras de este, junto con las decisiones de gasto público, la estructura y nivel de los impuestos y de otras fuentes de ingreso público, las decisiones de gasto privado, los estímulos al consumo presente vis a vis el consumo futuro, la distribución del ingreso, entre otros. En las economías modernas el resultado de dicho ahorro potencial se expresará en la demanda por activos financieros con características de plazos y riesgos acordes con las preferencias y necesidades de los ahorrantes. Además, progresivamente las demandas de los ahorrantes incluirán un conjunto de servicios que les permitan hacer frente a diversas contingencias (seguros en general y especialmente aquellos relacionados con la manutención de los ingresos durante la fase de retiro laboral) y satisfacer diversas necesidades asociadas a la creciente complejización de las economías a medida que se eleva el nivel de desarrollo.

Dicho ahorro potencial se verá frustrado si no existe la capacidad institucional para proveer el tipo de instrumentos y servicios demandados. Así, en los casos de desarrollo insuficiente de los sistemas financieros, los esfuerzos de ahorro se traducirán en acumulación de bienes reales o bien en salidas de capitales en lugar de un mayor ahorro financiero en el país. Lo que ocurrirá con el tiempo será un círculo vicioso con una paulatina pérdida en la capacidad de movilizar esas capacidades de ahorro y un ahorro efectivo inferior al potencial. A la vez, si no existen los instrumentos para hacer frente a las contingencias, las personas estarán sujetas a riesgos mayores a los deseados, lo que afectará en mayor medida a personas no adscritas a los esquemas formales de protección social y a las empresas marginadas del sistema financiero.

Por su parte, diversos factores contribuyen a determinar los niveles de inversión real. La factibilidad de llevar a cabo un determinado proyecto de inversión está determinada en gran medida por las condiciones que impone el entorno macroeconómico, pero varios otros factores también incidirán en la materialización de la inversión. La decisión de llevar a cabo un determinado proyecto de inversión se traducirá, entre otras cosas, en una demanda por recursos financieros y por servicios que les permitan cubrir los riesgos operativos y financieros (riesgos de tipo de cambio, por ejemplo) durante la vida de la inversión. Si no existe el desarrollo institucional apropiado, la inversión estará restringida por la capacidad de proveer recursos internos de la empresa (tales como utilidades, reservas de depreciación, entre otros). De este modo, la inversión efectiva será inferior a la potencial y estará sujeta además a las capacidades internas de las empresas para absorber riesgos, con lo que solo se realizarán los proyectos de rentabilidad más alta. En este contexto, la inversión, y con ello el crecimiento, serán menores. En particular, las empresas con menor acceso a recursos externos a ellas (típicamente las de menor tamaño) enfrentarán mayores grados de restricción.

¹ Medida en dólares constantes del 2000, la formación bruta de capital fijo como porcentaje del PIB se situaba en el 2008 en 21,9%, el mayor nivel registrado desde inicios de los años ochenta, pero inferior a los máximos registrados durante la década de los setenta (en torno al 25%).

² En Kacef y Manuelito (2008) se puede encontrar un análisis detallado de la evolución del ingreso nacional bruto disponible de los países de América Latina, tanto desde una perspectiva histórica, como desde la perspectiva de sus componentes.

El interfaz entre las demandas de ahorrantes e inversionistas es el sistema financiero, y su rol consiste, por una parte, en la movilización efectiva de las capacidades de ahorro y su canalización hacia la inversión, y por otra, en la provisión de servicios e instrumentos que posibiliten a personas y empresas hacer frente a riesgos y contingencias asociadas a la actividad económica y el ciclo de vida. Bajo las condiciones macroeconómicas y regulatorias apropiadas, un mayor desarrollo y sofisticación del sistema financiero posibilitará un mejor aprovechamiento del potencial de ahorro a la vez que se eleva la capacidad para apoyar proyectos de inversión, en especial entre pequeñas y medianas empresas cuya capacidad de autofinanciamiento es más baja. En este contexto, el propósito de este artículo es realizar un análisis de las principales características de los sistemas financieros de los países de América Latina, y formular lineamientos de una estrategia para potenciar su capacidad de apoyar el proceso de elevar las tasas de inversión en la región, teniendo como fin último fortalecer el crecimiento económico³.

El artículo está estructurado como sigue. En el capítulo 2 se hace un análisis de las características de los sistemas financieros en la región. Esto como una primera aproximación a los desafíos que supone elevar el aprovechamiento de la capacidad de generar ahorro financiero y financiar la inversión, en especial entre empresas que tradicionalmente han tenido limitado acceso al sistema financiero. El análisis se enfocará en tres componentes principales que si bien están presentes en la mayoría de los casos, tienen diferentes niveles de desarrollo: el sistema bancario, el mercado de acciones y el mercado de bonos. No obstante, desde la perspectiva del financiamiento de la inversión, el análisis estaría incompleto si no se incluyen las fuentes de financiamiento externas disponibles. Por lo tanto, se hace también un análisis de la composición y destinatarios de los flujos financieros externos, en que el análisis se enfocará no solamente en la composición de estos sino que también en los sectores de la economía que tienen acceso a estos recursos.

En el capítulo 3 se discutirán aquellos elementos microeconómicos, macroeconómicos y estructurales, que condicionan el desarrollo de los mercados financieros internos en la región. El capítulo 4 discute algunas consecuencias del subdesarrollo financiero a la vez que en el capítulo 5 se entregan algunas propuestas de estrategias de desarrollo de los mercados financieros en la región. El artículo termina con las principales conclusiones de este estudio.

³ Un antecedente previo muy relevante es un esfuerzo similar hecho en CEPAL, que se tradujo en un estudio dirigido por Barbara Stallings en el 2006.

II. Características generales de las fuentes de financiamiento en América Latina

Los sistemas financieros de América Latina muestran un grado de desarrollo considerablemente inferior a los de aquellos países en que se originó la crisis financiera internacional del 2008-2009, así como también respecto de países con un nivel de ingreso per cápita similar. Como se verá a continuación, el grado de bancarización de la región es considerablemente más bajo que en las economías desarrolladas. A su vez, no está presente la complejidad de la estructura de generación y captación de financiamiento característica de los países desarrollados, aunque ciertos componentes se aprecian en algunos casos. Los instrumentos de transferencia y cobertura de riesgos de crédito y riesgos financieros en general (securitización de créditos, futuros y otros derivados) y sus correspondientes mercados, con algunas pocas excepciones, exhiben un bajo nivel de desarrollo o son inexistentes. Asimismo sólo en algunos países ha habido un desarrollo significativo de inversionistas institucionales, principalmente a consecuencia de reformas a los sistemas de pensiones.

El sistema financiero de la región está por lo tanto dominado por la presencia de bancos comerciales que retienen en su cartera una parte significativa del riesgo que originan sus colocaciones y emplean un sistema de fondeo sustentado básicamente en depósitos, colocaciones de bonos de carácter estandarizado, accediendo en ciertos casos a recursos del sistema financiero internacional.

No obstante, esta menor complejidad, si bien resulta en un menor grado de eficiencia para transformar el potencial de ahorro en financiamiento, contribuyó a que el impacto de la crisis financiera en los sistemas bancarios de América Latina haya sido acotado. En efecto, como se verá más adelante, la dependencia de recursos externos para el financiamiento de sus colocaciones es relativamente baja en la región. Ello habría contribuido, en el momento más álgido de la crisis, a menores fluctuaciones en la disponibilidad de financiamiento externo en relación a otras regiones⁴.

A la vez, este menor desarrollo del entramado de mercados que permiten la captación de recursos y su canalización hacia los usos más rentables para el crecimiento económico, ha tenido evidentes costos para el financiamiento de la inversión, en especial entre empresas de tamaño relativo menor. En efecto, por cuanto no han estado suficientemente desarrollados las instituciones y mercados que posibilitan la dispersión del riesgo de largo plazo hacia aquellos mejor preparados para mantenerlos en cartera (compañías de seguros, fondos de pensiones y otros fondos de inversión de largo plazo), la generación de recursos financieros de largo plazo ha sido insuficiente, a la vez que los riesgos han permanecido represados en los bancos, precisamente aquellos que por la naturaleza de su fondeo orientado a plazos cortos, son los menos apropiados para mantener riesgos de largo plazo. Ante ello, el escaso crédito de largo plazo disponible se orientó principalmente hacia los proyectos de inversión de empresas grandes y medianas, con mayores capacidades de entregar garantías. En consecuencia, pequeñas y micro empresas han exhibido un menor acceso a recursos de largo plazo. Solo en ciertos casos, en los cuales las grandes empresas comenzaron a acceder en forma sostenida al mercado financiero internacional y redujeron consecuentemente su demanda por crédito bancario interno, se creó cierto incentivo para que los bancos buscaran formas de posibilitar un mayor acceso por parte de empresas de menor tamaño y así mantener su rentabilidad.

A continuación se discuten los rasgos salientes de los sistemas financieros de América Latina, con especial énfasis en las características principales de los sistemas bancarios, el mercado de acciones y el mercado de bonos. Adicionalmente, y dada su condición de fuentes de recursos disponibles y su interrelación con los sistemas financieros internos, se analizan también ciertas características del acceso al financiamiento externo de la región.

A. Los sistemas financieros

1. Los sistemas bancarios

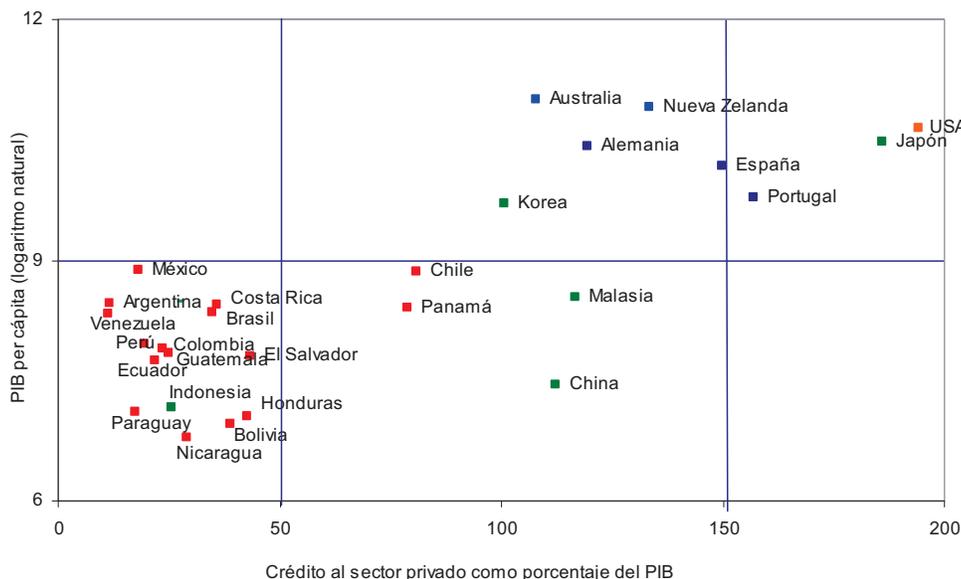
Por lo general, la demanda por servicios financieros crece con el aumento de la actividad económica y del ingreso. En la mayoría de los países de América Latina el grado de profundidad del sistema bancario, medido por el crédito otorgado por la banca como porcentaje del PIB, es bajo, cuando se lo compara con otros países y regiones del mundo. Inclusive, como se aprecia en el gráfico 1, en varios países la profundidad del sistema bancario es inferior a la de países con similar ingreso per cápita. Excepciones en la región son los casos de Chile y Panamá⁵. En ambos países el crédito al sector privado como porcentaje del PIB se sitúa en el 2008 en cifras cercanas al 100%. En los demás países este indicador se encuentra por debajo del 60%, y en algunos casos por debajo del 20% (Argentina, Haití).

En segundo lugar, cabe hacer notar que no obstante entre 2003 y 2008 la región experimentó uno de los períodos de crecimiento más prolongados de los últimos 40 años, un número importante de países experimentó cierto retroceso en su grado de bancarización y/o mantuvo un bajo nivel (gráfico 2).

⁴ Véase CEPAL, *Estudio Económico para América Latina y el Caribe, 2009-2010*, 2010.

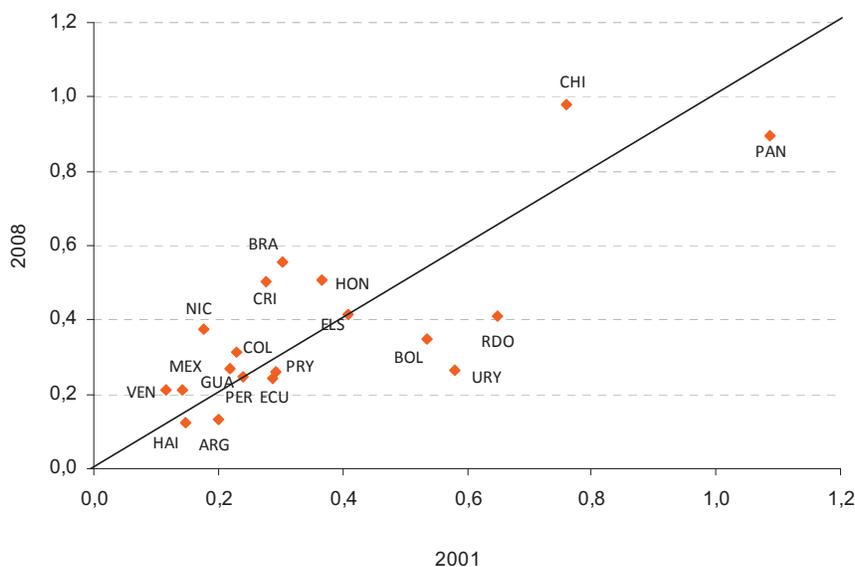
⁵ La elevada presencia de banca *off-shore* en el caso de Panamá introduce distorsiones en esta cifra que llevan a sobrestimar el grado de penetración del sistema financiero doméstico.

GRÁFICO 1
PAÍSES SELECCIONADOS, PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA Y DESARROLLO ECONÓMICO, 2005
 (Logaritmo natural del PIB per cápita en dólares corrientes y crédito al sector privado como porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración de los autores sobre la base de Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas Financieras Internacionales*.

GRÁFICO 2
AMÉRICA LATINA: CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO COMO PORCENTAJE DEL PIB, 2001 Y 2008



Fuente: Elaboración de los autores sobre la base de Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas Financieras Internacionales*, varios números.

En lo relacionado con la composición de la cartera de colocaciones de los bancos se observa que, si bien la clasificación varía entre países, en términos generales esta se ha orientado cada vez más al crédito de corto plazo, lo que se explica por el fuerte incremento de las colocaciones de consumo (cuadro 1). No obstante, pese al aumento de la importancia relativa de estos créditos en la cartera de

crédito total del sistema bancario, sigue manteniéndose la prevalencia de créditos a empresas. En lo relacionado con créditos de más largo plazo, en particular las colocaciones hipotecarias y/o para vivienda, se observa un muy bajo desarrollo, con la excepción de Chile, donde los créditos a la vivienda representan alrededor de la cuarta parte del crédito total concedido por el sistema bancario. En los demás países de la región, para los cuales disponemos de información, este porcentaje oscila entre el 7% en Brasil y el 14% en Venezuela.

CUADRO 1
AMÉRICA LATINA, PAÍSES SELECCIONADOS: CRÉDITO POR SECTORES
COMO PORCENTAJE DEL CRÉDITO PRIVADO

(Datos correspondientes a diciembre de cada año)

	2000			2005			2009		
	Crédito de consumo	Crédito a la vivienda	Otros créditos	Crédito de consumo	Crédito a la vivienda	Otros créditos	Crédito de consumo	Crédito a la vivienda	Otros créditos
Argentina ^a	...	17,4	82,6	...	9,7	90,3	...	7,5	92,5
Brasil	20,3	18,0	61,7	32,2	5,0	62,8	34,1	6,8	59,1
Chile	9,1	19,4	71,5	13,0	22,0	65,0	12,6	25,5	61,9
Colombia ^b	15,9	21,6	62,5	25,7	10,0	64,3	29,0	8,0	63,0
México	32,4 ^c	...	67,6	52,3 ^c	...	47,7	42,9 ^c	...	57,1
Perú	10,1 ^d	6,8 ^d	89,9 ^d	18,4	12,2	81,6	22,3	11,5	77,7
Venezuela	17,9 ^e	6,4 ^e	82,1 ^e	15,1	4,8	84,9	21,7	14,0	78,3

Fuente: Elaboración de los autores sobre la base de cifras oficiales.

^a Incluye los adelantos de crédito.

^b Los datos corresponden a enero de 2003.

^c Corresponde al total del crédito a particulares.

^d Los datos corresponden a enero de 2001.

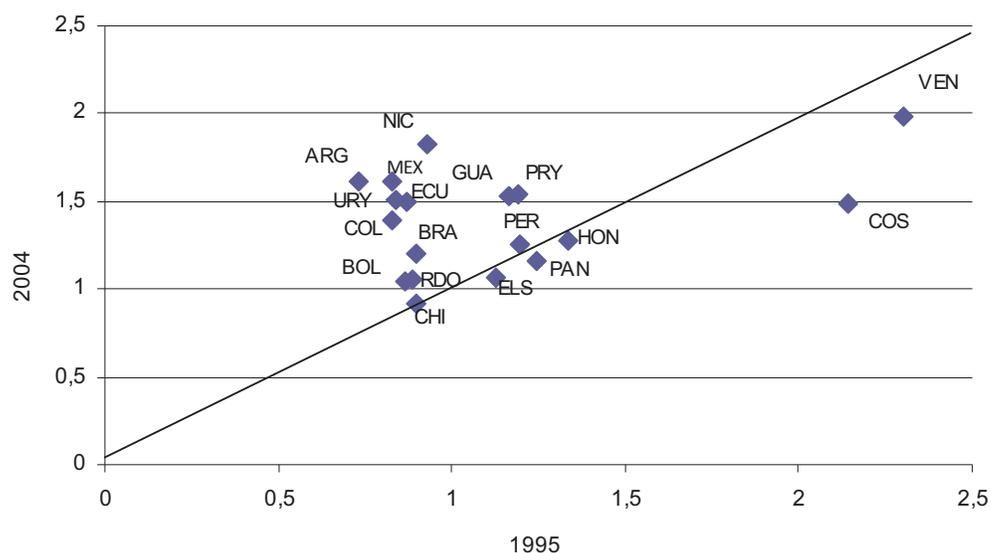
^e Los datos corresponden a diciembre de 2001.

Un segundo aspecto destacado se refiere a una baja transformación del ahorro financiero en financiamiento de créditos. En efecto, en un porcentaje importante de países de América Latina la relación entre los depósitos y el crédito total es superior a 1,5, hecho indicativo de que parte importante de los recursos captados no se está dirigiendo directamente al crédito total⁶. En los demás países, con la excepción de Chile, esta relación se sitúa entre 1 y 1,5 (gráfico 3). Ello se debe a varios factores. En primer lugar, como se verá más adelante, el desarrollo de los mercados de capitales es bajo, con lo cual varios países aún recurren a encajes sobre los depósitos como herramienta de control monetario. Gelos (2006) aporta evidencia indicativa que la mediana de las tasas de encaje sobre depósitos a la vista en 14 países de la región es de 13,8%, lo que más que duplica la mediana de 5% observada para otros países emergentes. En segundo lugar, como se discute más adelante, la región posee un historial de déficit públicos que fueron financiados mediante la emisión de deuda interna que, sea por disposiciones regulatorias o bien por la alta rentabilidad que devengan y su bajo grado de riesgo, está en las carteras de inversiones de los bancos. Desde el punto de vista del financiamiento de la inversión, ello en principio no representaría un problema muy grave siempre que esos recursos hayan sido destinados a proyectos públicos de alta rentabilidad económica y social. Si, por el contrario, ello no es así, el crecimiento puede resultar resentido. En suma, un bajo desarrollo del mercado de capitales que obliga al uso de formas tradicionales de control monetario junto con una elevada carga de deuda pública en relación a la capacidad de generación de ahorro financiero, se expresan en una baja conversión del ahorro financiero en créditos.

⁶ En el crédito total se considera tanto el crédito al sector privado como al sector público.

En lo que se relaciona con el fondeo del sistema bancario en los países de América Latina, los bancos se fondean preferentemente en el mercado interno mediante la captación de depósitos, pero también mediante la colocación de bonos, tanto en el mercado interno como en los mercados financieros internacionales. De hecho, entre 1995 y 2004 los depósitos expresados como porcentaje del crédito aumentaron en prácticamente todos los países. Excepciones son Venezuela y Costa Rica donde, no obstante, este porcentaje se mantiene en un valor elevado (gráfico 3). Como más adelante se discute en detalle, se observa también una importancia descendente y reducida de pasivos con instituciones financieras extranjeras no residentes. Es así como, entre 2000 y 2009 los pasivos con no residentes han disminuido desde un 14,4% de los activos totales a 2,9% en el caso de Argentina, los pasivos externos de largo plazo han disminuido desde un 5% de los activos totales a 1,4% en el caso de Brasil, y los créditos con instituciones bancarias extranjeras han disminuido desde 1,7% de los activos a 0,2% en el caso de Chile y desde 4,4% de los activos totales a 0,5% en el caso de México. Esto no significa que la banca extranjera no detenga un porcentaje importante del crédito interno concedido, una vez que en varios países de la región los mayores bancos que operan en el país son bancos extranjeros. De acuerdo a los datos del BIS, y con datos relativos al 2004, el crédito interno otorgado por bancos extranjeros alcanza el 18% en Argentina, el 49% en Chile, el 18% en Colombia, un 92% en México, un 56% en Paraguay y un 80% en Venezuela. Se observa igualmente una tendencia a la reducción en la dolarización de activos y pasivos, si bien que en ciertos países esta se mantiene muy alta (cuadro 2).

GRÁFICO 3
AMÉRICA LATINA: DEPÓSITOS CAPTADOS POR EL SISTEMA BANCARIO NACIONAL COMO
PORCENTAJE DEL CRÉDITO OTORGADO, 1995 Y 2004
(En porcentaje)



Fuente: Elaboración de los autores sobre la base de datos de Latin Finance, *LatinFinance Latin Banking Guide & Directory*, varios números.

CUADRO 2
AMÉRICA LATINA, PAÍSES SELECCIONADOS: CRÉDITO Y DEPÓSITOS EN MONEDA EXTRANJERA
COMO PORCENTAJE DEL TOTAL DE CRÉDITO Y DE DEPÓSITOS, RESPECTIVAMENTE
(En porcentaje)

	Créditos en moneda extranjera como % del créditos total			Depósitos en moneda extranjera como % de los depósitos totales		
	2000	2005	2009	2000	2005	2009
Argentina	69,6	14,0	13,0	58,9	9,0	16,1
Bolivia	92,8	63,1
Perú	80,4	66,6	46,2

Fuente: Elaboración de los autores sobre la base de cifras oficiales.

En términos de la calidad de la cartera de crédito de la banca, y a pesar de la diversidad de definiciones, en algunos países la cartera vencida o morosa es muy alta (se asume corrientemente que si la cartera vencida excede en un 4% de la cartera total, esta equivale a más del 50% del capital, lo que representa un elevado riesgo para la estabilidad financiera del banco). Por ese criterio la calidad del proceso crediticio es deficiente. Se aprecia igualmente, tal como es previsible, que la calidad de la cartera varía naturalmente con el ciclo económico. A su vez, los grados de cobertura de la cartera morosa (mediante reservas y provisiones) son muy variados y en ciertos casos, inferiores al 100%, lo que significa que si buena parte de ella resulta incobrable, el capital podría verse afectado (cuadro 3). Además en ciertos casos los criterios para la definición de créditos vencidos e incobrables son significativamente más laxos que en las prácticas más modernas de administración de carteras. En consecuencia, es posible que en esos casos el grado efectivo de cobertura sea aún menor, lo que podría suponer un problema de solvencia, los que se agravarían durante las fases declinantes del ciclo económico, cuando se elevan la morosidad y los riesgos de impago de créditos.

En relación a los indicadores de adecuación del capital, en muchos casos estos han exhibido una mejoría, hecho atribuible, por una parte, a las lecciones obtenidas de crisis financieras de años previos que aconsejaron reformas conducentes a mejoras en el proceso crediticio y mayor correspondencia entre los niveles de riesgo de cartera y el capital. Por otra parte, contribuyó a esta mejora en los indicadores de solvencia la masiva llegada de bancos extranjeros sujetos a estándares más estrictos en sus países de origen. Como se aprecia en el gráfico 4, la mayoría de los países exhibía en el 2004 una razón entre capital y activos ponderados por riesgo mayor al 8% requerido por el acuerdo de capital de Basilea. No obstante, la adecuación del capital podría resultar insuficiente para cubrir las pérdidas inesperadas, dada la incompleta cobertura de las pérdidas esperadas asociadas a la cartera morosa que se señaló en el párrafo anterior.

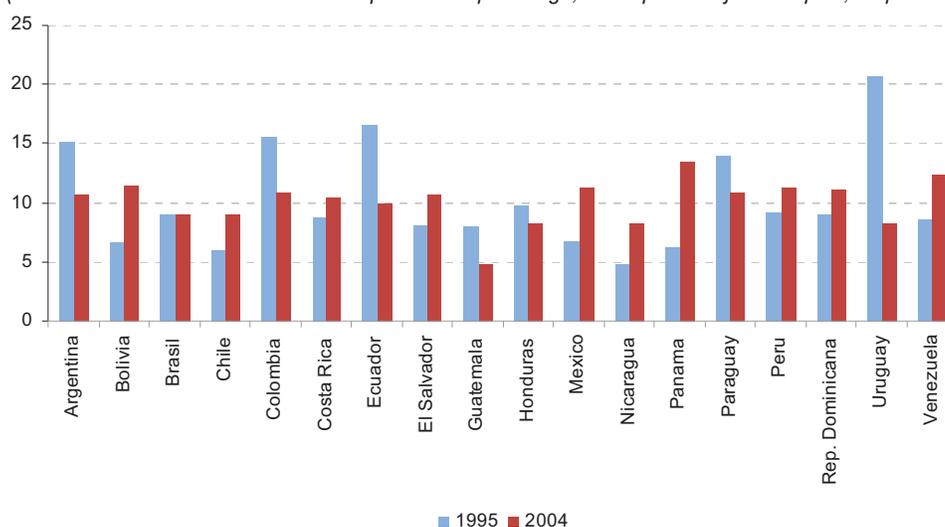
CUADRO 3
AMÉRICA LATINA, SISTEMA BANCARIO NACIONAL: CARTERA VENCIDA COMO PORCENTAJE DEL ACTIVO Y RESERVAS MÁS PROVISIONES COMO PORCENTAJE DE LA CARTERA VENCIDA
(En porcentaje)

	Cartera vencida como porcentaje del activo		Reservas más provisiones como porcentaje de la cartera vencida	
	1998	2004	1998	2004
Argentina	5,8	4,0	65,2	89,7
Bolivia	3,4	0,8	58,0	989,5
Brasil	3,5	1,3	113,3	161,9
Chile	0,9	0,9	133,9	165,2
Colombia	6,4	2,4	38,1	109,8
Costa Rica	1,2	4,1	131,4	30,1
Ecuador	2,8	3,4	138,5	119,0
El Salvador	3,5	1,4	85,8	132,5
Guatemala	2,4	3,1	46,6	78,4
Honduras	2,9	1,2	48,9	160,7
México	7,0	1,3	67,4	203,2
Nicaragua	1,3	1,0	121,7	182,7
Paraguay	7,1	4,2	34,9	77,4
Perú	4,4	1,0	92,0	371,2
Rep. Dominicana	1,3	2,9	143,5	118,3
Uruguay	8,2	6,4	68,2	59,6
Venezuela	2,1	1,1	150,3	130,2

Fuente: Elaboración de los autores sobre la base de datos de Latin Finance, *LatinFinance Latin Banking Guide & Directory*, varios números.

GRÁFICO 4
AMÉRICA LATINA, PAÍSES SELECCIONADOS: ADECUACIÓN DE CAPITAL

(Total de activos del sistema bancario ponderado por riesgo, como porcentaje del capital, en porcentaje)

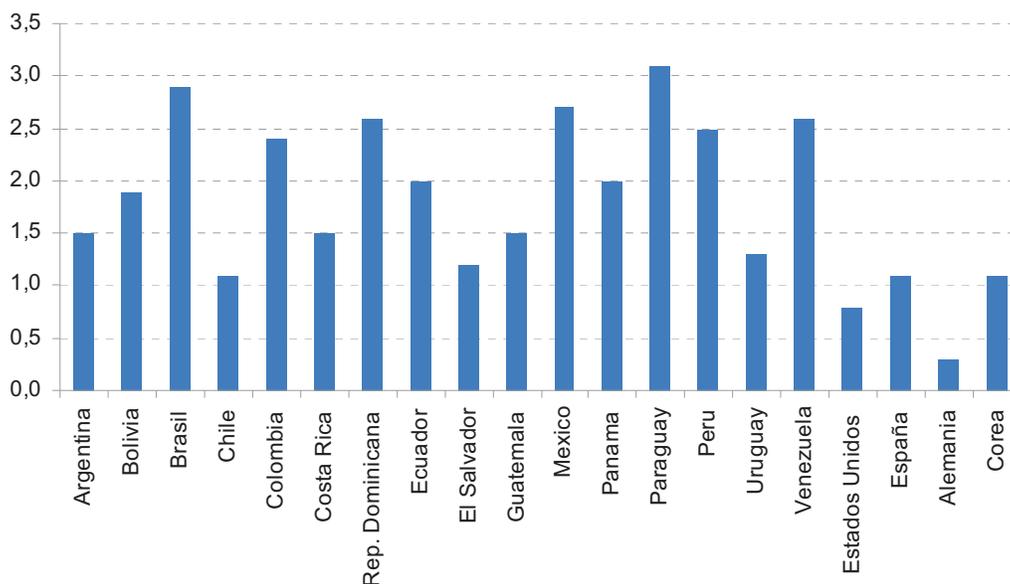


Fuente: Elaboración de los autores sobre la base de datos de Latin Finance, *LatinFinance Latin Banking Guide & Directory*, varios números.

No obstante, al igual como ocurre con la regulación bancaria en otras partes del mundo, posiblemente no todos los riesgos estén adecuadamente cubiertos. Tal es el caso de los riesgos operacionales, que son muy relevantes en países sujetos a desastres naturales (huracanes, terremotos, inundaciones, por ejemplo), de concentración de mercado⁷ (más elevada que en países desarrollados) y alta variabilidad macroeconómica.

Otra característica de los sistemas bancarios en la región, son sus elevados costos operacionales, lo que *a priori* determina altos costos del crédito, y por lo tanto, *spreads* elevados. Ello en parte se explicaría por el bajo nivel de actividad, que dificulta el aprovechamiento de economías de escala provenientes en un uso más intenso de la cobertura territorial y de la red de sucursales, por ejemplo. Así, en varios países de la región estos *spreads* son cercanos a los diez puntos porcentuales, y en el caso de Brasil, son inclusive superiores al 30%. No obstante otros factores inciden en este cuadro de menor eficiencia. En efecto, los sistemas bancarios de la región presentan también por lo general una alta rentabilidad (gráfico 5), en un contexto de baja competencia, ilustrado por los indicadores de concentración de mercado (gráfico 6). Con excepción de Colombia, entre 1995 y 2004, el porcentaje del crédito total otorgado por los seis mayores bancos de cada uno de los países (en términos de activos totales) aumentó, y con la excepción de Argentina, Colombia, Guatemala y Panamá, se situaba en 2004 por sobre el 60%, llegando inclusive, en El Salvador, Nicaragua, Perú, República Dominicana y Uruguay a una tasa por sobre el 80%.

GRÁFICO 5
AMÉRICA LATINA: RENTABILIDAD SOBRE LOS ACTIVOS, 2007
(Resultado operacional neto como porcentaje de los activos totales, en porcentaje)

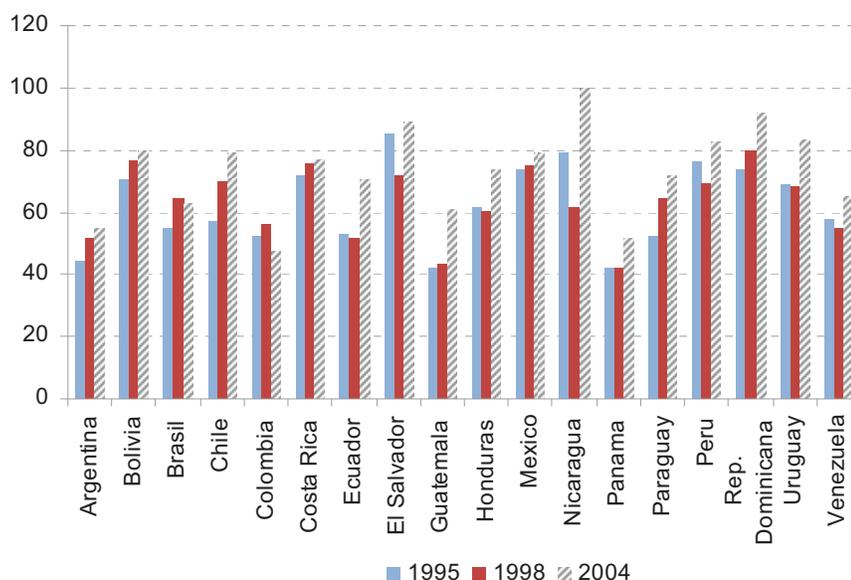


Fuente: Elaboración de los autores sobre la base de datos de Fondo Monetario Internacional, *Global Financial Stability Report*, 2009.

⁷ El indicador de concentración de mercado considera en forma indistinta a los bancos públicos y privados. Los autores reconocen que la banca pública puede tener un rol como instrumento de la política pública y que las autoridades pueden privilegiar en la operación de los bancos públicos criterios distintos a la obtención de rentabilidad económica. No obstante, se pretende en este punto enfatizar la falta de competencia en el sistema bancario, la cual se ilustra por la captación de mercado de un pequeño número de instituciones.

GRÁFICO 6
AMÉRICA LATINA, PAÍSES SELECCIONADOS: CONCENTRACIÓN DE MERCADO
EN EL SISTEMA BANCARIO

(Crédito otorgado por los seis mayores bancos del país como porcentaje del crédito total ^a, en porcentaje)



Fuente: Elaboración de los autores sobre la base de datos de Latin Finance, *LatinFinance Latin Banking Guide & Directory*, varios números.

^a El tamaño de los bancos está definido de acuerdo al monto total de sus activos.

2. Los mercados de capitales

Los mercados de capitales y de deuda son componentes de suma importancia de un sistema financiero y juegan un rol clave en el crecimiento económico. En efecto, como lo demuestra la experiencia de países desarrollados, estos mercados ofrecen un potencial clave para el financiamiento de la inversión. Un bajo grado de desarrollo del mercado de capitales restringe las posibilidades de financiar proyectos de largo plazo, por lo que la inversión estará sujeta a la disponibilidad de recursos internos de las empresas y de crédito bancario. Si bien este último juega un rol también importante, no se ajusta bien a la naturaleza de los proyectos de inversión. En efecto dado que el valor de un crédito bancario en la gran mayoría de los casos es fijo una vez que es contratado, este eleva las probabilidades de quiebra en comparación con el financiamiento de capital vía la emisión de acciones u obligaciones de valor variable. A la vez, dado que usualmente el plazo del crédito bancario es inferior al del proyecto de inversión, los inversionistas incurren además en el riesgo de renovación del crédito, lo que supone adicionales incertidumbres, especialmente en contextos económicos inestables. Por ello el crédito bancario no suele ser la única base para financiar inversiones de largo aliento y no es un instrumento adecuado para proyectos innovadores cuyo riesgo suele ser mayor. En contraste, los mercados accionarios ofrecen recursos de capital, de largo plazo y valor variable, por lo que se ajustan mejor a la naturaleza de los proyectos de inversión y reducen las probabilidades de quiebra.

Por su parte, los mercados de deuda posibilitan la ampliación de la disponibilidad de financiamiento para la inversión. Primero por cuanto contribuyen a la materialización y generación del ahorro financiero de largo plazo al satisfacer la demanda de inversionistas institucionales (compañías de seguros, fondos de pensiones, fondos mutuos) que requieren activos financieros de plazo mayor y que ofrezcan un riesgo diferente o menor al de la participación accionaria. Segundo, la existencia de un segmento de mercado para deudas transables contribuye además a una mejor diversificación de riesgos en dos sentidos. Por una parte los inversionistas institucionales están mejor preparados que los bancos

para mantener y absorber riesgos de largo plazo, debido a las características también de largo plazo de su fondeo. A la vez, desde el punto de vista del financiamiento de la inversión, estos mercados ofrecen la posibilidad de diversificar la estructura de los pasivos, lo que contribuye a reducir los riesgos provenientes desde el lado financiero de los proyectos.

Por último, los mercados de deuda son, en las economías modernas, el canal clave para la transmisión de la influencia de la política monetaria. En efecto, allí donde estos mercados están presentes en suficiente magnitud, la autoridad monetaria puede regular la disponibilidad de liquidez a través de cambios en la oferta de instrumentos de deuda como medio para afectar las tasas de interés y, a través de éstas, la demanda agregada⁸. Donde este mercado no existe, es preciso recurrir a alternativas más tradicionales de control de la liquidez, tales como los encajes obligatorios. Ese tipo de medidas afecta directamente la eficiencia de los sistemas bancarios al imponer un costo adicional a la generación de créditos. Además, los encajes no entregan información de precios que permita evaluar cuán restrictivos son y, por ende, en qué medida cumplen el cometido de la política monetaria y el grado en que pueden estar afectando las decisiones de gasto y de inversión. En contraste, las señales de precios que se desprenden de los mercados de deuda son uno de los mejores indicadores de la escasez relativa de fondos a los diversos plazos en que se emiten y transan bonos, y de las expectativas de futuras tasas de interés e inflación, lo que posibilita una mejor conducción de la política monetaria.

Ahora bien, en ocasiones se argumenta que la contribución de los mercados de capitales y de deuda al financiamiento de la inversión (i.e. nuevo stock de capital) sería más bien escasa, por cuanto en ellos se transan principalmente títulos correspondientes a inversiones ya materializadas en el stock de capital existente⁹. En consecuencia, el desarrollo de estos mercados, la ampliación de su liquidez y profundidad así como el fomento de su eficiencia tendrían efectos de orden menor para el crecimiento. Esta visión parece estar basada en un horizonte de tiempo corto y/o en una perspectiva estática del proceso de financiamiento de la inversión.

Desde una perspectiva de muy corto plazo, la casi totalidad de los títulos intercambiados en las bolsas son la contrapartida de una parte del stock del capital existente. Sin embargo, a largo del tiempo, nuevas emisiones de títulos corresponderán a incrementos en este stock de capital, esto es, en inversión. Así, si bien solo una fracción de la inversión que se realiza en una economía es financiada mediante la emisión de acciones o de bonos, es mediante este mecanismo que los mercados accionarios financian inversión. De este modo, tal como lo reflejan las cifras que se presentan en la sección siguiente, el valor acumulado de los títulos emitidos a una cierta fecha, que son la contrapartida de inversiones realizadas durante un período largo hasta ese momento, puede alcanzar magnitudes elevadas, tanto como porcentaje del PIB como del stock de capital.

A la vez, una perspectiva dinámica permite destacar la importancia de la liquidez y profundidad de los mercados de capitales para el financiamiento de la inversión. Así, buena parte de los tenedores de estos títulos no los mantiene en sus carteras hasta su vencimiento, en el caso de los bonos, ni aspira a una posición mayoritaria o controladora, en el caso de las acciones. Más bien, muchos inversionistas privados e institucionales, dadas las características de rentabilidad y riesgo de esos activos, buscan incorporarlos en sus carteras en forma temporal. Por ello, antes de decidirse a comprar esos títulos en el presente, deben cerciorarse de que más adelante en el tiempo existirán mecanismos expeditos y de bajo riesgo (i.e. mercados líquidos y profundos) para venderlos.

Así, la tenencia de activos que respaldan el stock de capital existente, puede ser vista como una secuencia temporal de tenedores, los cuales mantienen sus títulos por distintos plazos, y que abarca

⁸ En general, la autoridad monetaria regula la liquidez mediante cambios en la oferta neta de títulos de corto plazo, afectando así la tasa de interés de corto plazo. A partir de dicha tasa, la existencia de un mercado de bonos, tanto privados como públicos, y a plazos medianos y largos, posibilita la determinación por el mercado del costo del crédito según diferentes plazos, obteniéndose así una estructura temporal de tasas de interés, conocida como curva de rendimientos, elemento clave que afecta el costo de financiamiento de los proyectos de inversión.

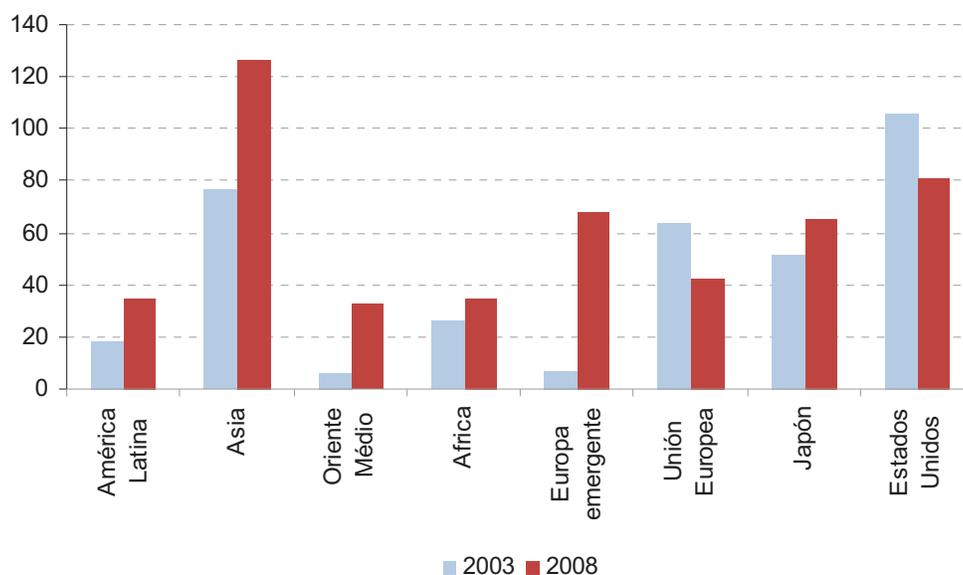
⁹ Algo similar se señala respecto de los flujos de inversión extranjera de portafolio. Los argumentos que siguen también se aplican a ese caso.

desde el primer adquiriente en los mercados primarios, hasta el tenedor presente que los adquirió en un mercado secundario. Tal como mencionado en el párrafo anterior, cada uno de ellos ha decidido en su momento la incorporación de estos activos en su portafolio basado en una expectativa fundada de poder venderlos más adelante y materializar la rentabilidad esperada. Si tal expectativa no existiese, entonces tanto el primer comprador potencial en el mercado primario, como los subsecuentes potenciales adquirientes en los mercados secundarios no harían tal inversión financiera, lo que dejaría a parte de la inversión real sin financiamiento y el stock capital y el nivel de PIB serían menores.

a) Los mercados accionarios

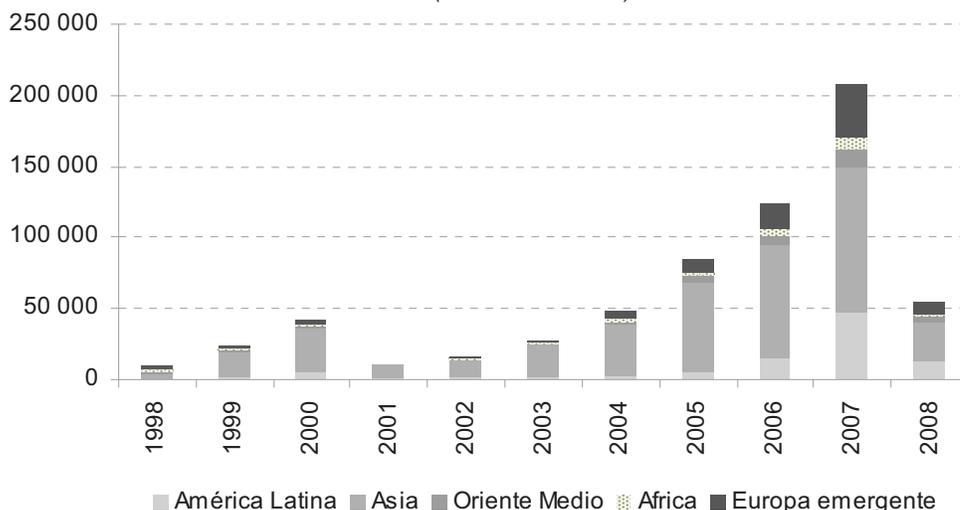
Los gráficos 7 y 8 ilustran algunos indicadores que nos permiten caracterizar a grandes rasgos el tamaño de los mercados bursátiles en la región. En el gráfico 7 se presenta la relación entre el valor de mercado del stock de acciones emitidas y el PIB, como indicador de la profundidad del mercado accionario. Como allí se aprecia, los mercados accionarios en América Latina, no obstante el dinamismo alcanzado en este mercado entre 2003 y 2008, exhiben un significativo rezago en comparación con los países desarrollados y los países emergentes de Asia y Europa. El gráfico ilustra además la importante pérdida de valor bursátil experimentada por Estados Unidos y la Unión Europea a raíz de la reciente crisis financiera. En el gráfico 8 se muestra la evolución reciente de emisiones accionarias en países emergentes. Como allí se observa, a partir del 2002 se inicia un acelerado crecimiento de las emisiones totales emergentes lideradas por Asia (principalmente Corea). En América Latina la emisión de acciones en los mercados internacionales adquiere importancia a partir del 2005, donde el principal país emisor es Brasil.

GRÁFICO 7
CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL
(Como porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración de los autores sobre la base de Fondo Monetario Internacional, *Global Financial Stability Report*, varios números.

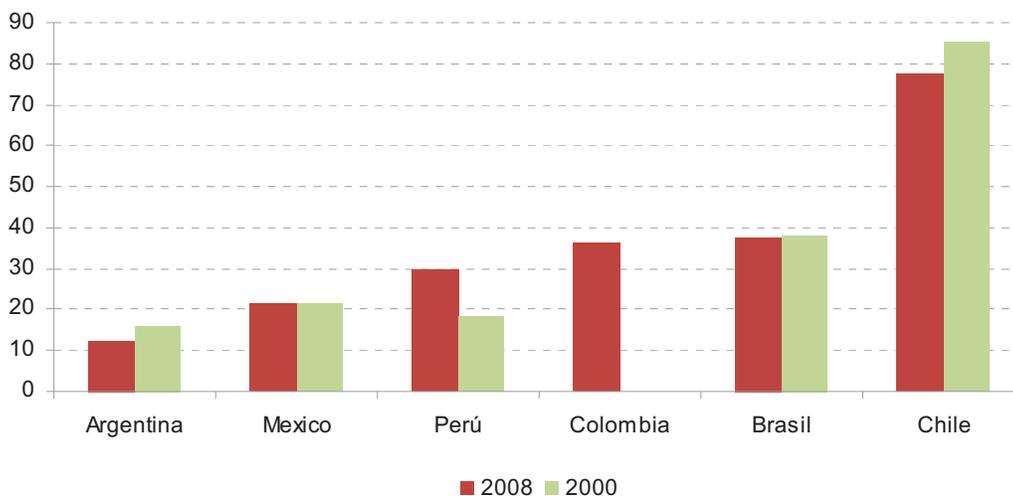
GRÁFICO 8
MERCADOS EMERGENTES: EMISIONES DE ACCIONES
 (Millones de dólares)



Fuente: Elaboración de los autores sobre la base de *Global Financial Stability Report*, Fondo Monetario Internacional, varios números.

Dentro de América Latina, sólo Chile exhibe niveles de profundidad comparables con los de otras regiones en tanto para el resto de países el rezago es muy pronunciado o bien la ausencia de datos es un síntoma de la práctica inexistencia del mercado accionario (gráfico 9). A su vez, el mercado más líquido, según el coeficiente de rotación accionaria, es el de Brasil; en tanto, los restantes mercados exhiben una baja liquidez (gráfico 10)¹⁰.

GRÁFICO 9
AMÉRICA LATINA, PAÍSES SELECCIONADOS: CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL
COMO PORCENTAJE DEL PIB, 2006
 (En porcentaje)

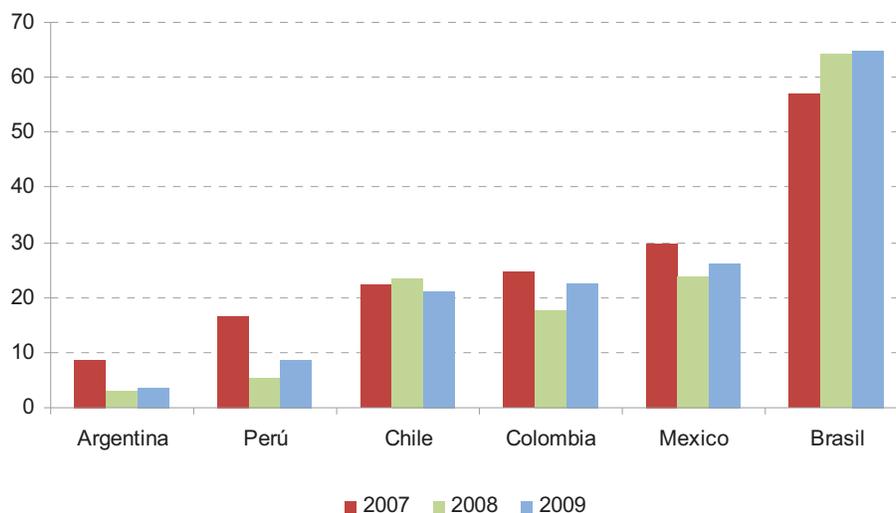


Fuente: World Federation of Exchanges database.

¹⁰ A modo de comparación, el coeficiente de rotación accionario del total de las bolsas que reportan al World federation of exchanges fue de 96,6% en 2007, 98,5% en 2008 y 78,4% en 2009.

GRÁFICO 10
AMÉRICA LATINA, PAÍSES SELECCIONADOS: COEFICIENTE DE ROTACIÓN EN LOS MERCADOS ACCIONARIOS, 2006

(Como porcentaje de la capitalización bursátil, en porcentaje)



Fuente: Elaboración de los autores sobre la base del *World Federation of Exchanges database*.

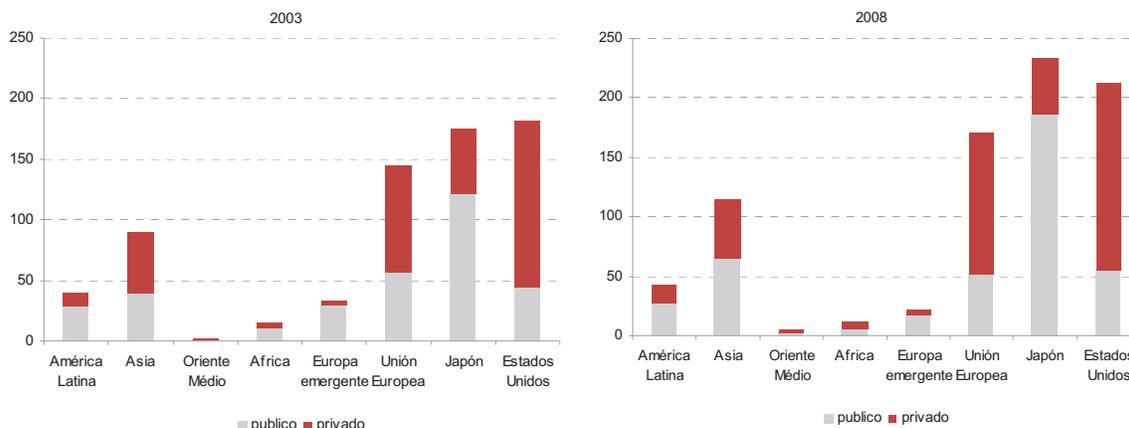
En síntesis, la gran mayoría de los países de la región exhibe un bajo grado de profundización del mercado accionario, las nuevas emisiones son pocas y en general la liquidez es baja, lo que limita significativamente esta vía de financiamiento de la inversión.

b) Los mercado de bonos

A nivel global los mercados de deuda exhibieron un importante dinamismo entre 2003 y 2008, en particular, en el caso de los países más desarrollados del mundo. América Latina, en contraste, evolucionó en forma distinta, en virtud de la reducción de la deuda pública (en ciertos casos, tanto como porcentaje del PIB como en montos absolutos) apoyada en posiciones fiscales y externas fortalecidas merced a mejoras en los términos del intercambio en el caso de varios países.

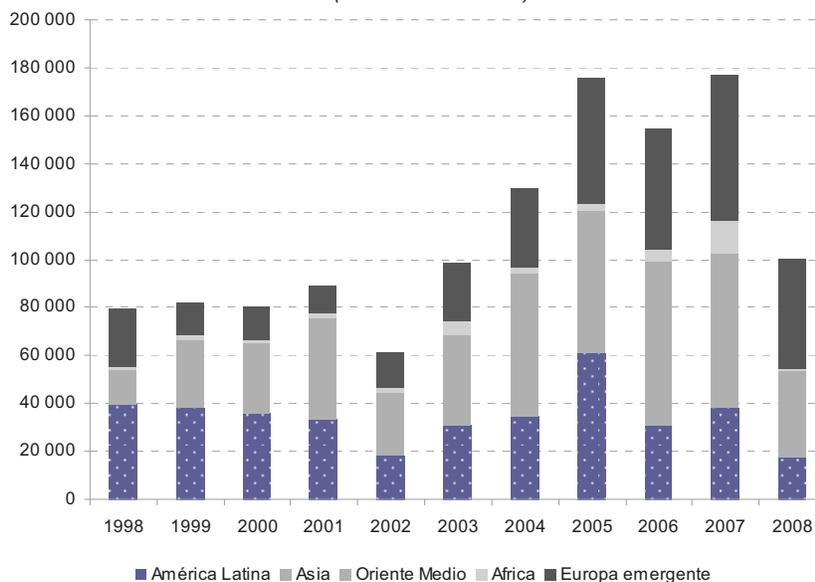
Inclusive, cuando se examina el comportamiento de las emisiones de bonos en países emergentes se constata que América Latina exhibe uno de los menores ritmos relativos de crecimiento. Como se desprende del gráfico 11, los mercados de deuda exhiben una gran participación de bonos públicos. La presencia de esos bonos es considerada como uno de los aspectos necesarios para el desarrollo de los mercados de deuda y para un mejor acceso a estos por parte de emisores privados. Ello por cuanto, tanto en los mercados financieros internacionales como en los domésticos, el rendimiento de los bonos soberanos es la tasa de referencia (*benchmark*) representativa del costo de fondos mediante la emisión de un activo seguro o libre de riesgo. Dicha tasa sirve entonces como “piso” para determinar, según las características de riesgo de los emisores, el costo de fondos adicional (*spread*) para las emisiones de deuda privada. Además, en operaciones de financiamiento interbancarias y de administración de riesgos, estos bonos suelen ser empleados como colaterales, con lo cual contribuyen también a ampliar el ámbito del mercado, posibilitando el desarrollo de nuevos segmentos.

GRÁFICO 11
MERCADO GLOBAL POR REGIONES: TÍTULOS DE DEUDA PÚBLICA Y DEUDA PRIVADA, 2003 Y 2008
 (Como porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración de los autores sobre la base de Fondo Monetario Internacional, *Global Financial Stability Report*, varios números.

GRÁFICO 12
EMISIONES DE BONOS POR REGIÓN
 (Millones de dólares)



Fuente: Elaboración de los autores sobre la base de Fondo Monetario Internacional, *Global Financial Stability Report*, varios números.

En razón de lo anterior no es sorprendente la alta presencia de bonos públicos en este mercado. Sin embargo, en el caso de América Latina dicha participación es comparativamente más elevada que en mercados de países emergentes y desarrollados (con la excepción de Japón y Europa emergente). En efecto, en promedio, en América Latina la participación de los bonos públicos en el total de los bonos emitidos fue de 63,8% en 2008, cifra muy superior a la de los Estados Unidos (25,7%), la Unión

Europea (30,4%), Asia (56,6%), África (46,9%) y Oriente Medio (37%)¹¹. Dicha situación tendió a acentuarse recientemente debido al reemplazo de deuda externa por interna que varios países de la región implementaron desde la mejora en su situación fiscal y externa a partir del 2003.

Este elevado peso de los bonos públicos en el mercado de deuda debiera llevar a un examen de dos aspectos del financiamiento de la inversión de la región. En primer lugar es preciso examinar el grado en que el nivel de deuda pública pudiera haber excedido aquel necesario para proveer un activo seguro sobre cuya base descansa el desarrollo del mercado de deuda privada. En lugar de ello dicha deuda podría estar desplazando (*crowding out*) o encareciendo la emisión de bonos privados, limitando así el acceso a recursos de largo plazo para el financiamiento de la inversión, a la vez que podría estar restringiendo el crédito bancario por la vía de tenencias obligatorias de bonos de la deuda pública o por sus elevados retornos.

En segundo lugar, es posible que una elevada presión de la deuda pública en un mercado de tamaño reducido y por tanto de baja capacidad para generar recursos financieros, sea uno de los principales factores explicativos de ciertos casos de elevadas tasas de interés. Ello, a su vez, en aquellos casos en que existe cierto grado de integración financiera con el resto del mundo, podría estar tras los episodios de entradas de capitales que han originado tendencias a la apreciación cambiaria.

En ambos casos el problema no radica en un exceso de deuda pública como porcentaje del PIB si se la compara con la experiencia de otras regiones. Tampoco es necesariamente un problema de insostenibilidad de la deuda, en el sentido de la capacidad o solvencia del Estado para hacer frente a sus compromisos. Más bien, lo que aquí se enfatiza es que este conjunto de resultados negativos para el crecimiento tiene en parte su explicación en una insuficiente capacidad de generación de recursos financieros domésticos, originada en sistemas financieros subdesarrollados.

Por último, es relevante notar que las evidencias respecto de la composición del total de bonos emitidos en la región (excluidos los instrumentos de control monetario) no resulta funcional a los propósitos del financiamiento de la inversión por cuanto, en comparación con otras regiones emergentes y países industrializados, la presencia de instrumentos a tasa de interés flotante y/o indexados a la inflación es desproporcionadamente elevada. En efecto, hacia el 2009 para los países de la región con disponibilidad de datos se apreciaba que la participación promedio de los bonos a tasa variable era de 41% y de los indexados era de 25%, en tanto la de aquellos a tasa fija era de un 31%. En contraste, la participación de bonos a tasa fija, por ejemplo, alcanzaba al 66% y al 77% para el total de países emergentes e industrializados, respectivamente¹². Ello, en la mayoría de los casos, implica que aumentan las dificultades de financiar la inversión por esta vía, por cuanto, a los riesgos normales del proyecto de inversión, se agregan los riesgos de fluctuaciones en las tasas de interés y en la inflación. La relativa inexistencia de instrumentos y mercados que permitan cubrir estos riesgos agrava aún más esta dificultad.

B. Los flujos de financiamiento externo

En las secciones previas se examinaron las principales características de los componentes de los sistemas financieros de la región, en una perspectiva que enfatizó la disponibilidad de recursos financieros en general y ciertos aspectos relativos a la eficiencia de estos sistemas. En esta sección se discuten en forma separada las principales características de los flujos de carácter financiero externo de la región, en virtud de la importancia que estos tienen en el debate relativo a las políticas financieras. En general, las consecuencias de estos flujos, en términos de la disponibilidad de recursos, tienden a estar reflejadas en la evolución y características de los mercados bancarios, de capitales y deuda, pero un examen detallado arroja una visión más precisa de su aporte al financiamiento en la región.

¹¹ Según cifras del Fondo Monetario Internacional, *Global Financial Stability Report*, varios números.

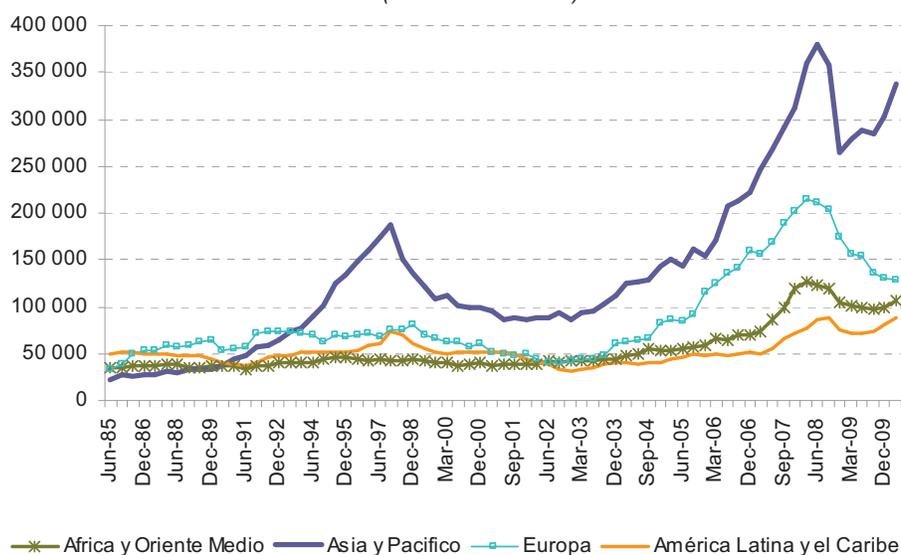
¹² Véase BIS (2007) y la actualización de la base de datos en el sitio web www.bis.org. Los países de la región incluidos son Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

1. Nivel del financiamiento externo de los bancos

En primer lugar cabe destacar una sostenida tendencia a la reducción en el grado en que los bancos de la región recurren a fondos externos luego de la crisis de la deuda externa de América Latina durante la década de los ochenta. Como ilustra el gráfico 13, las obligaciones externas de los bancos de la región han crecido en forma mucho más pausada que en otras zonas emergentes y son las más bajas en términos absolutos. En efecto, hasta el 2007 las obligaciones externas de los bancos se mantuvieron estancadas en un nivel absoluto similar al de mediados de los ochenta. A partir de allí se inicia un alza que fue interrumpida por la eclosión de la crisis financiera global en 2008, exhibiendo luego cierto retroceso que, sin embargo, no revierte totalmente el crecimiento previo. En contraste, las otras regiones emergentes exhibieron caídas más profundas que América Latina, precisamente por su mayor exposición externa¹³. Téngase presente que estos cambios en el fondeo externo de los bancos durante la reciente crisis no reflejan únicamente cambios en la oferta de recursos externos, sino que también obedecen a reducciones precautorias de la exposición externa por parte de los bancos de países emergentes. Del mismo modo, la pronta recuperación del acceso a estos recursos por parte de América Latina y las otras regiones emergentes (con la excepción de países emergentes de Europa cuya situación continuó siendo muy incierta) podría ser explicada por un cambio positivo en las expectativas, reflejando un mayor optimismo respecto de las probables consecuencias de la crisis por parte de demandantes y oferentes de recursos. Desde este punto de vista, la vulnerabilidad de los sistemas bancarios de la región ante súbitos cambios en la disponibilidad de recursos externos ha disminuido y es menor a la de otras regiones emergentes.

Otra forma de examinar este aspecto es mediante la evolución de los créditos sindicados de bancos extranjeros hacia las economías emergentes. Como ilustra el gráfico 14, las tendencias antes mencionadas se verifican nuevamente aquí. Se concluye, entonces, que los bancos de América Latina y el Caribe exhiben una tendencia decreciente en el largo plazo en su exposición al endeudamiento con bancos extranjeros no residentes. Ello confirma lo señalado más arriba en la sección II.a en relación a la participación decreciente de los pasivos externos en la estructura de financiamiento de los bancos.

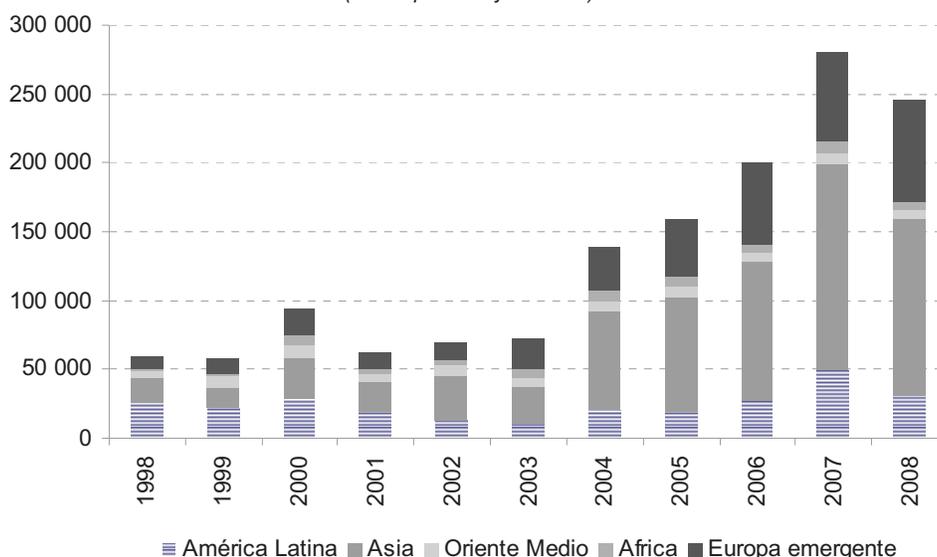
GRÁFICO 13
OBLIGACIONES EXTERNAS DE LOS BANCOS DE PAÍSES EMERGENTES CON BANCOS QUE
REPORTAN AL BIS, POR REGIONES, JUNIO 1985 - MARZO DE 2010
 (Millones de dólares)



Fuente: Elaboración de los autores sobre la base de Banco de Pagos Internacionales.

¹³ Véase CEPAL 2009 a y b.

GRÁFICO 14
PRÉSTAMOS SINDICADOS, POR REGIONES
 (Como porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración de los autores sobre la base de *Global Financial Stability Report*, Fondo Monetario Internacional, varios números.

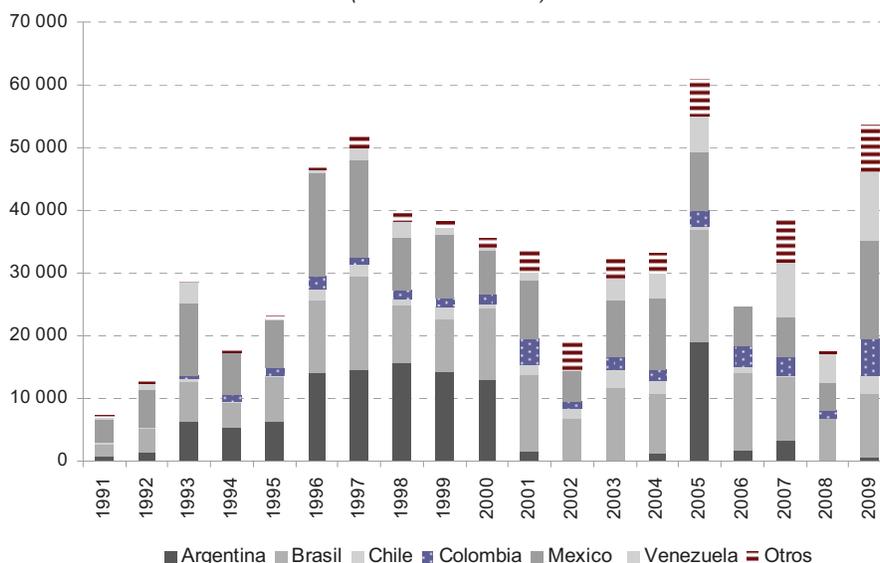
2. Emisión de bonos: soberanos, cuasi soberanos y corporativos privados

Las emisiones de bonos en el mercado internacional por parte de los países de América Latina se ilustran en el gráfico 15. Como allí se aprecia, estas adquirieron un cierto dinamismo en la primera mitad de la década de los noventa, que se interrumpió a raíz de la eclosión de la crisis asiática en 1997, para luego estancarse a consecuencia de las dificultades con relación al cumplimiento de sus compromisos externos de parte de Ecuador en 1999 y Argentina hacia fines del 2001. A ello se sumó un incierto cuadro externo debido a la crisis que afectó a la economía de los Estados Unidos a partir del 2000. Posteriormente a medida que se recuperó la confianza de los mercados, tendió a retomarse el ritmo de emisiones de bonos, pero el auge en los precios de las principales exportaciones de América Latina y las mejoras en su situación fiscal determinaron una menor necesidad de recursos externos y un cambio en las estrategias de administración de deuda pública de varios países de la región.

Pese a que varios países han tenido acceso a esta forma de financiamiento, Argentina, Brasil y México registran los mayores montos de emisiones. A raíz del *default* de su deuda externa a fines de 2001, el acceso a los recursos financieros internacionales voluntarios por parte de Argentina se dificultó enormemente por lo que sus emisiones de bonos decayeron en forma importante. El registro de nuevas emisiones por parte de este país en el 2005 obedece esencialmente a los esfuerzos de reestructuración (canje) de la deuda externa más que a un retorno al financiamiento externo voluntario.

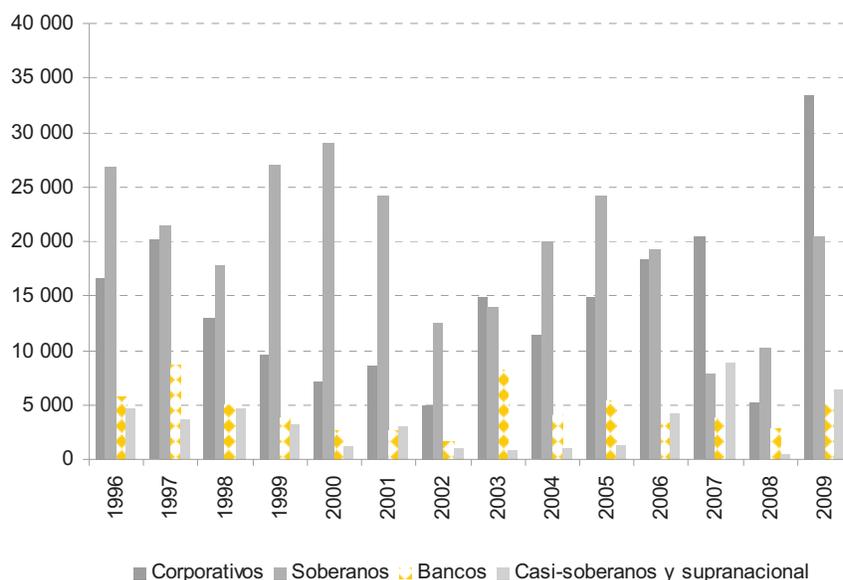
Asimismo, y si bien en un primer momento las emisiones de bonos de la región en los mercados internacionales estaban principalmente concentradas en bonos soberanos, se ha registrado un incremento de la participación tanto de bonos emitidos por empresas públicas, como de bonos corporativos emitidos por el sector privado (gráficos 15 y 16). No obstante, solamente un grupo pequeño de países tiene acceso a este mercado. En el caso de las emisiones de bonos corporativos privados, estas corresponden esencialmente a emisiones de empresas de Brasil, Chile y México.

GRÁFICO 15
AMÉRICA LATINA, EMISIONES DE BONOS EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES
 (Millones de dólares)



Fuente: Elaboración de los autores sobre la base de CEPAL, *Balance Preliminar de América Latina y el Caribe*, y Fondo Monetario Internacional, *Global Financial Stability Report*.

GRÁFICO 16
AMÉRICA LATINA: EMISIONES DE BONOS EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES, POR SECTOR
 (Millones de dólares)



Fuente: Elaboración de los autores sobre la base de CEPAL, *Capital Flows to Latin America*, varios números.

Nota: Los datos para el 2010 corresponden al período enero-junio.

3. Otros flujos financieros externos netos¹⁴

Una mirada a la composición de la cuenta financiera de la balanza de pagos, nos permite analizar la evolución de otros flujos financieros netos que han ingresado a la región. Estos se pueden agregar en tres grandes grupos: la inversión extranjera directa (IED), la inversión de cartera (principalmente títulos) y los activos netos de otra inversión, compuestos esencialmente por crédito bancario, crédito comercial y la constitución de otros activos y pasivos con el exterior.

El paulatino acceso de los países a los mercados internacionales se tradujo no solamente en un aumento de las emisiones de bonos tal como visto en el punto anterior, pero también en un aumento del ingreso de flujos de capitales a la región. En lo relacionado con la inversión extranjera directa, esta aumentó en forma importante durante la década de los noventa, de la mano de los procesos de privatización, de liberalización de algunos mercados y del establecimiento de garantías a los inversionistas extranjeros. En este contexto, mientras que en los países de América del Sur, los sectores destinatarios de esta inversión fueron principalmente los servicios básicos y de comunicaciones, servicios financieros y aquellos vinculados con la explotación de recursos naturales, en México y en los países de América Central estos flujos estuvieron mayoritariamente dirigidos hacia el sector manufacturero, en virtud de los incentivos ofrecidos a la industria maquiladora. En efecto, varios países implementaron políticas públicas con el objetivo explícito de atraer este tipo de inversión, mediante el establecimiento de preferencias fiscales o de zonas francas.

Durante los primeros años de la primera década de los 2000, los ingresos de inversión extranjera directa disminuyeron en forma considerable con relación a los máximos registrados en 1999; no obstante, se mantuvieron bien por sobre los niveles logrados durante la primera mitad de los años noventa. En 2007 y 2008, la región anotó nuevamente un record de ingresos de IED, debido a los altos inlfujos hacia Brasil y México (gráfico 17).

En lo relacionado con la inversión de cartera, o de portafolio, esta aumentó en forma importante en los primeros años de la década de los noventa reflejando en parte los efectos de procesos de privatización y de mayor apertura de los mercados internos a la inversión externa, y se mantuvo en niveles relativamente elevados hasta 1998, año en el cual se sintieron en la región los efectos de la crisis internacional que se inició en los países asiáticos. Posteriormente, en el contexto de situaciones de *default* de compromisos externos por parte de algunos países de la región y las turbulencias que afectaron a la economía de los Estados Unidos a partir del 2000, estos flujos prácticamente desaparecen o se tornan negativos. Solamente en el 2007 los inlfujos netos de inversión de portafolio adquirieron nuevamente importancia para la región en su conjunto, producto del aumento de las emisiones de títulos públicos en moneda nacional por parte de varios países, resultado también de los procesos de reestructuración de deuda externa y sustitución de deuda externa por deuda interna, y del mayor dinamismo de los mercados financieros internos de algunos países, en particular en Brasil, Chile y Perú.

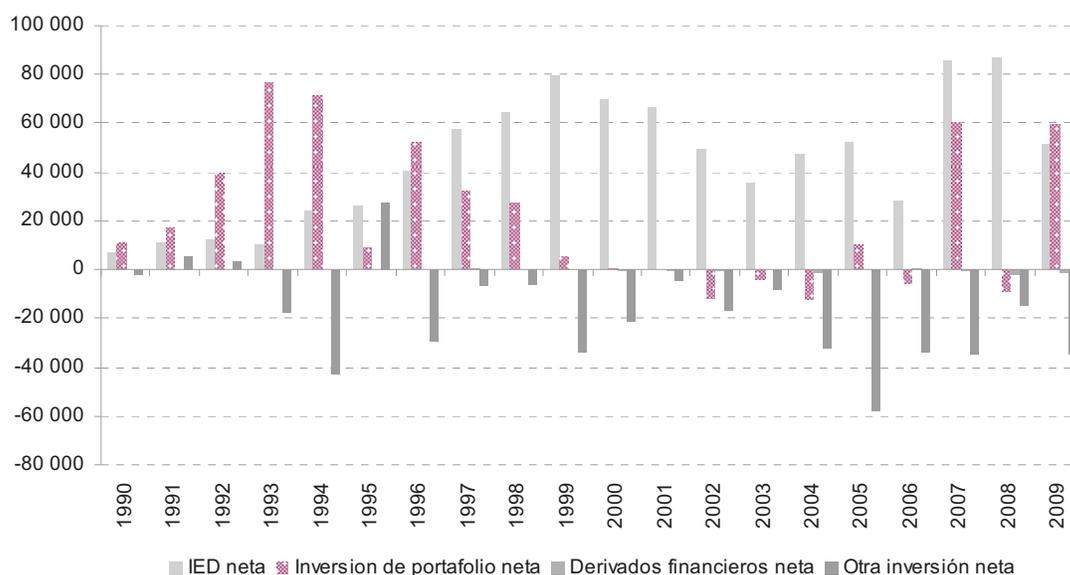
A su vez, los activos netos de otra inversión (que incluyen cambios netos devengados en créditos bancarios, créditos para comercio exterior, deuda externa pública y privada, moneda y depósitos en el exterior) registran signo negativo, con la excepción de los años 1992, 1995 y 1997, lo cual indica una salida neta de capitales de la región hacia el resto del mundo. Sin embargo, las razones por las cuales se da este resultado, en términos agregados regionales, obedecen a eventos particulares a algunos años (el caso de 1994, 1999 y 2002, años en los cuales se registraron crisis financieras y de balanzas de pagos en algunos países de la región) o a algunos países (pago de préstamos bancarios y de organismos internacionales entre 2003 y 2006 en varios países).

¹⁴ Si bien el financiamiento externo bancario y las colocaciones primarias de bonos se analizaron en forma separada en los puntos i) y ii) del punto b) de este capítulo, la variación neta total (incluyendo los cambios de activos externos netos en manos de residentes y no residentes) se registra en la cuenta financiera de la balanza de pagos. Es decir, la inversión de cartera neta analizada en este punto incluye el cambio de mano entre residentes y no residentes de emisiones secundarias y las compras por parte de no residentes en el mercado primario.

No obstante, a partir de 2007 se aprecia un aumento generalizado de los créditos bancarios. De acuerdo a la información publicada por el BIS, este se concentró principalmente en los créditos concedidos al sector privado no financiero que, en un contexto de bajas tasas de interés y alta liquidez en los mercados financieros internacionales pudieron aumentar considerablemente su endeudamiento externo (gráfico 18). Esta evolución es consistente con cierto aumento en los créditos sindicados ilustrado en el gráfico 13 y la tendencia a un menor fondeo en el exterior por parte de los bancos de la región (gráfico 12).

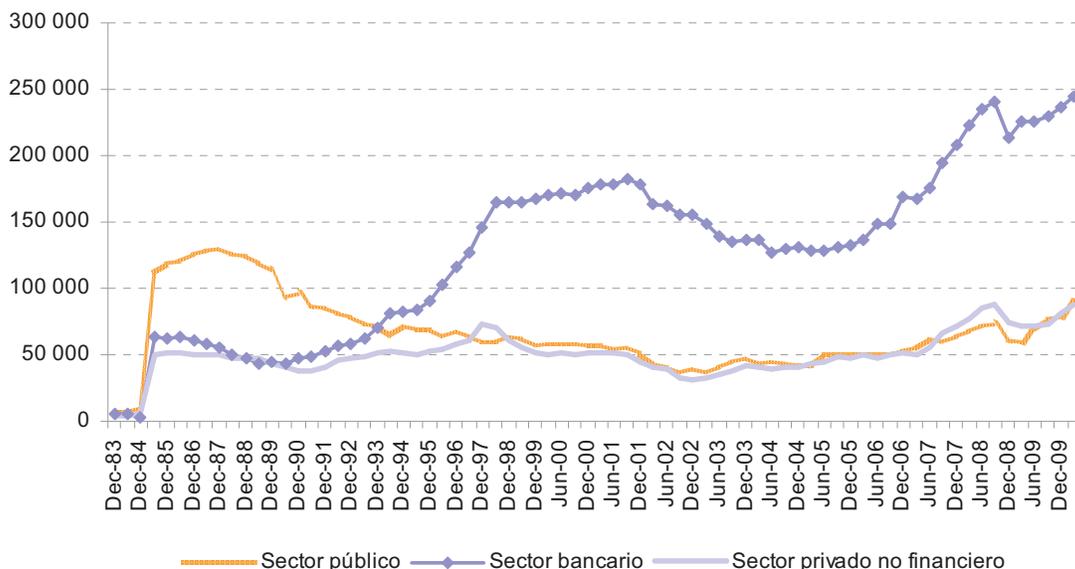
Otro de los flujos financieros que ha ganado importancia a partir de los años noventa en la región son las remesas que los emigrados envían a sus países de origen, como consecuencia de la emigración creciente de latinoamericanos hacia Estados Unidos y países de la Unión Europea, y también hacia países limítrofes (gráfico 19). A esto se suman los progresos en las estadísticas que han permitido mejorar los registros de los montos recibidos y especialmente a las mayores facilidades, en términos tecnológicos, de envío de dinero de unos países a otros. Pese a que en términos agregados las remesas de emigrantes representan un porcentaje pequeño del producto regional, alcanzando en 2008 alrededor del 1,4% del PIB, su aumento ha sido sostenido. A consecuencia de ello, en algunos países, y en especial en los países de América Central, la importancia de las remesas de emigrados es elevada, situándose, como porcentaje del PIB, entre 10% y el 20%.

GRÁFICO 17
AMÉRICA LATINA: FLUJOS NETOS DE IED, INVERSIÓN DE PORTAFOLIO
Y ACTIVOS DE OTRAS INVERSIÓN
(Millones de dólares)



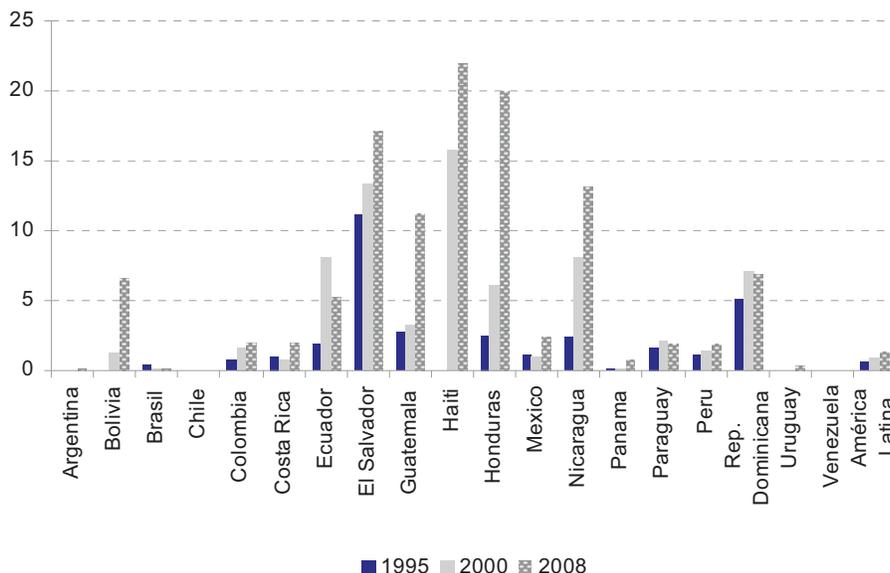
Fuente: Elaboración de los autores sobre la base de Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas de balanza de pagos*.

GRÁFICO 18
AMÉRICA LATINA: OBLIGACIONES EXTERNAS CON LOS BANCOS QUE REPORTAN AL BIS,
DICIEMBRE DE 1983 – MARZO DE 2010
(Millones de dólares)



Fuente: Elaboración de los autores sobre la base de Banco de Pagos Internacionales.

GRÁFICO 19
AMÉRICA LATINA: INGRESOS POR CONCEPTO DE REMESAS DE TRABAJADORES EMIGRADOS
(Millones de dólares, como porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración de los autores sobre la base de Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas Financieras Internacionales*.

III. Factores macroeconómicos, microeconómicos y estructurales del limitado desarrollo de los mercados financieros en América Latina

A. Factores macroeconómicos

Dentro de los principales factores que han determinado un bajo desarrollo financiero de la región, se destaca la volatilidad del crecimiento económico y la evolución de variables relevantes para la toma de decisiones del sistema financiero. La variabilidad del crecimiento y de la inflación, incrementan la incertidumbre, elevan el componente sistémico no diversificable del riesgo de los proyectos, acortan los plazos a los cuales están disponibles los fondos, reducen la rentabilidad esperada de actividades económicas, por lo cual desincentivan la inversión y sesgan el uso de fondos hacia inversiones menos productivas, el consumo y formas ineficientes de ahorro, tales como el atesoramiento de divisas y/o bienes físicos.

Las economías de América Latina han estado expuestas en forma frecuente a shocks externos e internos, que en variadas ocasiones condujeron a crisis del sistema bancario. En efecto, con la excepción del periodo 2003-2008, la tasa de crecimiento del PIB en América Latina en los últimos treinta años ha sido muy volátil. A la vez, la tasa de inflación ha sido históricamente elevada, situándose en niveles de un dígito solo a partir de 1999. La elevada tasa de inflación junto con la implementación de políticas de control de tasas de interés, se tradujeron en tasas de interés real negativas, lo cual desincentivó el ahorro financiero. Al mismo tiempo, la existencia de altos déficits fiscales absorbió una parte importante del limitado ahorro financiero.

La variabilidad externa ha provenido principalmente, pero no en forma única, de cambios significativos en los precios de los principales productos básicos exportados por los países de la región, los que siguen representando un porcentaje elevado de las exportaciones de bienes, y fluctuaciones importantes en los precios de las materias primas importadas, alimentos y petróleo y combustibles, de los cuales varios países de la región son importadores netos.

En adición a la mencionada variabilidad en los precios externos, se agrega la volatilidad general en el ingreso de recursos externos, ya sea por vía de flujos financieros, remesas de emigrantes, o remesas netas al exterior de utilidades y dividendos de la inversión extranjera directa. En efecto, la región ha experimentado períodos de abundante liquidez externa seguidos de súbitas suspensiones en el acceso al financiamiento externo, incluyendo fuertes reversiones en los flujos de recursos. En parte ello se ha debido a cambios exógenos en el ámbito externo, pero también ha resultado endógenamente de desequilibrios internos conducentes a cambios significativos en los regímenes cambiarios o de administración de liquidez externa.

A su vez, las políticas fiscal, monetaria y cambiaria han tenido en la mayor parte de los países un comportamiento procíclico, lo cual ha agravado las consecuencias de los choques externos. Ello se vincula con la elevada correlación entre los ingresos públicos y los precios de las exportaciones, lo que ha tenido como consecuencia que la alta volatilidad de los precios de las materias primas se ha traducido en la variabilidad en la misma dirección de la evolución del gasto público, por una parte, y en políticas monetarias y cambiarias que, en lugar de amortiguar las fluctuaciones en la liquidez internacional, la han transmitido directamente hacia los flujos financieros internos¹⁵.

A estos elementos de índole macroeconómica se suma el elevado peso de la deuda pública en los mercados internos, como resultado de déficits acumulados y de los procesos de restructuración de deuda pública que se han expresado en un reemplazo de deuda externa por deuda interna. Si bien en varias ocasiones se ha señalado el rol clave que representa la existencia de un mercado profundo y líquido de bonos públicos para el desarrollo del mercado financiero, los niveles de presión de deuda pública en relación al tamaño del ahorro financiero de la región exceden con creces lo exhibido por regiones emergentes y en desarrollo. Ello da pie a presunciones de que el acceso de financiamiento para la inversión real estaría siendo constreñido por esta vía.

Muchos países en la región han hecho significativos avances en estas áreas mediante la adopción de marcos de política macroeconómica conducentes a mayores grados de estabilidad a la vez que se han desarrollado ciertas capacidades de acción contracíclica y de mejor absorción de la variabilidad externa. No obstante, los efectos positivos sobre el desarrollo de los mercados financieros toman un período largo de tiempo para madurar, por lo que es aún prematuro juzgar el efecto de dichos marcos de política sobre el desarrollo financiero. A la vez, algunos países, a raíz de crisis que afectaron en forma significativa a sus economías, adoptaron políticas que han dificultado el desarrollo de los mercados financieros.

B. Factores microeconómicos

1. En el sistema bancario

La banca latinoamericana ha experimentado un significativo cambio durante la década de los noventa, signado por la entrada de bancos extranjeros. Si bien ello ha significado la adopción de prácticas modernas de financiamiento y administración de riesgos, están aún lejos de materializarse sus efectos en

¹⁵ La mencionada correlación tiene su origen tanto en el peso en la recaudación tributaria total de los ingresos por impuestos vinculados a las exportaciones (impuestos específicos a las exportaciones y sobre la utilidades de empresas públicas y privadas exportadoras), como por los efectos procíclicos sobre la recaudación general causada por las repercusiones sobre la actividad interna derivadas de las fluctuaciones externas. En un marco caracterizado por restricciones de liquidez de los agentes privados y de mecanismos de presupuestación pública orientados por el corto plazo, dichas fluctuaciones se expresarán en cambios procíclicos del gasto público y privado.

términos del aumento de la bancarización de la región a niveles similares a los alcanzados por países de PIB por habitante similar.

En adición a los factores macroeconómicos señalados anteriormente, diversos análisis han destacado los problemas que enfrenta la banca para abordar la incorporación de clientes de menor tamaño a sus servicios. Entre ellos se menciona las insuficiencias en los esquemas de garantías y elevados costos de transacción en comparación con el monto de las demandas de servicios financieros. Las políticas para enfrentar estos obstáculos han sido objeto de intenso escrutinio y han sido aplicadas en un número de países, aunque a un ritmo insuficiente.

A la vez, es preciso llamar la atención respecto de la elevada rentabilidad exhibida por la banca en la región, que podría ser indicativa de la existencia de rentas monopólicas que no incentivan apropiadamente a una expansión de actividades hacia otros segmentos de clientes, medianas, pequeñas y micro empresas entre ellos. Como se señaló más arriba, la elevada concentración de la industria bancaria en la región podría ser un síntoma de insuficiencias en la competencia de mercado y de la prevalencia de estructuras de mercado cuasi monopólicas, resultantes en una provisión de servicios menor a la óptima. De hecho, la significativa expansión de crédito a través de ciertos operadores de casas comerciales en la región es indicativo de una demanda insatisfecha y que podría ser razonablemente cubierta por la banca en términos de costo y riesgo del crédito.

2. En los mercados de capitales

Dentro de los factores microeconómicos que afectan y que limitan el desarrollo de los mercados accionarios en los países de América Latina se pueden identificar los siguientes:

- a) Estructura familiar del control y resistencia a abrir el capital a inversionistas externos. Los grandes conglomerados prefieren financiarse en los mercados internacionales antes que entregar parte del poder de decisión.
- b) Altos costos de emisión de títulos. (Más adelante se aborda en mayor detalle este aspecto).
- c) Débil protección al accionista minoritario que lo exponen a riesgos de extracción de renta por parte del socio controlador: estructura de directorios dominada por el controlador (baja presencia de directores independientes), debilidades de la legislación que regulan el uso de información privilegiada, las transacciones con partes relacionadas con el controlador y/o la administración, y el desvío de operaciones u oportunidades comerciales hacia otras empresas del controlador.
- d) Límites a la participación privada/extranjera en ciertas áreas de la economía.
- e) Prácticas y normas de contabilidad y divulgación financiera insuficientes en relación a los estándares definidos por las mejores prácticas internacionales. Problemas de falta de independencia de las auditoras externas.
- f) Ausencia de esquemas que favorezcan la apertura de empresas medianas (capital de riesgo).

3. En los mercados de bonos

En lo que se relaciona con el funcionamiento del mercado de bonos, algunos factores explicativos de su bajo desarrollo son los mismos que se aplican al mercado accionario y otros se refieren a la naturaleza específica de los mercados de deuda:

- a) Altos costos al momento de efectuar nuevas emisiones comparativamente con los mercados internacionales. Ello se debería principalmente a los mayores pagos por concepto de impuestos, la pequeña escala de los mercados locales que no permite la generación de ganancias de

eficiencia en las transacciones como resultado de falta de economías de escala, y se traduce en una insuficiente infraestructura de trading, custodia y liquidación (*smallness trap*)¹⁶.

- b) La normativa legal vigente relativa a la conducción de los procesos de quiebra es más compleja y contempla plazos muy mayores en comparación con estándares internacionales.
- c) A su vez, no obstante la importancia del rol que cumple el sector público como referente, tanto en términos de precios como de plazos, en algunos países este absorbe un porcentaje probablemente excesivo del ahorro financiero disponible.
- d) Por fin, la existencia de un limitado desarrollo de agentes de ahorro institucional (fondos de pensiones, compañías de seguros, y fondos mutuos) pone un freno a la cantidad de recursos disponibles y a la rotación de estos en los mercados locales. Excepciones a esto son Brasil y Chile.

C. Factores estructurales

Por último, cabe mencionar la influencia de factores inherentes a la estructura económica que gravitan en forma significativa en el bajo desarrollo de los sistemas financieros y que contribuyen a determinar la eficacia de las políticas orientadas al fortalecimiento del financiamiento de la inversión, en particular de los segmentos de empresas de menor tamaño.

En primer lugar, elevados grados de informalidad económica se expresan en un bajo nivel de bancarización, por cuanto las prácticas normales de financiamiento y de provisión de servicios financieros descansan en relaciones contractuales y en registros previos que demuestren la capacidad y voluntad de pago de los potenciales sujetos de crédito. Las carencias de relaciones económicas formales y de registros previos, se traducen no sólo en dificultades para el sistema financiero al momento de evaluar el apoyo crediticio, sino que también limitan la efectividad de políticas públicas que emplean esquemas de apoyo basados en instrumentos formales.

En segundo lugar, la debilidad de las instituciones públicas, incluyendo los bancos y agencias de fomento públicos, se ha traducido en una insuficiente acción de la política en aquellos segmentos de mercado en los cuales esta tiene un carácter pionero o catalítico (ej. apoyo a microempresas, desarrollo de esquemas de garantías, del leasing, etc.) que precede pero también induce a una posterior participación del sector financiero privado. Con ello, el surgimiento y desarrollo de esos segmentos de mercado se ha retrasado significativamente.

En tercer lugar, las prácticas modernas de los sistemas financieros descansan intensivamente en el uso de tecnologías de información y comunicaciones. Por ello, las fuertes diferencias en el acceso a estas tecnologías así como el rezago en la infraestructura de comunicaciones que caracteriza a la mayoría de los países de la región, ocasiona un acceso inequitativo a los recursos y servicios del sistema financiero, tanto desde el punto de vista de los diferentes niveles de ingreso como desde el punto de vista geográfico (ej. diferencias entre las regiones, difícil acceso de regiones más alejadas y menos pobladas).

¹⁶ Zervos (2004), De la Torre y Schmukler (2004).

IV. Consecuencias del subdesarrollo financiero

Como se ha señalado en varias ocasiones a lo largo de este documento, el menor desarrollo financiero tiene consecuencias no solamente para el funcionamiento de los mercados financieros, sean estos el mercado bancario o el mercado de títulos, sino también en lo que se refiere a la disponibilidad de recursos financieros para ser canalizados hacia proyectos de inversión y la provisión de servicios financieros modernos que posibiliten una mejor administración de riesgos, y en general, elevar los niveles de productividad. En ese sentido, el bajo desarrollo de los sistemas financieros conlleva el desaprovechamiento de las capacidades de ahorro, necesidades de financiamiento insatisfechas, una insuficiente diversificación del riesgo e impedimentos al crecimiento de la productividad total de factores. Asimismo, se generan inequidades en el acceso a los recursos financieros, las cuales se traducen en exclusiones del sistema financiero. En lo que sigue se elaboran algunas consideraciones sobre estas tres consecuencias no deseadas.

A. Bajo crecimiento, necesidades insatisfechas y debilitamiento de la competitividad sistémica

Un bajo desarrollo de los mercados financieros fuerza a los inversionistas a recurrir en mayor medida a recursos propios para financiar sus proyectos de inversión. En un contexto de recursos escasos o de mayores exigencias en términos de garantías a los sujetos de crédito, el encarecimiento del capital limita la expansión de la inversión, lo cual conlleva mayores costos de producción, menor competitividad externa y, a la postre, menor crecimiento.

Por su parte, la insuficiente intermediación financiera, reflejo de un funcionamiento insuficiente del mercado, sumado al hecho de que la principal fuente de financiamiento son los recursos propios, implica que, en una gran parte, los recursos financieros permanecen en aquellos sectores que los generan y no necesariamente en los sectores que puedan hacer un uso más rentable de ellos. Esto a su vez no contribuye a un mayor desarrollo de la innovación y genera pérdidas de crecimiento por una asignación conservadora de los recursos.

El subdesarrollo de ciertos segmentos del mercado, sumado a una estructura de plazos de crédito mayormente orientada hacia el corto plazo, implica también que determinadas necesidades quedan solamente parcialmente satisfechas, en particular, aquellas vinculadas con el crédito a la vivienda y con la prestación de seguros de vida y pensiones. De este modo, solo sectores de altos ingresos pueden aspirar a cubrir en forma adecuada sus necesidades de financiamiento.

El sistema financiero cumple un rol más amplio que la provisión de recursos, una vez que resulta ser clave en la adopción de prácticas modernas que elevan la eficiencia y la productividad, y por ende el crecimiento económico. Por ejemplo, los positivos efectos para la productividad derivados del desarrollo del comercio electrónico o de la aplicación de TIC's a ciertos servicios de la administración pública (ej.: pago de impuestos, cobro de subsidios, entre otros), en los cuales el sistema financiero opera como interfaz entre el proveedor y el destinatario final. En otras palabras, el subdesarrollo del sistema financiero debilita la competitividad sistémica.

B. Bajo crecimiento y fragilidad sistémica

Otra de las consecuencias del subdesarrollo financiero es el hecho que en términos agregados la sociedad administra el riesgo en forma insuficiente. En este sentido, si bien las restricciones que limitan el endeudamiento implican que el nivel promedio de riesgo pudiera ser menor, implican también que se postergan inversiones que podrían ser más riesgosas pero más efectivas para el crecimiento. A la vez, y dado que es más difícil diversificar los activos y pasivos para reducir los riesgos, al tiempo que no se desarrollan o no se difunden los instrumentos para cubrirlos apropiadamente (seguros, mercados de futuros, esquemas de garantías, entre otros) estos quedan concentrados en pocos agentes, que no son necesariamente aquellos que los pueden absorber mejor. En consecuencia, se obtiene el resultado paradójico de que aunque el nivel del riesgo sea más bajo, al concentrarse este en pocos agentes, la insuficiente diversificación y la baja disponibilidad de mecanismos de cobertura, eleva la fragilidad del sistema financiero en su conjunto.

C. Exclusiones e inequidad del crecimiento

A su vez, la existencia de limitados recursos financieros, la exigencia de mayores garantías al otorgar crédito por parte de los sistemas bancarios y la orientación de los mercados crediticios hacia el corto plazo, tiene como resultado que los escasos recursos financieros disponibles se dirigen hacia sectores con acceso privilegiado, los cuales están generalmente constituidos por empresas grandes. De este modo, empresas de menor tamaño (PYMES) y microempresarios, tienen acrecidas dificultades para acceder a financiamiento, quedando muchas veces excluidas. En este sentido, dado que las grandes empresas enfrentan un menor costo del capital que las PYMES y los microempresarios, se generan pérdidas de productividad sistémica, con lo cual se profundiza la inequidad en el crecimiento y la heterogeneidad productiva.

V. Aspectos de una estrategia para el fortalecimiento del financiamiento de la inversión en la región

La continuidad de niveles suficientemente elevados de acumulación de factores y el aumento sostenido en su productividad son dos condiciones necesarias para lograr un crecimiento sostenido. En ambos fenómenos la inversión desempeña un rol crucial (aunque no excluyente) por cuanto no sólo lleva al aumento en el nivel de la capacidad productiva, sino que también eleva la productividad a través de la incorporación de progreso tecnológico, lo que la sitúa como uno de los principales canales de transformación productiva¹⁷. En ello inciden múltiples factores de índole macroeconómica, entre los cuales cabe destacar la prevalencia de un régimen de políticas conducente a la estabilidad y a la creación de capacidades contracíclicas que permitan hacer frente a la variabilidad externa que caracteriza a la región. Tal como se verificó durante la reciente crisis financiera global, esos fueron factores claves que determinaron un menor impacto de la crisis y una recuperación más pronta de la región en comparación con previas experiencias.

¹⁷ La inversión no es el único vehículo de aumento de la productividad de los factores. A modo de ejemplo, reformas institucionales conducentes a mercados más eficientes y menos distorsionados o a la creación de ambientes propicios a la innovación, también ejercen un efecto positivo en la productividad (Acemoglu et al (2003)).

El fortalecimiento de la inversión requiere, no obstante, abordar los desafíos que supone su financiamiento, área en la cual América Latina y el Caribe exhiben, como se vio, significativos rezagos en comparación con los países desarrollados y respecto de países que en décadas recientes mantuvieron un crecimiento económico sostenido. De los puntos precedentes se desprende que, si bien se han verificado progresos con relación a décadas previas, el sistema financiero como un todo, incluyendo los subsistemas bancarios, mercados accionarios y de deuda, exhibe rezagos en aquellas características necesarias para lograr una suficiente generación y movilización de ahorros financieros y su eficiente intermediación hacia la inversión real, particularmente entre pequeñas y medianas empresas.

Ahora bien, durante la primera década de los 2000, gracias a los avances en materia de estabilidad macroeconómica y en el contexto de un aumento en la demanda global por activos financieros provenientes de países emergentes, varios países han logrado acceder en forma continua, y a veces en condiciones muy ventajosas, a los recursos del sistema financiero internacional. Ello no se ha circunscrito a las emisiones de bonos soberanos sino que también a bonos cuasi-soberanos (i.e. empresas públicas) y bonos corporativos privados. Con ello las grandes empresas de la región, favorecidas por un mejor cuadro macroeconómico en sus países de origen, no han enfrentado restricciones importantes al financiamiento de sus proyectos de inversión. En contraste, medianas y pequeñas empresas, que difícilmente podrían acceder a esos mercados, encuentran además un límite a sus posibilidades de crecimiento en las carencias de los sistemas domésticos de financiamiento.

En consecuencia, una estrategia orientada al logro de mayores tasas de crecimiento requiere, entre otras cosas, abordar dos desafíos claves: elevar en general la capacidad del sistema financiero, en sus diferentes subsistemas, para financiar proyectos de largo aliento, y al mismo tiempo fortalecer el acceso de medianas y pequeñas empresas a recursos de capital y de deuda de largo plazo.

Debe destacarse que estos dos objetivos son complementarios y requieren además un aumento en la capacidad del sistema financiero para satisfacer otras necesidades que se derivan del desarrollo, como lo son, por ejemplo, el financiamiento de consumo, para la vivienda, capital de trabajo, seguros y servicios financieros modernos. En efecto, las medidas en favor de un desarrollo financiero orientado a empresas de menor tamaño, son parte integrante de una estrategia más amplia de fortalecimiento de la capacidad de financiar proyectos de inversión de todos los tamaños y para diversos usos. Las razones para ello estriban en dos características claves que requiere el desarrollo de los mercados financieros: potencial de liquidez y de control y diversificación de riesgos. En la práctica, por la naturaleza de estos mercados, los segmentos de mayor liquidez y menor riesgo son los que normalmente exhiben un crecimiento que precede al resto. Estos, bajo las condiciones adecuadas, pueden servir como plataforma para la expansión del crédito hacia los segmentos menos líquidos y/o de mayor riesgo. Ello sugiere la conveniencia de una estrategia que, partiendo desde el establecimiento de los segmentos más líquidos y seguros, progresivamente aborde la provisión privada de crédito y de otros servicios financieros hacia aquellos segmentos incipientes en los cuales la liquidez inicial es menor y/o en los cuales sea más difícil controlar y diversificar riesgos hasta tanto no se alcancen las dimensiones necesarias y el funcionamiento característicos de mercados maduros. En el intertanto la acción de la banca pública será clave en proveer de recursos y servicios financieros a los segmentos no cubiertos por la banca privada. En efecto, no es realista suponer que la expansión hacia estos otros segmentos, inicialmente menos atractivos para la banca tradicional, ocurra en forma espontánea debido en gran medida a externalidades de información y la necesidad de contar con mecanismos específicamente orientados a contrarrestar las dificultades de acceso al crédito por parte de empresas de menor tamaño (principalmente líneas de crédito de largo plazo, probablemente intermediadas por la banca comercial y esquemas de garantía).¹⁸ Abundantes evidencias destacan el rol pionero clave que ha desempeñado la banca pública, comercial y de fomento, en el desarrollo de dichos segmentos de mercado y

¹⁸ Las externalidades de información surgen en este caso del hecho de que para determinar la calidad de un potencial sujeto de crédito es preciso obtener una estimación de su capacidad de pagos. Pero si previamente ya existe el precedente de haber sido considerado positivamente por un determinado banco, entonces se facilita el proceso de evaluación para el resto del sistema bancario.

en fomentar la ampliación de la cobertura regional del sistema financiero, creando así las condiciones para que posteriormente ingresaran los bancos privados.

Lo anterior no pretende establecer una secuencia fija para la implementación de políticas, por cuanto es posible avanzar en varios frentes de desarrollo financiero al mismo tiempo. Las características específicas de una estrategia a favor del financiamiento de la inversión y la secuencia de políticas y medidas dependen en gran medida del nivel de avance ya alcanzado y, como se verá, del tamaño potencial de los mercados. Con todo, será más efectiva la movilización de recursos para apoyar proyectos de largo aliento y de empresas de menor tamaño en la medida en que el sistema haya desarrollado previamente una base de activos seguros y líquidos junto con mecanismos de control, reducción y absorción de riesgos. Sobre esa base, y en las condiciones apropiadas les sería más atractivo a los agentes inversionistas diversificar sus carteras hacia nuevos segmentos del mercado, apropiadamente preparados para enfrentar los riesgos que ello supone.

En lo que sigue se señalarán algunos aspectos internos centrales que debiera abordar una estrategia de desarrollo financiero orientada hacia estos objetivos. Los aspectos más detallados no son abordados por cuanto ellos se relacionan con características individuales de cada país. Por razones de espacio, tampoco se abordan aquí los aspectos externos de una estrategia de desarrollo financiero, tales como la promoción de la IED, las estrategias de inserción en los mercados internacionales de capitales, el rol específico de inversionistas extranjeros en el desarrollo de ciertos mercados internos, entre otros.

A. Sistemas bancarios y el financiamiento de la inversión

Los dos principales problemas que enfrenta el apoyo de la inversión por parte de los bancos se refieren a limitaciones de su fondeo y a los mecanismos de cobertura de riesgos. En efecto, las características de la mayoría de los sistemas bancarios privados de la región, orientados por el modelo de banca especializada, junto con una larga historia de inestabilidad y variabilidad económica en general, presentan significativos obstáculos al financiamiento de proyectos de largo aliento. En términos de la naturaleza de los fondos, la principal manifestación de la historia de inestabilidad es la escasez de recursos de largo plazo y el predominio de captaciones de corto plazo, muchas veces en moneda extranjera. Ello no resulta apropiado para financiar proyectos de largo plazo por cuanto se acentúan los riesgos de descalces de plazos y monedas entre activos y pasivos, ocasionando potenciales pérdidas. Como consecuencia, los bancos prefieren otorgar créditos de menor plazo que la duración de los proyectos de inversión, con lo cual se transfiere el riesgo de descalce de plazos a la inversión real, cuyos agentes, en general, carecen de los mecanismos para absorber esos riesgos.

A su vez, el principal obstáculo que han enfrentado las medianas y en especial las pequeñas empresas para obtener financiamiento bancario, ha sido la carencia de mecanismos para mitigar los riesgos de repago de sus deudas, y en particular, de garantías reales.

Ambos problemas han sido abordados de diversa manera en la región, mediante la introducción de instrumentos de ahorro y de crédito, indexados o protegidos de la inflación, líneas de crédito de largo plazo para PYMES, muchas veces intermediadas por la banca comercial y complementadas mediante esquemas de garantías de crédito con apoyo estatal, difusión de modalidades de crédito basadas en el leasing, la securitización y el *factoring*. Sin duda que ese continúa siendo en gran medida el camino a seguir y varias experiencias reportan avances importantes, liderados en varios casos por instituciones públicas que adoptaron programas de provisión de recursos y servicios financieros a micro, pequeños y medianas empresas. No obstante, los efectos negativos de la variabilidad económica han resultado ser duraderos, con lo cual, a pesar de los progresos, en la mayoría de los países persiste un bajo grado de intermediación bancaria. Ello sugiere, además de la continuidad en los esfuerzos arriba señalados, que será necesario acentuar la acción catalítica de los bancos públicos, en particular de los bancos de fomento y las agencias de desarrollo, en el establecimiento y expansión del segmento de créditos de largo plazo.

El papel de los bancos públicos de fomento es especialmente relevante en el caso de países cuyo tamaño económico relativo hace poco probable el surgimiento espontáneo y el crecimiento significativo de los otros segmentos del sistema financiero orientados a proveer recursos de largo plazo y de capital. En efecto, para el establecimiento exitoso de los mercados accionarios y de deuda son críticos los aspectos de liquidez potencial y las oportunidades de diversificación de riesgos y su competitividad, en términos de los costos de transacción, respecto de otras fuentes de recursos¹⁹. Todos estos aspectos son función directa de la escala de operaciones y, por ende, del tamaño de la economía. Por ello, es previsible para varios países de la región de menor tamaño económico relativo y/o insuficiente avance del sistema financiero que el desarrollo de estos mercados no sea una alternativa viable en el plazo mediano, por lo que será necesario apoyarse en los bancos de fomento como mecanismo para la provisión de recursos crediticios de largo plazo y de capital²⁰.

Ahora bien, ello supone desafíos adicionales ilustrados abundantemente por la experiencia latinoamericana en décadas previas y por cómo sus lecciones han contribuido a reformular el papel y el modo de operación de los bancos de fomento y las agencias de desarrollo²¹. Se mencionarán aquí sólo algunos de los principales desafíos.

En primer lugar, para efectos de una gestión más transparente y sujeta a escrutinio según sus resultados, es preciso no confundir las políticas y programas de desarrollo productivo y financiero con otras políticas sociales (ej. programas de transferencias de recursos a los segmentos de la población con menores ingresos, y programas de promoción del empleo), por cuanto los grupos hacia los cuales se orientan y los métodos a emplear suelen ser muy distintos.

En segundo lugar, inclusive en programas de desarrollo productivo y financiero, es preciso ser explícito en la diferenciación entre los componentes de provisión de fondos, apoyo al acceso a recursos de largo plazo y los componentes de subsidio, con el fin de que estos últimos se focalicen efectivamente en los destinatarios deseados y no en grupos y empresas con suficiente capacidad de pago.

En tercer lugar, los bancos de fomento y agencias de desarrollo no suelen ser especialistas en la evaluación de riesgos, por lo que en la canalización de recursos crediticios y de capital es necesario la participación de agentes intermediarios privados que además retengan parte del riesgo incurrido, con el fin de mantener bien alineados sus incentivos.

En cuarto lugar, debe evitarse la captura de estos bancos y agencias de desarrollo por parte de sus deudores y otros grupos de interés, factores que en el pasado redundaron en el serio deterioro de las carteras de crédito de estas instituciones. Este aspecto, en conjunto con lo señalado en el párrafo anterior, llevó a un importante cambio en la modalidad de participación de los bancos de fomento y agencias de desarrollo en el sistema financiero. En efecto, durante la década de los noventa, en lugar del crédito directo, varias de estas instituciones en la región adoptaron la modalidad de “banca de segundo piso” para canalizar sus recursos con una activa participación de instituciones privadas como intermediarias.

En quinto lugar, es preciso que la intervención de estas instituciones públicas en la provisión y canalización de recursos de largo plazo y de capital no inhiba el surgimiento de soluciones de carácter privado. Típicamente ello ocurre cuando la provisión de financiamiento y garantías va acompañada de elevados componentes de subsidio que terminan por distorsionar los precios relativos (y que afectan, por ejemplo, el costo del financiamiento a diversos plazos y monedas, o el costo de las coberturas de riesgo), a un punto tal que no hacen competitiva una eventual participación privada en el mercado.

¹⁹ Los costos de transacción se refieren en este caso a aquellos necesarios para la emisión de títulos, su intercambio en las bolsas, registro, liquidación y custodia.

²⁰ El caso más destacado en la región corresponde a la experiencia del BNDES, que a diferencia de otros bancos de desarrollo, provee tanto recursos crediticios como de capital.

²¹ Véase ALIDE, 1993

B. Mercados de capitales y deuda

Una primera precondition para el establecimiento de estos mercados, con el fin de que ellos provean recursos de largo plazo para la inversión es, por una parte, la existencia de inversionistas institucionales (fondos de pensiones, compañías de seguros de vida, fondos mutuos y fondos de inversión en general) que por la naturaleza de sus obligaciones requieran títulos de largo plazo, y por otra parte, que su capacidad de ahorro financiero no sea copada por títulos de la deuda pública.

En efecto, en varios países de la región existen inversionistas institucionales con capacidad de ahorro financiero de largo plazo. No obstante, su efecto sobre el financiamiento de la inversión, mediante la compra de acciones y/o bonos, encuentra un límite en disposiciones regulatorias que obligan a la compra de papeles públicos, o bien en elevadas tasas de interés ofrecidas por estos. Nótese que este último resultado, es decir el desplazamiento (*crowding out*) del financiamiento de la inversión privada debido a elevadas tasas de interés de la deuda pública, no refleja necesariamente un alto endeudamiento público en relación a su capacidad de servir esa deuda, ni que tampoco esta sea elevada como porcentaje del PIB. No obstante, dicho nivel de endeudamiento puede ser excesivo en relación a la capacidad de generación de fondos por parte del sistema financiero lo cual, si la autoridad monetaria no está en condiciones de contrarrestar la presión sobre los recursos domésticos mediante una política acomodaticia, resultará en altas tasas de interés. Con ello, los proyectos de inversión privada requerirán mayores tasas de rentabilidad para ser atractivos. De este modo la inversión privada resultará restringida en su acceso a los recursos disponibles en el sistema financiero doméstico. Restricciones al ingreso de capitales externos podrían agudizar este fenómeno.

En la práctica, tal es el caso de varios países de la región que no obstante exhibir un endeudamiento público bajo o moderado, este presiona al alza las tasas de interés debido a un sistema financiero con capacidad insuficiente de generación de fondos de largo plazo como para satisfacer las demandas públicas y privadas. En síntesis, una de las principales dificultades para que estos mercados apoyen el financiamiento de la inversión radica en el bajo grado de desarrollo financiero, con insuficiente capacidad de generación de ahorro financiero por lo que presiones aparentemente moderadas de demanda se traducen en un desestímulo para su canalización hacia la inversión real. El desarrollo de agentes de ahorro institucional, que aumenten el volumen de ahorro financiero y eleven la liquidez de los mercados de capitales, junto con la evaluación cuidadosa del rol desempeñado por los instrumentos de deuda pública, forman parte importante de una estrategia de desarrollo financiero orientada al apoyo de la inversión.

En segundo lugar, como se señaló, es preciso avanzar en una estructuración apropiada del tipo de instrumentos ofrecido, en especial en el caso de la deuda pública. Así, en la medida en que se consoliden los avances en materia de estabilidad, será posible avanzar hacia una mayor difusión de instrumentos de tasa fija y características homogéneas. Estos se adecuan de mejor modo a las necesidades de financiamiento de los proyectos de inversión y posibilitan la creación de un mercado amplio y líquido, en contraste con un mercado de bonos con diferentes características de tasas, denominaciones y plazos variables²².

En el mercado accionario, las principales restricciones a la oferta de títulos se refieren a estructuras tradicionales de propiedad poco proclives a su apertura y a compartir el control o admitir accionistas minoritarios, baja liquidez de mercado y altos costos de transacción. Como se señaló más arriba, la liquidez de mercado y los costos de transacción dependen a su vez de la magnitud absoluta del mercado y del tamaño de las emisiones de títulos. En otras palabras, la liquidez y los costos de transacción son susceptibles de economías de escala. Ello afecta en forma especial a medianas empresas, por cuanto los montos mínimos de emisiones requeridos para alcanzar costos competitivos con otras

²² Véase, Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional (2001) y BIS (2002).

fuentes de recursos exceden el tamaño económico de estas empresas²³. De este modo, se tiende a crear un círculo negativo autoalimentado que mantiene el desarrollo del mercado en un bajo nivel.

A su vez, desde el lado de la demanda por acciones, el principal desincentivo que dificulta el financiamiento de la inversión proviene de la escasa protección ofrecida a potenciales inversionistas minoritarios. Estos, que comprenden a inversionistas institucionales y particulares, tanto nacionales como extranjeros, sin interés en el control de la empresa, están sujetos al riesgo de extracción de valor de parte del socio controlador. En la región estos riesgos hasta muy recientemente fueron poco comprendidos y, como ha sido reflejado en varios informes, su tratamiento legal es insuficiente²⁴. No obstante, crecientemente han cobrado relevancia a medida que los países se han integrado a las corrientes de financiamiento internacional y ha cobrado mayor importancia el rol de los inversionistas institucionales, nacionales y extranjeros²⁵.

Un segundo aspecto de importancia, en particular para inversionistas extranjeros, son prácticas contables y de información financiera muy diferentes respecto de los estándares internacionales y a los aplicados en sus países de origen. Ello representa una dificultad significativa, en especial cuando se trata de inversionistas institucionales extranjeros que a su vez deben entregar información contable y tributaria a sus contribuyentes, accionistas y a la autoridad reguladora. La experiencia reciente en Brasil enseña que el tratamiento apropiado de estos riesgos para los inversionistas minoritarios puede resultar en un significativo aumento en el rol de los mercados accionarios como fuentes de recursos para la inversión. De hecho, la creación de segmentos de mercado con mejoras a la protección del inversionista minoritario es el principal factor tras el significativo aumento de la actividad del BOVESPA desde el 2002.

El caso del BOVESPA se reviste de gran interés dado su carácter pionero en la región. Como parte de un esfuerzo por promover el desarrollo del mercado de capitales en Brasil, en diciembre del 2000 la bolsa de São Paulo, BOVESPA, introdujo tres nuevos segmentos para el listado de empresas, con requisitos a los cuales estas podrían acogerse voluntariamente: el Novo Mercado, con estándares de gobernabilidad, transparencia y protección de los accionistas minoritarios más exigentes que aquellos establecidos en la legislación y las normas de la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM) aproximándolos a aquellos aplicados en mercados de países desarrollados, y dos segmentos de mercado adicionales (Nivel 2 y Nivel 1) con menores requisitos, en orden a facilitar a las empresas su adaptación paulatina a las nuevas reglas. El segundo semestre del 2006 se introdujo un nuevo segmento de mercado, BOVESPA MAIS, cuyo objetivo fue crear condiciones para que empresas pequeñas y medianas accedieran en forma progresiva al Novo Mercado.

Las reglas para participar en el Novo Mercado fortalecen el poder de los accionistas minoritarios al exigir que todas las acciones posean derecho a voto y que los directorios integren al menos a un 20% de directores independientes. También se disuade el uso del control para extraer valor de la empresa a costas de los inversionistas minoritarios, otorgándoles a estos el derecho a recibir el mismo precio por sus acciones que aquel obtenido por el controlador en la venta del control (*"tag along"*). A su vez, se elevan sustantivamente las exigencias de transparencia en materias de presentación de estados financieros, publicidad de las transacciones con partes relacionadas con el grupo controlador, uso de información privilegiada e *"insider trading"*. Con el fin de evitar los extendidos y complejos procesos judiciales de resolución de disputas entre accionistas y la empresa o entre accionistas, se exige que estas se resuelvan en una instancia arbitral especialmente creada por BOVESPA. Por último, se estableció un

²³ Zervos (2004).

²⁴ Véase los reportes del *Financial Sector Assessment Program* del FMI en <http://www.imf.org/external/np/fsap/fsap.asp>.

²⁵ Las principales formas que toma la extracción de valor son: a) el uso de información privilegiada, por parte de accionistas controladores, sus parientes y/o altos ejecutivos; b) las transacciones con partes relacionadas (ya sea por vínculos familiares o de propiedad) con el socio controlador; c) el desvío de oportunidades de negocio hacia otras empresas del socio controlador; y d) uso del control para obtener condiciones discriminatorias a favor propio al momento de su venta.

requisito de presencia en el mercado bursátil, orientado a mantener la liquidez de las acciones y la continua observación de precios para estas²⁶.

Un tercer aspecto que suele suscitar un intenso debate se refiere a los efectos que determinados impuestos, en particular aquel que grava a las ganancias de capital, ejercerían como disuasivo de la demanda por títulos financieros (acciones y bonos). En el caso de las acciones, diferentes enfoques apuntan a la sub-optimalidad de los impuestos a las ganancias de capital²⁷. No obstante, la mayoría de ellos suele partir de supuestos relativos a la existencia de un sistema tributario neutral, libre de imperfecciones, y que la formación de precios de las acciones refleja apropiadamente el valor de la empresa. El primer supuesto es, en la mayoría de los países de la región, poco realista, por lo que resulta necesario recurrir a soluciones de “segundo mejor” para compensar las imperfecciones de un sistema tributario que permite diversas formas de evasión y elusión. A su vez, si bien un contexto de mercados de amplia liquidez y cotización continua propendería a una formación correcta de precios de activos, ello no se aplica a situaciones de acciones poco líquidas o de baja frecuencia de cotización de precios, como es el caso de la mayoría de los mercados en la región. Con ello, se crean oportunidades de manipulación de precios (con fines tributarios o para afectar el valor del control). Ambas situaciones y las considerables dificultades que suelen enfrentar los intentos de reforma tributaria, han hasta ahora disuadido a las autoridades de eliminar completamente este impuesto, eximiéndose solo a aquellos títulos de alta presencia de mercado²⁸.

Por otra parte, en varios países de la región se ha otorgado creciente importancia al financiamiento de la inversión de medianas empresas y en particular de aquellas de carácter innovador. Ello se ha expresado en varios casos en el apoyo estatal a esquemas de capital de riesgo y en políticas conducentes a la facilitación de la participación de medianas empresas en los mercados accionarios.

La provisión de recursos de capital para medianas empresas y para aquellas de carácter innovador requiere enfrentar los problemas claves del riesgo moral y las asimetrías de información entre los inversionistas (o capitalistas de riesgo) y la administración de la empresa. Luego del ensayo de diversos diseños, la estructura societaria conocida como “*limited partnership*” (sociedad limitada) introducida en los Estados Unidos para proveer capital de riesgo a empresas medianas e innovadoras ha sido progresivamente adoptada por varios países, alcanzando importancia significativa en Israel, India, Taiwán, Francia, Reino Unido y Alemania, entre otros. En la región las experiencias de mayor desarrollo son las de Brasil y Chile, pero varios países, entre ellos, Perú, México y Colombia han realizado esfuerzos para establecer este tipo de financiamiento de capital²⁹.

Nuevamente este es un segmento de mercado en el cual los bancos de desarrollo pueden jugar un rol clave, tanto como proveedores de fondos a través de sociedades intermediarias, en el caso del capital de riesgo, o bien mediante la participación directa en la propiedad en calidad de accionista minoritario.

A su vez, resultados de estudios recientes acerca de factores determinantes del desarrollo de los mercados de deuda en el mundo concluyen que un 25% del menor desarrollo del mercado de bonos en América Latina en relación con lo observado en países desarrollados, es explicado por factores relativos al tamaño de la economía (tamaño absoluto del PIB) y el nivel de desarrollo (nivel del PIB por habitante)³⁰. Ello tiende a confirmar la importancia de los efectos de escala, señalados en varios estudios como uno de los determinantes del avance o relativo atraso de los sistemas financieros en la región³¹. A la vez, tal como es el caso en la literatura relativa a la influencia de los factores institucionales en el crecimiento económico, es posible que la significación del PIB por habitante esté reflejando la

²⁶ BOVESPA (2006, a, b, c y d), y Santana (2007).

²⁷ Ello se basa en el argumento general de la doble tributación de ingreso, en particular bajo regímenes tributarios no integrados, es decir, que no consolidan en un impuesto único a las diferentes fuentes del ingreso personal.

²⁸ Típicamente se exime del impuesto a los bonos de la deuda pública y aquellos emitidos por el Banco Central.

²⁹ Para una descripción más detallada de las características y el modo de funcionamiento de este tipo de capital véase Jiménez (2008).

³⁰ Borensztein, Eichengreen y Panizza. (2008).

³¹ De la Torre y Schmukler (2004) se refiere a ello como “*la trampa de la pequeñez*”.

correlación positiva que existe entre esta variable y el desarrollo institucional, factor clave del desarrollo de los mercados financieros³². En otras palabras, mejores desarrollos institucionales son conducentes, mediante diversos canales, a mayores niveles de PIB por habitante, y entre dichos canales, a mejores condiciones para la expansión de mercados de deuda.

Por otra parte, el menor desarrollo del sistema bancario en América Latina explicaría un 15% del menor desarrollo del mercado de bonos en la región. Ello tiende a confirmar la hipótesis de complementariedad que existiría entre ambos componentes del sistema financiero en lugar de una relación de sustitución o competencia entre ambas fuentes de recursos³³.

A su vez, factores de índole histórica y geográfica contribuirían con un 15% adicional a explicar esas diferencias. Las únicas variables de política que resultan relevantes son la estabilidad macroeconómica, el grado de apertura económica, la protección de los derechos de los acreedores y los costos de hacer cumplir un contrato. No obstante según Borensztein et al (2003) ellos explicarían como máximo un 25% del menor grado de desarrollo de los mercados de bonos en la región. Otras variables de política también resultan estadísticamente significativas pero su contribución a explicar el menor desarrollo de los mercados de bonos en América Latina es mucho más baja que la de las variables ya mencionadas.

En relación a los efectos de la deuda pública sobre el mercado de bonos corporativos, las estimaciones sugieren que predominarían los efectos de desarrollo de mercado (*crowding in*) atribuidos a los bonos públicos por su contribución a la creación de un mercado líquido con una curva de rendimientos de referencia, (*benchmark*), consecuencias que predominarían por sobre los efectos de desplazamiento (*crowding out*) del financiamiento a través de bonos emitidos por privados. No obstante, la aplicabilidad de este resultado a América Latina debe ser cuidadosamente considerado, por cuanto en buena parte del período examinado solo Chile exhibe emisiones de bonos privados de cierta significación, seguido por Argentina en un grado bastante más bajo³⁴. Como se discutió anteriormente, en la región los mercados de bonos están ampliamente dominados por la deuda pública y la participación de bonos corporativos es muy baja.

Los factores institucionales conducentes a un mayor desarrollo de los mercados de bonos son muy similares a los que determinan la expansión de mercados accionarios (existencia de inversionistas institucionales, marcos legales que cautelen los derechos de los acreedores, procedimientos de quiebra expeditos, infraestructura de mercados que reduzca los costos de transacción, etc.) por lo que las políticas son en gran medida complementarias. En estas áreas América Latina se sitúa en un nivel similar con economías de Europa del Este, pero exhibe rezagos respecto de países emergentes de Asia y economías desarrolladas³⁵. A su vez, las instituciones y prácticas que permiten la reducción de asimetrías de información entre deudores y acreedores (agencias de calificación de riesgos, obligaciones de comunicación de hechos relevantes que afectan a la empresa y su administración, uso de estándares contables internacionales) son aún incipientes en la mayoría de los casos³⁶.

En contraste, en los aspectos de estabilidad macroeconómica, de fortaleza fiscal y de sus cuentas externas, la región ha logrado en los años recientes importantes avances conducentes, entre otras cosas, a mejores condiciones para el desarrollo de mercados de deuda de largo plazo³⁷. No obstante, los efectos de estas variables así como de las políticas mencionadas sobre el desarrollo del mercado financiero

³² Respecto de la relación entre crecimiento económico y desarrollo institucional, véase Acemoglu, Johnson, Robinson, y Thacharoen (2003) y Easterly y Levine (2003).

³³ Claessen, Klingebiel y Schmukler (2003) y Eichengreen y Leungnareumitchai (2004) también reportan una relación de complementariedad entre el sistema bancario y el mercado de bonos.

³⁴ Véase IMF (2005 a), Cuadro 4.2

³⁵ Véase IMF (2005 b) cuadro 4.3.

³⁶ Chile y Brasil son generalmente citados como las excepciones, con marcos institucionales avanzados en comparación con el resto de los países de la región, pero aún así en un nivel de desarrollo inferior a lo que se aprecia en países de Asia emergente.

³⁷ Como se hace notar en las diversas ediciones del Estudio Económico de América Latina y el Caribe, este cuadro en general benigno durante el período 2003-2009 tiende a opacar importantes diferencias entre países. En particular, América Central y el Caribe no se beneficiaron de este período de auge ocasionado por el alza en los precios de las exportaciones de bienes básicos.

toman largos períodos en rendir frutos. Ello otorga aún más urgencia a las acciones de política pública tendientes a elevar el financiamiento de la inversión, actuando como agente catalítico del desarrollo del sistema financiero en su conjunto. A la vez, a pesar de los avances exhibidos en los marcos de política macroeconómica adoptados por la región, permanece aún pendiente el desafío de aumentar el ahorro tanto privado como público, condición que en la experiencia reciente de aquellos países que han logrado cerrar la brecha de nivel de vida respecto de los países desarrollados, resulta fundamental para elevar sostenidamente la tasa de inversión y, con ello, el crecimiento.

VI. Síntesis y conclusión

En este documento se ha pasado revista a las características de los principales componentes de los sistemas financieros de la región desde la óptica de su contribución al financiamiento de la inversión, aspecto clave de toda estrategia orientada al crecimiento sostenido. Se inicia este análisis con tres constataciones claves.

En primer lugar, los niveles de inversión en la región han sido sistemáticamente inferiores a los exhibidos por otras economías que recientemente han logrado elevar sustancial y sostenidamente su crecimiento. En segundo lugar, con la salvedad de lo observado durante el reciente período de auge en los precios de las exportaciones, y nuevamente en contraste con esas experiencias, históricamente el ahorro nacional en la región ha sido insuficiente para financiar la inversión, por lo que el acceso al financiamiento externo y las variaciones en su disponibilidad, han sido determinantes críticos del crecimiento y su variabilidad. En tercer lugar se argumenta que las carencias del sistema financiero resultan críticas en determinar el ahorro efectivo y los niveles de inversión, por su rol en la materialización de los esfuerzos de ahorro, en la provisión de servicios modernos para hacer frente a los riesgos, y en la canalización de recursos hacia los demandantes. Estas carencias se expresan en restricciones aún más graves para las empresas de menor tamaño. Estas no sólo no tienen acceso a los recursos del mercado de capitales externo, sino que además, en un contexto de bajo desarrollo del sistema financiero interno, experimentan dificultades para acceder a este. Con ello, su nivel de inversión estará restringido por su propia disponibilidad de fondos.

El examen de los principales rasgos de los sistemas financieros de la región señala que, si bien existe cierta heterogeneidad dentro de la cual algunos países exhiben un mayor avance relativo (Brasil, Chile y México), en general su grado de desarrollo es bajo y no resulta funcional a las necesidades de financiamiento de la inversión. Así, el grado de bancarización es, con pocas excepciones, inferior al de países de nivel de PIB per cápita similar, y exhibe una orientación al crédito de corto plazo que recientemente se acentuó a raíz de la difusión de prácticas modernas de administración del crédito de consumo. El grado de conversión de los depósitos bancarios en crédito al sector privado es relativamente bajo, lo que se relaciona con prácticas atrasadas de control monetario (encajes), a lo que se suma la tenencia de títulos de deuda pública en las carteras de los bancos y de organismos de ahorro institucional (i.e fondos de pensiones), como resultado de disposiciones regulatorias o debido a los altos rendimientos que estos ofrecen.

Las características del fondeo de los bancos señalan avances en materias de reducción del grado de dolarización de sus pasivos internos y una tendencia a una menor dependencia de créditos externos. La calidad de la cartera, no obstante, es disímil entre países y en ciertos casos señala deficiencias en los procesos crediticios, con elevada morosidad. La cobertura mediante provisiones de los riesgos de la cartera de créditos morosos es desigual, y en ciertos casos insuficiente. Los indicadores de adecuación del capital señalarían buenas condiciones de solvencia bancaria, si bien persisten dudas acerca de la adecuada medición, e inclusión en las coberturas de todos los riesgos que enfrentan los bancos. Más aún, las insuficiencias en la cobertura mediante provisiones de las pérdidas esperadas asociadas a altas carteras morosas podría poner en duda la suficiencia del capital.

Los spreads entre tasas activas y pasivas observados en la región son elevados, lo que se relaciona tanto con altos costos operacionales y el bajo tamaño de mercado. Los elevados niveles de rentabilidad junto con el grado de concentración bancaria serían indicativos de una industria poco competitiva, y por ende que enfrenta débiles incentivos para expandir su ámbito de acción hacia segmentos excluidos del crédito.

Los mercados accionarios, a su vez, exhiben un marcado rezago en comparación con lo observado en otras regiones, en particular respecto de aquellas que recientemente aceleraron su crecimiento. En la práctica sólo un país (Chile) exhibe una capitalización bursátil significativa como porcentaje del PIB, similar a la de esos países. A su vez, en términos de liquidez, sólo el mercado accionario de Brasil presenta niveles comparables. En general, entonces, la incidencia de este mercado en el financiamiento de la inversión es insatisfactoria en la región y, en varios casos, es inexistente.

Los mercados de bonos, que a nivel global experimentaron un gran dinamismo durante la primera década del presente siglo, también exhibieron cierto crecimiento en la región, aunque en un grado más bajo que los países emergentes de mayor crecimiento económico. Adicionalmente, en contraste con otras regiones, en América Latina los mercados de bonos están dominados por la elevada presencia de títulos de la deuda pública, correspondientes en gran medida al financiamiento de déficits en el pasado y a la reciente tendencia a la sustitución de deuda externa por deuda interna. En ciertos casos ello ha presionado significativamente sobre las tasas de interés internas. Ello, no obstante, no corresponde a una situación de excesivo endeudamiento público (como proporción del PIB) ni en relación a la capacidad fiscal para servir estos compromisos. En efecto, diversos indicadores señalan que el endeudamiento público en la región se redujo durante la década, y su carga, en comparación con los ingresos públicos, no resulta excesiva. Ello se ha expresado en una reciente importante mejoría en las calificaciones de las deudas soberanas en casi todos los países de la región. No obstante, en relación a la capacidad de generación de ahorro financiero por parte del sistema, dicha demanda por recursos de parte del sector público sería elevada, resultando en altas tasas de interés y restricciones al acceso del sector privado a recursos para financiar la inversión, no solo por medio del mercado de bonos, sino que mediante el crédito en general. El problema principal consistiría entonces en las consecuencias negativas del bajo desarrollo del sistema financiero y de su insuficiente capacidad para movilizar el ahorro.

En el mercado de bonos se replica además un problema similar al observado para el crédito bancario: las características de los bonos emitidos y su estructura de plazos no son funcionales a los

propósitos del financiamiento de la inversión. Así, la región exhibe comparativamente una desproporcionada presencia de bonos a tasas flotantes y bonos indexados, lo que se traduce en dificultades adicionales para financiar la inversión por esta vía, al no existir suficiente desarrollo de instrumentos y/o mercados para cubrir los riesgos de fluctuaciones en la inflación y las tasas de interés.

También se examinaron los diversos flujos de financiamiento externo. Allí se confirma la tendencia descendente del fondeo bancario mediante recursos externos y la creciente importancia de las emisiones de bonos globales, tanto soberanos, como de empresas públicas y bonos corporativos privados. No obstante, el acceso a estos recursos ha estado sujeto a los vaivenes de la economía mundial y ciertas coyunturas específicas relativas a suspensiones y/o renegociaciones del servicio de los compromisos externos. Con todo, luego de la crisis financiera global que eclosionó en el 2008, las emisiones de bonos externos exhibieron una pronta recuperación y durante el 2010 la gran mayoría de los países de la región ha recibido mejoras en su calificación de riesgo soberano. Aunque varios países han logrado acceder este mercado según sus necesidades de financiamiento externo, desde el punto de vista de la década completa, los mayores emisores de la región en estos mercados fueron Brasil y México y, con ciertas calificaciones, Argentina.

La IED continúa siendo una fuente de financiamiento externo muy relevante, aunque también sujeta a las fluctuaciones de la economía mundial y de los precios de *commodities* en particular. Así, luego del creciente dinamismo de los años 90, durante la primera parte de los 2000 se apreció cierta desaceleración en la IED que se revirtió con el inicio del ciclo de bonanza de precios externos de las exportaciones en 2003. Luego esta se interrumpió temporalmente en los momentos más álgidos de la crisis financiera global, pero ya el 2009 y 2010 exhibe una recuperación. Las grandes economías de Brasil y México son los principales receptores de IED, seguidos de los exportadores de *commodities* Chile y Perú.

La inversión de cartera neta, por su naturaleza orientada a plazos menores, exhibe un mayor grado de variabilidad que los anteriores componentes del financiamiento externo y se ha mostrado sensible a las fluctuaciones en la economía mundial (i.e. la crisis asiática y la de los Estados Unidos de inicios del 2000), pero también ha reaccionado ante episodios de default así como al mejoramiento de las condiciones crediticias en la región y el atractivo de sus mercados financieros. En efecto, a pesar de la crisis que recientemente afectó a la economía mundial, durante el 2009 estos flujos exhibieron una considerable recuperación, obedeciendo al mayor dinamismo de los mercados internos de Brasil, Chile y Perú.

Los flujos representativos de cambios en el nivel de otros activos netos, distintos a la IED y de portafolio, exhiben en general un signo negativo, lo que corresponde a salidas de capitales. Diversos factores han incidido en este resultado y comprenden el bajo crecimiento en el fondeo de los bancos en el exterior, la sustitución de deuda externa por deuda interna, la cancelación anticipada de deuda externa multilateral en ciertos casos y la acumulación de recursos en fondos soberanos.

Finalmente, cabe mencionar la creciente importancia de las remesas hacia la región de los trabajadores migrantes, que si bien para el conjunto de la región representan un porcentaje reducido del PIB, en el caso de Centroamérica alcanza a magnitudes de entre el 10% al 20% del PIB.

En suma, en lo relativo al financiamiento externo, es posible distinguir tres grupos de países en la región. Un grupo de países lo constituyen aquellos que se han integrado en mayor grado a los mercados voluntarios de financiamiento externo y se han incorporado en mayor o menor medida a la expansión global de estos flujos (IED, emisión de bonos, creación de fondos soberanos, mayor presencia de inversiones de cartera extranjera en los mercados locales) por lo que exhiben una estructura de financiamiento externo más compleja y un mayor grado de “internacionalización” del financiamiento de la inversión que en décadas previas. Un segundo grupo de países presenta ciertas dificultades para acceder los mercados financieros externos privados, por lo que su financiamiento externo sigue descansando principalmente en la cuenta corriente de la Balanza de Pagos y en el acceso al crédito multilateral. Finalmente se distingue a un tercer grupo de países que exhibe aún mayores dificultades de acceso a recursos voluntarios externos, aunque por su reducido tamaño económico la IED exhibe cierta

importancia relativa. Estos además suelen enfrentar mayores condicionalidades al momento de buscar el apoyo multilateral debido a sus dificultades internas, y descansan en medida importante en las remesas, y en ciertos casos en las donaciones, como fuentes de financiamiento externo.

Correspondientemente, la estructura de financiamiento de la inversión será distinta entre estos grupos de países. Por lo general, a pesar de su retraso, el primer grupo de países también exhibe el mayor nivel de desarrollo relativo de sus mercados financieros internos, en tanto los otros dos grupos enfrentan dificultades de orden creciente para financiar los requerimientos del crecimiento.

Los factores explicativos de este cuadro fueron agrupados en tres. Primero, se destacan factores de orden macroeconómico, entre los cuales cobran especial relevancia las consecuencias duraderas para la generación de ahorro financiero y sobre la inversión real derivados de la experiencia previa de inestabilidad. Segundo, se discutieron factores de índole microeconómica, tales como un bajo grado de competencia en el sector bancario, bajo desarrollo de inversionistas institucionales, débil protección de los inversionistas minoritarios y de los acreedores, exceso de carga de demanda de recursos por parte del sector público en relación con la capacidad de generación del sistema y elevados costos de transacción (tanto para el crédito bancario como en la emisión de títulos) asociados a mercados pequeños (“trampa de la pequeñez”). Tercero, se apunta a factores estructurales, entre los que se destacan la elevada presencia del sector informal, en ciertos casos, y la debilidad de las instituciones públicas que debieran desempeñar un rol clave en la corrección de las dificultades de orden microeconómico para acceder al crédito (programas para compensar los elevados costos de transacción, la falta de esquemas de garantías, entre otros) y como pionero en la creación y desarrollo de segmentos del mercado financiero cuyo surgimiento espontáneo es poco realista (por ejemplo, crédito de largo plazo para PYMES, leasing, capital de riesgo).

Las consecuencias de este cuadro pueden resumirse en dos: reducido financiamiento de la inversión (con el consiguiente impacto negativo sobre el crecimiento), y mayor fragilidad del sistema financiero por una inadecuada administración de los riesgos desde el punto de vista del conjunto de la economía. Como ha sido señalado, con frecuencia este cuadro será aún más agudo para empresas de menor tamaño y para países de menor desarrollo de sus instituciones de financiamiento.

Basado en este conjunto de consideraciones, se realiza en este documento una reflexión sobre los principales aspectos internos de una estrategia de desarrollo financiero orientada al fortalecimiento del financiamiento de la inversión en todo el espectro de tamaño de empresas. Así, se proponen dos orientaciones primarias complementarias: elevar la capacidad general del sistema para financiar operaciones de largo plazo por una parte, y por otra, aplicar políticas de fomento al acceso de las empresas de menor tamaño a los recursos del sistema. La necesaria complementariedad entre estas dos orientaciones nace, por un lado, de la naturaleza de los mercados financieros, que orientada por los estímulos de rentabilidad y riesgo lleva a que se desarrollen primero los segmentos más líquidos y de mayores posibilidades de control y diversificación de riesgos, los que más adelante pueden servir de base de apoyo para incursionar en nuevos segmentos de mercado. Por otro lado, la existencia de externalidades de información y las insuficiencias de mecanismos de cobertura de riesgos en el segmento del crédito a empresas de menor tamaño hace poco realista esperar que se verifique un desarrollo espontáneo significativo del crédito a estos sectores, lo que hace imprescindible la acción pública. Pero tampoco es realista suponer que se podrá expandir la cobertura del sistema financiero a dichas empresas si no existe previamente un desarrollo de los mercados más líquidos y con mejores posibilidades de control, cobertura y diversificación de riesgos. Existen, en suma, complementariedades y sinergias entre ambas orientaciones de desarrollo financiero.

En el área del aumento de la bancarización, se propone como eje principal una profundización de los esfuerzos que varios países de la región han desplegado a partir de los bancos públicos de fomento y las agencias de desarrollo en el establecimiento de fuentes de fondos de largo plazo, el desarrollo de esquemas de garantía y la creación de nuevos mercados de financiamiento. Se proponen además, sobre la base de la experiencia de la región, una serie de lecciones respecto de la modalidad de participación en el mercado de estas instituciones, las que en general se orientan a evitar su captura y fomentar la

recuperación de los créditos. Este esfuerzo público debe ser complementado mediante la promoción de un mayor grado de competencia en la industria bancaria.

En el área de mercado de capitales (acciones y bonos) se enfatizan los aspectos de desarrollo de inversionistas institucionales (compañías de seguro, fondos de pensiones, fondos de inversión y fondos mutuos) y el mejoramiento en los aspectos de gobernabilidad corporativa relativos a la protección de los minoritarios y de los derechos de los acreedores. Se señaló además la necesidad de examinar el papel desempeñado hasta ahora en el desarrollo del mercado por la emisión de deuda pública interna que, por los niveles alcanzados en comparación con otros países, podría estar presionando sobre una limitada capacidad de generación de ahorro financiero interno, resultando en alzas en las tasas de interés y en el desplazamiento de pequeñas y medianas empresas del acceso al crédito. También se mencionó la necesidad de examinar las estrategias de emisión de deuda interna, con el objeto de hacerla armónica con el desarrollo de un mercado orientado a las necesidades de financiamiento de la inversión. Por último, se destacó el potencial de estos mercados para cubrir las necesidades de recursos de largo plazo de medianas empresas y de empresas innovadoras. En efecto, en la experiencia mundial el capital de riesgo ha sido el lugar de acceso a recursos de capital para estas empresas, experiencia que en un grado incipiente ha comenzado a ser aplicada por la región. Debe notarse además que el desarrollo de instituciones de tipo bursátil ha dado pie en ciertos casos a la creación de otros mercados, tales como las bolsas de productos agrícolas, proveyendo así financiamiento al capital de trabajo de pequeños productores. En consecuencia, no debe descartarse el potencial que estos nuevos mercados tienen para proveer capital a empresas medianas e innovadoras.

En síntesis, el fortalecimiento del financiamiento de la inversión en la región supone un esfuerzo en múltiples frentes. En este documento se ha intentado destacar los principales problemas internos que se han traducido hasta ahora en una insuficiente generación e intermediación de recursos por parte del sistema financiero para ser invertidos por empresas grandes, medianas y pequeñas. Los temas abordados son variados y las propuestas, cuyos principales aspectos se han abordado aquí, son emprendimientos cuyo resultado, al igual que la inversión, sólo se apreciarán en el largo plazo.

Bibliografía

- _____ Acemoglu, Daron, Simon Johnson, James Robinson e Yuyong Thacharoen, *Institutional causes, macroeconomic symptoms: volatility, crises and growth*, Journal of Monetary Economics, 50, 2003, Elsevier.
- _____ Asociación Latinoamericana de Instituciones Financieras para el Desarrollo, ALIDE, *Liberalización financiera y banca de desarrollo*, Lima, Perú. 1993.
- _____ Bank of International Settlements, *BIS statistical database*.
- _____ Bank of International Settlements, *The development of bond markets in emerging economies*. BIS Papers 11, 2002.
- _____ Bank of International Settlements, *Financial stability and local currency bond markets*, Committee on the Global Financial System CGFS Papers, N° 28, 2007.
- _____ Borensztein, Eduardo, Barry Eichengreen y Ugo Panizza, *Bonds Markets in Latin America*, MIT Press, 2008.
- _____ BOVESPA, 2006 a, Novo Mercado, São Paulo.
- _____ BOVESPA, 2006 b, Nivel 1, São Paulo.
- _____ BOVESPA, 2006 c, Nivel 2, São Paulo.
- _____ BOVESPA, 2006 d, Bovespa Mais, São Paulo.
- _____ CEPAL, *Estudio Económico de América Latina 2008-2009 (2009 a)*.
- _____ CEPAL, *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe 2009 (2009 b)*.
- _____ CEPAL, *Estudio Económico de América Latina 2009-2010*, 2010.
- _____ Claessen, Stijn, Daniela Klingenberg y Sergio Schmukler, *Government bonds in domestic and foreign currency: The role of macroeconomic and institutional factors*, CEPR Discussion Papers N° 3789, 2003.
- _____ De la Torre, Augusto, y Sergio Schmukler, *Whither Latin American Capital Markets?*, The World Bank, 2004.
- _____ Easterly, William y Ross, Levine. Tropics, germs and crops: How endowments influence economic development. Journal of Monetary Economics 50, Elsevier, 2003.

- ____ Eichengreen, Barry y Pipat Leungnareumitchai, *Why doesn't Asia have bigger bonds markets?*, NBER Working paper N° 10576, 2004.
- ____ Fondo Monetario Internacional, *Global Financial Stability Report*, Septiembre, (2005 a) 2005.
- ____ Fondo Monetario Internacional, *Global Financial Stability Report*, Abril, (2005 b) 2005.
- ____ Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas Financieras Internacionales database*.
- ____ Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas de Balanza de Pagos database*.
- ____ Gelos, Gaston, *Banking spreads in Latin America*, IMF Working Paper 06/44, 2006.
- ____ Jiménez, Luis Felipe, *Capital de riesgo y innovación en América Latina*, Revista de la CEPAL, N° 96.
- ____ Kacef, Osvaldo y Sandra Manuelito, *El ingreso nacional bruto disponible*, Serie Macroeconomía del Desarrollo, N. 69, CEPAL, 2008.
- ____ Santana, María Helena, *Novo Mercado: The Brazilian Experience*, IFC Global Corporate Governance Forum, 2007.
- ____ Stallings, Barbara. *Financiamiento para el desarrollo: América Latina desde una perspectiva comparada*. Libros de la CEPAL 90. 2006
- ____ World Bank y IMF . *Developing Government Bond Markets*. 2001
- ____ World federation of exchanges database.
- ____ Zervos, Sara, *The transaction cost of primary markets issuance: the case of Brazil, Chile and Mexico*, World Bank Policy Research Paper N. 3424, Washington DC, 2004.



NACIONES UNIDAS

Serie

C E P A L

macroeconomía del desarrollo

Números publicados

Un listado completo así como los archivos pdf están disponibles en

www.cepal.org/publicaciones

107. Los mercados financieros en América Latina y el financiamiento de la inversión: hechos estilizados y propuestas para una estrategia de desarrollo, Sandra Manuelito y Luis Felipe Jiménez (LC/L.3270-P), N° de venta: S.10.II.G.76 (US\$10.00), 2010.
106. Estimación del crecimiento potencial de América Latina, Claudio Aravena (LC/L.3269-P), N° de venta: S.10.II.G.75 (US\$10.00), 2010.
105. La variabilidad y la persistencia de los precios reales de los principales productos básicos de exportación de los países latinoamericanos, Omar D. Bello, Fernando Cantú, Rodrigo Heresi (LC/L.3258-P), N° de venta: S.10.II.G.63, (US\$10.00), 2010.
104. Enfoque de género en las instituciones laborales y las políticas del mercado de trabajo en América Latina, Roxana Maurizio (LC/L.3230-P), N° de venta: S.10.II.G.34 (US\$10.00), 2010.
103. Papel de los sindicatos y la negociación colectiva y su impacto en la eficiencia y la equidad del mercado de trabajo, Patricio Frías Fernández (LC/L.3210-P), N° de venta: S.10.II.G.24 (US\$10.00), 2010.
102. Sobre la evolución del gasto público social en América Latina y su papel para la estabilización económica, Ramiro Ruiz del Castillo (LC/L.3208-P), N° de venta: S.10.II.G.22 (US\$10.00), 2010.
101. Indicadores adelantados para América Latina, Fernando Cantú, Alejandra Acevedo y Omar Bello (LC/L.3195-P), N° de venta: S.10.II.G.70, (US\$10.00), 2010.
100. El empleo en la crisis: efectos y políticas, Víctor E. Tokman (LC/L.3153-P), N° de venta: S.09.II.G.126, (US\$10.00), 2009.
99. Seguros de desempleo y reformas recientes en América Latina, Mario Velásquez P, (LCL.3144-P), N° de venta: S.09.II.G.117, (US\$10.00), 2009.
98. Magnitud y heterogeneidad: políticas de fomento del empleo juvenil y las micro y pequeñas empresas, Juan Chacaltana (LC/L.3143-P), N° de venta: S.09.II.G.116, (US\$10.00), 2009.
97. Rigideces y espacio fiscal en América Latina. Un estudio de experiencias comparadas (inglés), Oscar Cetrángolo, Juan Pablo Jiménez, Ramiro Ruiz del Castillo (LC/L.3136I-P), N° de venta: E.09.II.G.111 (US\$10.00), 2009.
96. Políticas activas del mercado de trabajo en Colombia, México y Perú, Stéfano Farné (LC/L.3118-P), N° de venta: S.09.II.G.97, (US\$10.00), 2009.

- 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@cepal.org.

Nombre:

Actividad:

Dirección:

Código postal, ciudad, país:

Tel.: Fax: E.mail: