

# FINANCIAMIENTO PARA EL DESARROLLO

## El sistema financiero en América Latina y el Caribe

Una caracterización

Cecilia Vera  
Daniel Titelman



NACIONES UNIDAS

CEPAL

# FINANCIAMIENTO PARA EL DESARROLLO

## El sistema financiero en América Latina y el Caribe

Una caracterización

Cecilia Vera  
Daniel Titelman



NACIONES UNIDAS

CEPAL

Este documento fue preparado por Cecilia Vera, Oficial de Asuntos Económicos y Daniel Titelman, Director de la División de Financiamiento para el Desarrollo de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

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 1564-4197

LC/L.3746

Copyright © Naciones Unidas, diciembre de 2013. 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

---

<b>Introducción</b> .....	7
<b>I. Inclusión financiera en los países de América Latina y el Caribe: algunos indicadores</b> .....	9
A. Individuos .....	9
B. Empresas .....	12
<b>II. Componentes de los sistemas financieros en América Latina y el Caribe: algunos hechos estilizados</b> .....	15
A. Sistemas bancarios .....	16
1. Los sistemas bancarios son poco profundos .....	16
2. La cartera de préstamos del sistema bancario se orienta hacia el corto plazo .....	19
B. Mercados accionarios .....	20
1. El mercado accionario es poco profundo .....	20
2. El mercado accionario es poco líquido .....	21
3. El acceso a los mercados accionarios está limitado a pocas empresas grandes .....	22
4. Algunas empresas de países latinoamericanos recurren a emisiones en mercados accionarios de otros países .....	23
C. Los mercados de bonos .....	24
1. Los mercados de bonos son poco profundos y están dominados por bonos del sector público .....	24
2. Los mercados de bonos son poco líquidos .....	26
D. Otros actores y mercados relevantes .....	26
1. Préstamos de la banca extranjera a países de América Latina y el Caribe .....	26
2. Inversores institucionales .....	28
3. Mercados de derivados .....	33
<b>III. Conclusiones</b> .....	35
<b>Bibliografía</b> .....	37
<b>Serie Financiamiento para el Desarrollo: números publicados</b> .....	38

**Índice de cuadros**

CUADRO 1	AMÉRICA LATINA (PAÍSES SELECCIONADOS): DIFERENCIALES ENTRE TASAS ORDINARIAS Y PREFERENCIALES .....	14
----------	--	----

**Índice de gráficos**

GRÁFICO 1	AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE Y OTRAS REGIONES SELECCIONADAS: POBLACIÓN (>15 AÑOS) CON CUENTA EN INSTITUCIONES FINANCIERAS FORMALES .....	10
GRÁFICO 2	AMÉRICA LATINA (PAÍSES SELECCIONADOS): POBLACIÓN (>15 AÑOS) CON CUENTA EN INSTITUCIONES FINANCIERAS FORMALES .....	10
GRÁFICO 3	AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE Y OTRAS REGIONES SELECCIONADAS: PORCENTAJE DE LA POBLACIÓN CON CUENTA EN INSTITUCIONES FINANCIERAS FORMALES SEGÚN NIVEL DE INGRESO, 2011 .....	11
GRÁFICO 4	AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE Y OTRAS REGIONES SELECCIONADAS: PORCENTAJE DE LA POBLACIÓN (>15 AÑOS) QUE UTILIZA TARJETAS DE CRÉDITO Y DÉBITO .....	11
GRÁFICO 5	AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE Y OTRAS REGIONES SELECCIONADAS: PORCENTAJE DE EMPRESAS QUE CUENTAN CON UN PRÉSTAMO O LÍNEA DE CRÉDITO, 2011 .....	12
GRÁFICO 6	PORCENTAJE DE EMPRESAS CON CRÉDITO BANCARIO O LÍNEA DE CRÉDITO .....	13
GRÁFICO 7	SUBREGIONES DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: VALOR PROMEDIO DEL COLATERAL EXIGIDO PARA UN PRÉSTAMO .....	14
GRÁFICO 8	PROFUNDIDAD FINANCIERA EN REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS .....	16
GRÁFICO 9	AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE Y OTRAS REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS: CRÉDITO DOMÉSTICO DEL SISTEMA BANCARIO .....	16
GRÁFICO 10	AMÉRICA LATINA (PAÍSES SELECCIONADOS): PROFUNDIDAD DEL SECTOR BANCARIO .....	17
GRÁFICO 11	AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE Y OTRAS REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS: CRÉDITO DOMÉSTICO AL SECTOR PRIVADO .....	17
GRÁFICO 12	AMÉRICA LATINA (PAÍSES SELECCIONADOS): CRÉDITO DOMÉSTICO AL SECTOR PRIVADO .....	18
GRÁFICO 13	AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (PAÍSES SELECCIONADOS): RATIO ENTRE CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO Y DEPÓSITOS .....	18
GRÁFICO 14	AMÉRICA LATINA: EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO SEGÚN TIPO DE BANCO .....	19
GRÁFICO 15	AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE Y OTRAS REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS: COMPOSICIÓN DEL CRÉDITO BANCARIO .....	19
GRÁFICO 16	AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE Y OTRAS REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS: CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL .....	20
GRÁFICO 17	AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (PAÍSES SELECCIONADOS): CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL .....	21
GRÁFICO 18	AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE Y OTRAS REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS: LIQUIDEZ EN LOS MERCADOS ACCIONARIOS .....	22
GRÁFICO 19	AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (PAÍSES SELECCIONADOS): LIQUIDEZ EN LOS MERCADOS ACCIONARIOS .....	22
GRÁFICO 20	AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE Y OTRAS REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS .....	23
GRÁFICO 21	AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE Y OTRAS REGIONES DEL MUNDO EMERGENTE: ANUNCIOS DE EMISIONES INTERNACIONALES DE ACCIONES .....	24
GRÁFICO 22	AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (PAÍSES SELECCIONADOS): ANUNCIOS DE EMISIONES INTERNACIONALES DE ACCIONES .....	24

GRÁFICO 23	AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE Y OTRAS REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS: COMPOSICIÓN DE LOS MERCADOS DE BONOS .....	25
GRÁFICO 24	AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (PAÍSES SELECCIONADOS): RELEVANCIA DE LOS MERCADOS DE BONOS PRIVADOS .....	25
GRÁFICO 25	EMISIÓN DE DEUDA EXTERNA ANUAL EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE, POR TIPO DE EMISOR .....	26
GRÁFICO 26	AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (30 PAÍSES): PRÉSTAMOS DE LA BANCA EXTRANJERA SEGÚN SECTOR INSTITUCIONAL RECEPTOR .....	27
GRÁFICO 27	AMÉRICA LATINA (PAÍSES SELECCIONADOS): PRÉSTAMOS DE LA BANCA EXTRANJERA SEGÚN SECTOR INSTITUCIONAL RECEPTOR .....	27
GRÁFICO 28	AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE Y OTRAS REGIONES SELECCIONADAS: PRÉSTAMOS BANCARIOS INTERNACIONALES HACIA EL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO .....	28
GRÁFICO 29	AMÉRICA LATINA (PAÍSES SELECCIONADOS): ACTIVOS ADMINISTRADOS POR LOS FONDOS DE PENSIONES .....	29
GRÁFICO 30	AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE Y OTRAS REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS: ACTIVOS DE LOS FONDOS DE PENSIONES .....	29
GRÁFICO 31	AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE Y OTRAS REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS: ACTIVOS DE LOS FONDOS MUTUOS .....	30
GRÁFICO 32	AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE Y OTRAS REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS: ACTIVOS DE LAS COMPAÑÍAS DE SEGUROS .....	30
GRÁFICO 33	AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (PAÍSES SELECCIONADOS): ACTIVOS DE LOS FONDOS MUTUOS .....	31
GRÁFICO 34	AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (PAÍSES SELECCIONADOS): ACTIVOS DE LAS COMPAÑÍAS DE SEGUROS .....	31
GRÁFICO 35	AMÉRICA LATINA (PAÍSES SELECCIONADOS): COMPOSICIÓN DE LA CARTERA DE LOS FONDOS DE PENSIONES .....	32
GRÁFICO 36	AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE Y OTROS PAÍSES SELECCIONADOS: INVERSIONES DE LOS FONDOS DE CAPITAL PRIVADO Y CAPITAL DE RIESGO .....	33
GRAFICO 37	PAÍSES SELECCIONADOS: <i>TURNOVER</i> DIARIO EN LOS MERCADOS DE DERIVADOS .....	34



## Introducción

---

Un desafío importante que todavía enfrentan los países de América Latina y el Caribe es el de lograr un mayor desarrollo de sus sistemas financieros, entendiendo por esto en primer lugar la capacidad de los mismos de canalizar el ahorro hacia el financiamiento productivo y la inversión —contribuyendo de esa forma al logro de mayores tasas de crecimiento en las economías— y en segundo lugar la capacidad de ser inclusivos brindando acceso a servicios financieros a mayores segmentos del entramado productivo y de los hogares que hoy en día permanecen por fuera.

Un sistema financiero más desarrollado en la región sería uno que lograra dar cuenta de la gran heterogeneidad estructural que caracteriza las estructuras productivas, es decir que fuera capaz de proveer instrumentos o servicios acordes a esas realidades heterogéneas de los actores del entramado productivo permitiendo una mejor asignación de recursos y una mayor diversificación y cobertura de riesgos. En ese sentido, un requisito primordial para lo anterior sería la existencia de suficientes instrumentos y mecanismos para hacer frente a las distintas necesidades de ahorro y de financiamiento que puedan presentar los distintos agentes.

La mayor disponibilidad de instrumentos y mercados —con el tamaño y la liquidez suficiente— provee a los agentes de un conjunto mayor de opciones para acceder a las finanzas. En particular por ejemplo, en los sistemas financieros desarrollados, las firmas cuentan con diferentes instrumentos y mecanismos de financiamiento acorde con las diferentes necesidades financieras que surgen a lo largo de su ciclo de vida desde financiación especializada como el capital de riesgo o capital privado en las fases iniciales al financiamiento de capital en los mercados accionarios en la fase más avanzada del ciclo, pasando por distintos tipos de préstamos o crédito y financiamiento del capital de trabajo entre otros.

Pero más allá del tema de la existencia de distintos mercados e instrumentos disponibles con tamaño y liquidez suficiente otro de los aspectos clave de un mayor desarrollo financiero es el de la inclusividad. Bajo esta óptica, existe una consciencia creciente de que la capacidad de los sistemas financieros de apoyar procesos de crecimiento económico y social sostenibles depende no solo de su habilidad de movilizar grandes montos de recursos y de canalizarlos de forma eficiente hacia las mejores oportunidades de inversión sino también de su capacidad de ser inclusivos en el sentido de brindar acceso a servicios financieros a un conjunto amplio de individuos y empresas.

En los países de América Latina y el Caribe, tanto el desafío de contar con una variedad suficiente de mercados e instrumentos para hacer frente a las necesidades financieras de una multiplicidad de agentes como el desafío de lograr la inclusión financiera de una gran proporción de la población de individuos y empresas son tareas que están en general pendientes.

Los sistemas financieros en América Latina y el Caribe exhiben problemas de segmentación excluyendo a amplios segmentos del sector productivo tales como las empresas pequeñas y medianas así como también a los individuos ubicados en la parte inferior de la escala de ingresos con consecuencias evidentemente muy adversas en términos de pobreza y desigualdad.

La estructura de los sistemas financieros tiende a estar dominada por el subsistema bancario con préstamos que en general son de plazos cortos y consecuentemente no se ajustan del todo bien a las necesidades de financiamiento para proyectos de inversión de las firmas. Además los mercados de crédito bancario están segmentados y son las empresas de mayor tamaño las que en general acceden a las colocaciones de créditos. Las pequeñas y medianas empresas, por no contar con colaterales suficientes y debido a su reducido tamaño no son en su gran mayoría objeto de crédito por parte del sistema.

El financiamiento por la vía de créditos bancarios externos, si bien ha crecido algo en los últimos tiempos lo ha hecho menos que en otras regiones y además también tiende a estar dirigido a las empresas de mayor tamaño de la región, quedando excluidas nuevamente aquí las más pequeñas.

Más allá del sistema bancario, a nivel de los sistemas financieros de los países de la región existen otros mercados que proveen financiamiento al sector productivo pero que también son excluyentes.

Por ejemplo, los mercados accionarios —que ofrecen recursos de capital de largo y por ende se ajustan mejor a la naturaleza de los proyectos de inversión— están poco desarrollados en la mayoría de los países de la región y el acceso a los mismos permanece en general limitado a —y concentrado en— un número reducido de empresas grandes sin que se haya generalizado esta forma de financiamiento a las empresas de menor envergadura.

En lo relativo a los mercados de títulos de deuda, estos están dominados por los bonos del Sector Público mientras que los bonos de deuda corporativa no son instrumentos de uso común por parte de las empresas para el financiamiento de la inversión en la mayoría de los países. Por ello los mercados de bonos privados permanecen en general poco profundos en términos relativos y también poco líquidos.

En los últimos tiempos han venido cobrando relevancia en varios países de la región algunas formas de inversores institucionales tales como los Fondos de Pensiones, Fondos Mutuos y Compañías de Seguros. Estos tipos de inversores, dada su estructura de pasivos, son demandantes naturales de activos de largo plazo y por ende podrían contribuir a desarrollar los mercados tanto accionarios como de deuda corporativa de mediano y largo plazo.

En América Latina sin embargo ha sido tradicionalmente el caso que estos inversores han colocado partes significativas de sus carteras en activos de los Gobiernos y/o en depósitos bancarios con lo cual han quedado disponibles porciones menores de sus carteras para inversiones en instrumentos de deuda de empresas y en participaciones de capital de las mismas. Por lo tanto el grado en que estos agentes han contribuido al desarrollo de los mercados accionarios y de deuda corporativa ha sido en ese sentido menor al potencial.

En este informe se realiza en primer lugar (capítulo I) un análisis de los sistemas financieros de la región en lo que respecta al grado de inclusión que exhiben los mismos. Se evalúa el grado en que los sistemas financieros de América Latina y el Caribe brindan acceso a empresas de distintos tamaños así como también a individuos de distintos niveles de ingreso comparando la realidad de la región con la de otras regiones tanto desarrolladas como en desarrollo.

En segundo lugar (capítulo II) se presentan algunos hechos estilizados que caracterizan a los distintos componentes de los sistemas financieros en de los países de la región (sistema bancario, mercado accionario, mercados de bonos públicos y privados entre otros instrumentos y mercados) haciéndose especial énfasis en cómo estos subsistemas están en la actualidad contribuyendo o no a cubrir las necesidades financieras de los agentes. Por último el capítulo III presenta unas breves conclusiones.

## I. Inclusión financiera en los países de América Latina y el Caribe: algunos indicadores

---

Un requisito para que los sistemas financieros sean funcionales a un desarrollo económico y social sostenible es el de la inclusividad.

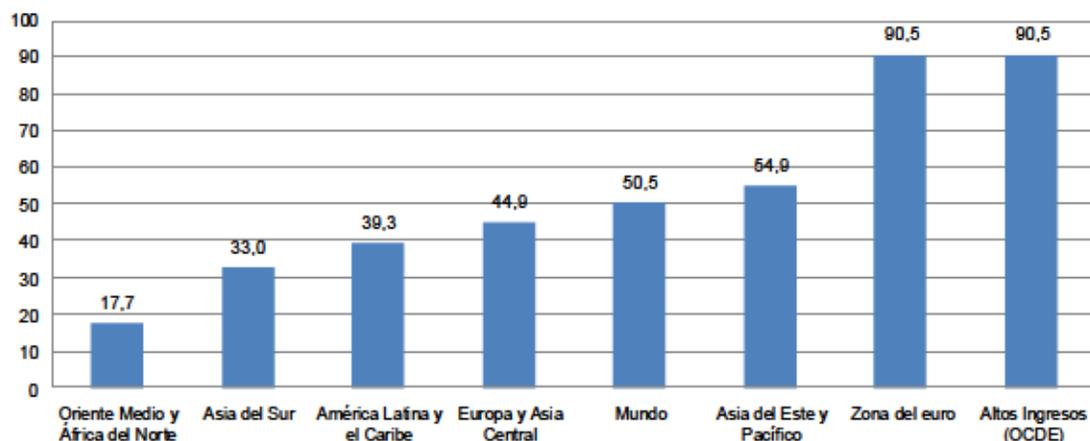
En los sistemas financieros no inclusivos son las firmas pequeñas y los individuos de menores ingresos quienes no logran acceder a servicios financieros. Esto a su vez constituye un mecanismo que refuerza las desigualdades ya que estos agentes deben apoyarse únicamente en sus recursos propios para todo desde su propia educación, hasta poner un negocio, o invertir en una oportunidad ventajosa por ejemplo (GDF 2013). Por el contrario, un sistema financiero inclusivo sí provee acceso a servicios financieros a estos sectores de la población y de las empresas y con ello contribuye por lo tanto a la reducción de la pobreza y de la desigualdad.

En América Latina y el Caribe, tal como se mencionó, la inclusividad del sistema financiero es todavía un asunto que demanda respuestas de política económica.

### A. Individuos

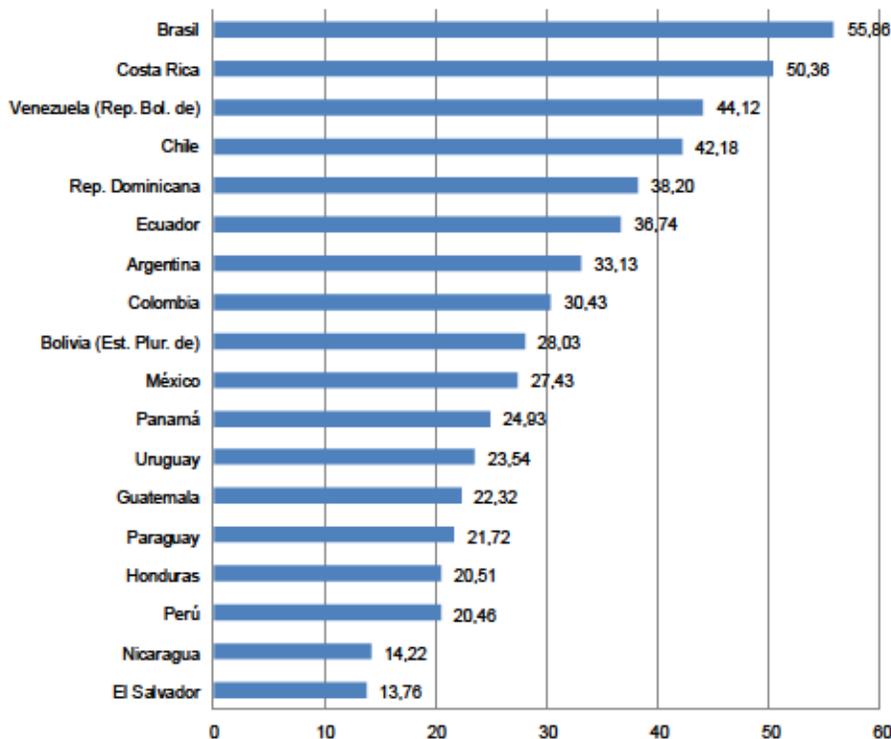
Uno de los indicadores utilizados para medir el acceso a servicios financieros por parte de los individuos es el que mide la proporción de adultos en la economía que declaran contar con una cuenta en una institución financiera formal. Para las economías de altos ingresos de la OCDE y para las de la Eurozona este indicador se ubica en promedio en más del 90% indicando un acceso casi completo. En América Latina y el Caribe por el contrario el indicador es menor al 40% en promedio con importantes diferencias entre países (véanse los gráficos 1 y 2).

**GRÁFICO 1**  
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE Y OTRAS REGIONES SELECCIONADAS: POBLACIÓN (>15 AÑOS) CON CUENTA EN INSTITUCIONES FINANCIERAS FORMALES**  
*(En porcentajes, 2011)*



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), División de Financiamiento para el Desarrollo en base al Banco Mundial, 2012.

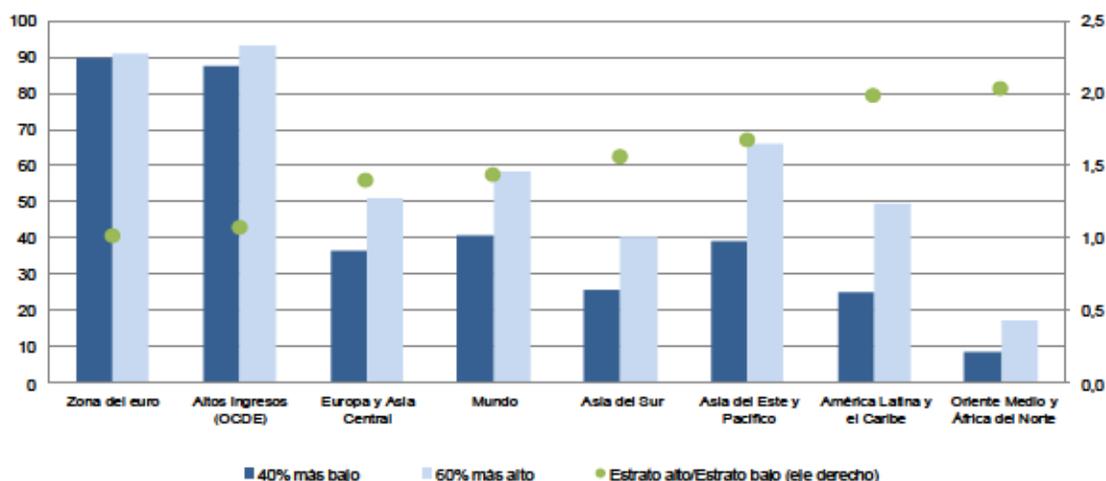
**GRÁFICO 2**  
**AMÉRICA LATINA (PAÍSES SELECCIONADOS): POBLACIÓN (>15 AÑOS) CON CUENTA EN INSTITUCIONES FINANCIERAS FORMALES**  
*(En porcentajes, 2011)*



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), División de Financiamiento para el Desarrollo en base al Banco Mundial, 2012.

Tal como se mencionó, uno de los principales problemas en los sistemas financieros no inclusivos es el hecho que son los individuos de menores ingresos los que se ven más perjudicados. En América Latina y el Caribe por ejemplo, el acceso a cuentas en instituciones formales por parte del 60% de la población de mayor ingreso es el doble que el acceso por parte del 40% de la población de menor ingreso. Esta falta de acceso a servicios financieros por parte de los individuos más pobres refuerza las inequidades en un círculo vicioso que los condena a una constante situación de vulnerabilidad.

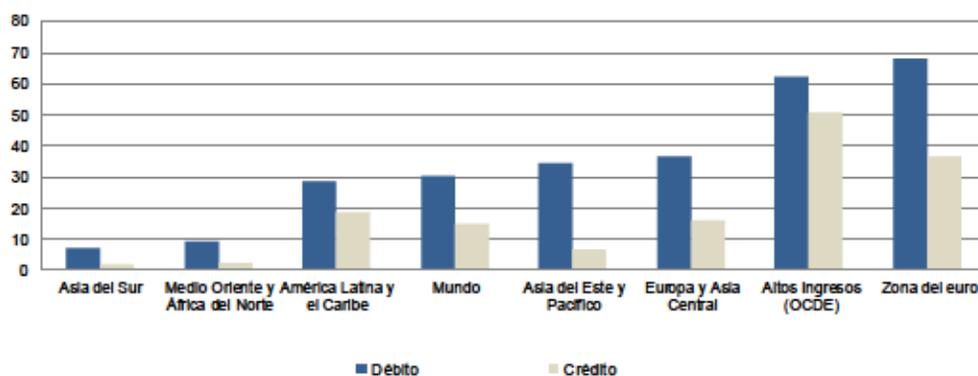
**GRÁFICO 3**  
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE Y OTRAS REGIONES SELECCIONADAS: PORCENTAJE DE LA POBLACIÓN CON CUENTA EN INSTITUCIONES FINANCIERAS FOMALES SEGÚN NIVEL DE INGRESO, 2011**



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), División de Financiamiento para el Desarrollo en base a Banco Mundial, 2012.

Si se toman otros indicadores de acceso tales como el porcentaje de individuos mayores de 15 años de edad que utiliza tarjetas de crédito o de débito se observa una historia muy similar. En los países más avanzados los porcentajes de utilización son mucho mayores que en las regiones en desarrollo incluida América Latina y el Caribe donde menos del 30% de los individuos utiliza tarjetas de débito y menos del 20% utiliza tarjetas de crédito (véase el gráfico 4).

**GRÁFICO 4**  
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE Y OTRAS REGIONES SELECCIONADAS: PORCENTAJE DE LA POBLACIÓN (>15 AÑOS) QUE UTILIZA TARJETAS DE CRÉDITO Y DÉBITO**



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), División de Financiamiento para el Desarrollo en base a Banco Mundial, 2012.

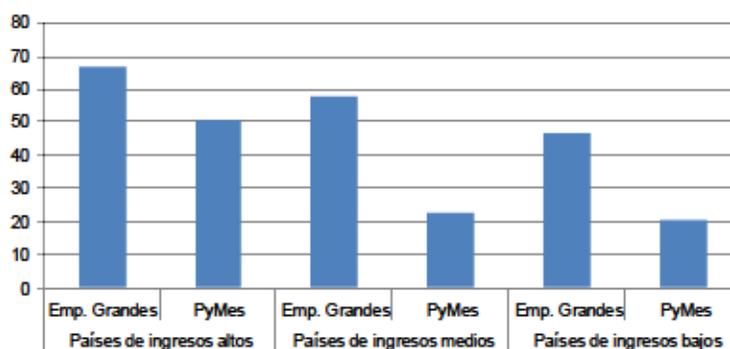
## B. Empresas

A nivel mundial las empresas pequeñas —asi como las empresas nuevas— son las que en mayor medida identifican en las encuestas al acceso al financiamiento como un obstáculo severo que enfrentan. Para las empresas de mayor tamaño por el contrario ese no constituye un obstáculo de relevancia (WEF, Financial Development Report 2010).

A pesar que el problema del acceso a financiamiento está presente en economías de todos los niveles de ingreso, el mismo es más acentuado en los países en desarrollo que en las economías avanzadas de mayor ingreso per cápita. Si se toma un indicador que mide el porcentaje de empresas que cuentan con un préstamo o línea de crédito, el acceso es siempre mayor para las empresas grandes que para las pymes.

Además esta diferencia en el acceso es mayor en las economías de ingreso medio y bajo que en las economías de altos ingresos (véase el gráfico 5).

**GRÁFICO 5**  
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE Y OTRAS REGIONES SELECCIONADAS: PORCENTAJE DE EMPRESAS QUE CUENTAN CON UN PRÉSTAMO O LÍNEA DE CRÉDITO, 2011



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), División de Financiamiento para el Desarrollo en base a G-20 Basic set of Financial Inclusion Indicators, Banco Mundial (Abril 2013).

Nota: Las empresas grandes están definidas como aquellas con 100 o más empleados y las PyMes como aquellas con 5 a 99 empleados.

Cuando el acceso a financiamiento externo a la empresa es limitado, la capacidad productiva de las firmas y su habilidad de crecer y prosperar también se ve restringida en tanto deben conducir sus operaciones únicamente recurriendo a financiamiento mediante fondos propios.

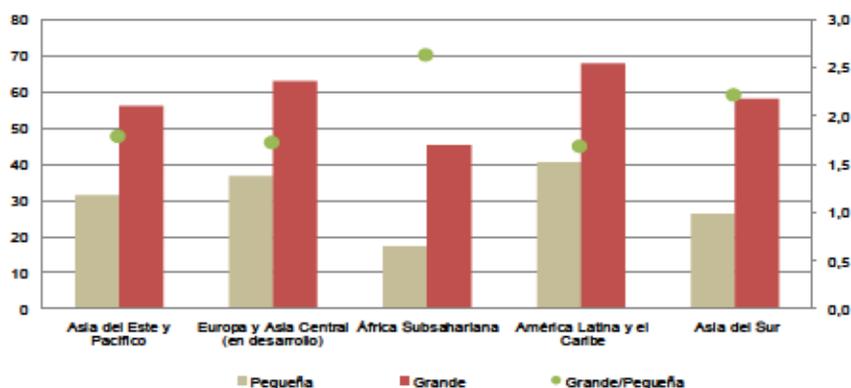
Esto da lugar a círculos viciosos que mantienen a las unidades productivas de menor tamaño en un constante estado de vulnerabilidad y bajo crecimiento con las inmensas consecuencias que ello conlleva en términos de pobreza y desigualdad social (Comisión Económica para América Latina y el Caribe, 2012).

En este sentido, el acceso al sistema financiero por parte de las empresas de menor tamaño —las pequeñas y medianas empresas (PyMes)— debiera constituir una preocupación central de la política económica de los países de América Latina y el Caribe tanto por temas relativos a la equidad como por el hecho de que estas empresas constituyen agentes fundamentales del entramado productivo y del empleo en la región<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> CEPAL/BID/OEA (2011).

En América Latina y el Caribe el problema del acceso a financiamiento por parte de las empresas pequeñas se evidencia en que solo un 40% de las mismas declara contar con un crédito bancario o línea de crédito. Por el contrario, para las empresas grandes esa cifra se eleva a casi el 70% (véase el gráfico 6).

GRÁFICO 6  
PORCENTAJE DE EMPRESAS CON CRÉDITO BANCARIO O LÍNEA DE CRÉDITO  
(En porcentajes, 2011)



Fuente: G-20 Basic set of Financial Inclusion Indicators, Banco Mundial.

Las brechas de inclusión financiera entre firmas de mayor y menor tamaño se explican, entre otros factores, por mercados financieros sujetos a fallas de mercado, problemas de información asimétrica y el imperfecto control y monitoreo de los contratos de deuda y crédito (CAF, 2011).

En el caso del crédito bancario por ejemplo, los costos de transacción que implica evaluar procesar y monitorear créditos al ser costos fijos son decrecientes de acuerdo al tamaño de los créditos lo que hace que prestarle a las pequeñas empresas resulte comparativamente más costoso para los bancos (WEF, Financial Development Report 2010).

Lo anterior se traduce en que las empresas pequeñas recibirán —en el mejor de los casos en que no se les niegue el crédito— préstamos por montos generalmente pequeños, a tasas de interés notoriamente mayores que las empresas más grandes, con mayores exigencias de colaterales y normalmente a plazos no muy largos de forma que la institución financiera no quede expuesta a grandes riesgos.

El cuadro 1 muestra los diferenciales de tasas de interés que existen entre las tasas preferenciales (que normalmente rigen para empresas de mayor envergadura) y las tasas ordinarias que rigen para las empresas de menor tamaño. A su vez, el gráfico 7 muestra cómo el valor del colateral exigido para otorgar préstamos a las empresas pequeñas es mucho mayor que el exigido a las empresas de mayor tamaño.

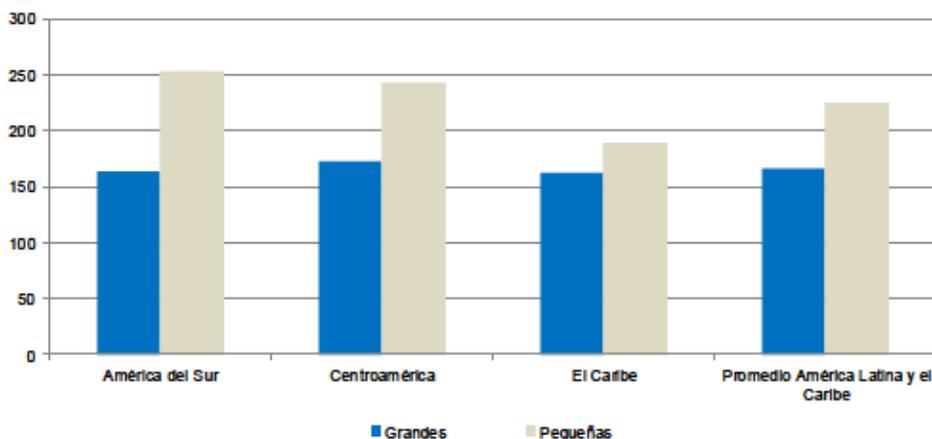
**CUADRO 1**  
**AMÉRICA LATINA (PAÍSES SELECCIONADOS): DIFERENCIALES**  
**ENTRE TASAS ORDINARIAS Y PREFERENCIALES**  
*(Puntos porcentuales)*

Año	Países			
	Brasil	Colombia	Uruguay	Venezuela (República Bolivariana de)
2000	...	3,6	...	...
2001	16,0	5,7	...	...
2002	18,8	6,0	...	...
2003	17,6	7,0	...	...
2004	14,5	6,5	...	...
2005	14,2	6,5	...	...
2006	14,3	5,9	...	...
2007	12,6	4,1	2,9	...
2008	11,8	2,6	2,0	6,8
2009	9,9	2,9	4,2	4,3

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Bancos Centrales.

Notas: Brasil: Corresponde a la diferencia entre la tasa activa promedio y la tasa promedio a las personas jurídicas. 2009: enero a septiembre. Colombia: Tasa ordinaria menos tasa preferencial. 2009: enero a septiembre. Uruguay: Diferencia entre la tasa para micro y pequeñas empresas y la tasa para las grandes y medianas empresas. 2007: Junio a diciembre; 2009: enero a agosto. Venezuela: Tasa industrial no preferencial menos tasa industrial preferencial. 2009: enero a septiembre.

**GRÁFICO 7**  
**SUBREGIONES DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: VALOR PROMEDIO DEL**  
**COLATERAL EXIGIDO PARA UN PRÉSTAMO**  
*(En porcentajes del valor del préstamo)*



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), División de Financiamiento para el Desarrollo en base a Enterprise Surveys, Banco Mundial.

## II. Componentes de los sistemas financieros en América Latina y el Caribe: algunos hechos estilizados

---

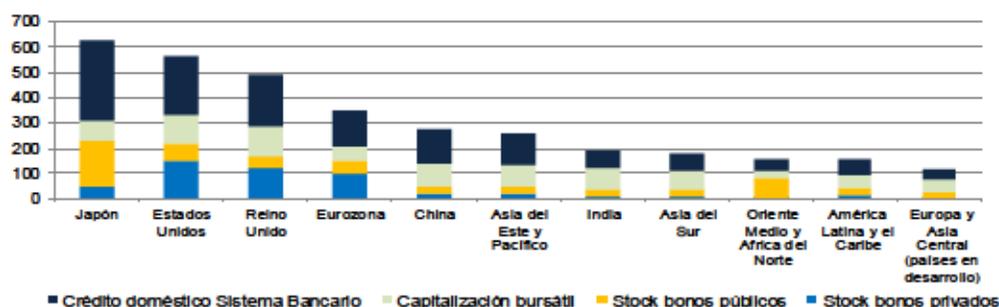
Las formas que toman las necesidades de financiamiento del sector productivo son variables en cada etapa de la vida de las empresas partiendo desde el capital semilla y el financiamiento para los *start-ups*, pasando por el financiamiento del capital de trabajo y las inversiones y llegando hasta el financiamiento de ampliaciones de capital para poder crecer y desarrollarse.

Sin embargo, en América Latina, dado el escaso desarrollo de los componentes del sistema financiero en general los fondos disponibles para que el sector productivo cubra esas necesidades son muy bajos. Esto es así tanto para el financiamiento de capital a través del mercado accionario como para el financiamiento a través de deuda bancaria o a través de títulos corporativos.

El tamaño —o profundidad— del sistema financiero de América Latina en su conjunto —incluyendo los créditos domésticos del sistema bancario, la capitalización bursátil y el stock de títulos de deuda pública y privada— se situó para el periodo 2006-2011 en alrededor de un 150% del PIB regional.

En promedio para la región dentro de los activos financieros existe predominio del sistema bancario con créditos domésticos equivalentes a poco más del 60% del PIB regional seguido del mercado accionario con un tamaño promedio de 50% del PIB. El stock de títulos de deuda pública se ubica en alrededor de 30% del PIB y el stock de deuda privada por su parte es menor al 10% del PIB. Esto último, como se verá más adelante, constituye una diferencia importante con los países desarrollados donde esta modalidad de financiamiento por parte de las empresas está muy extendida (véase el gráfico 8).

**GRÁFICO 8**  
**PROFUNDIDAD FINANCIERA EN REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS**  
*(Tamaño de algunos activos financieros en porcentajes del PIB, 2006-2011)*



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), División de Financiamiento para el Desarrollo en base a datos de Banco Mundial, WDI y GFDD.

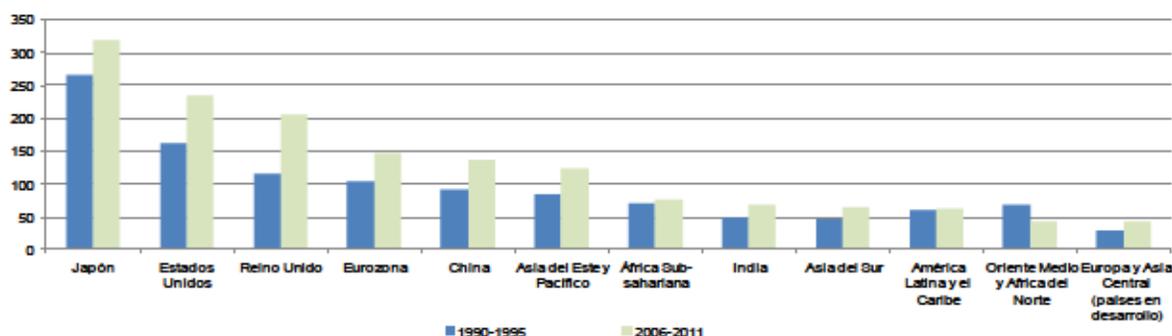
A continuación se caracterizan con más detalle los distintos componentes de los sistemas financieros de los países de la región incluyendo los sistemas bancarios, los mercados de acciones y de bonos y algunos otros actores y mercados que con el correr del tiempo han ido cobrando alguna relevancia en la región.

## A. Sistemas bancarios

### 1. Los sistemas bancarios son poco profundos

A pesar que en América Latina y el Caribe el componente del sistema financiero que predomina es el sistema bancario, desde una perspectiva comparada aún ese componente presenta menor profundidad que en varios países desarrollados y regiones en desarrollo. Si se tiene en cuenta el crédito doméstico total provisto por el sistema bancario se evidencia que este es bajo en la comparación internacional y que, a diferencia de otras regiones, el mismo casi no ha aumentado desde principios de la década de los noventas (véase el gráfico 9).

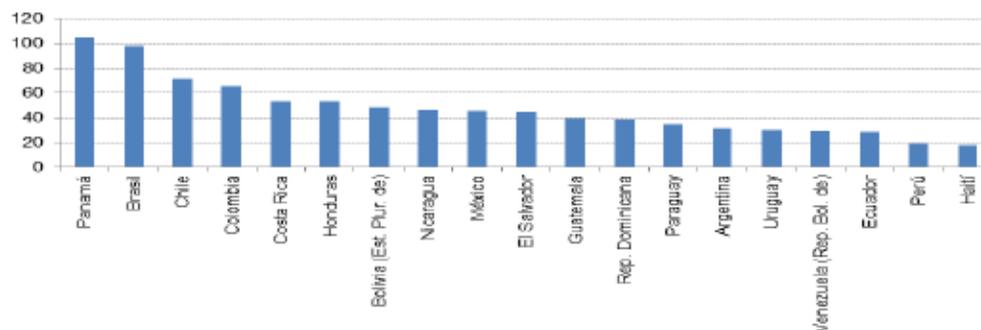
**GRÁFICO 9**  
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE Y OTRAS REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS:**  
**CRÉDITO DOMÉSTICO DEL SISTEMA BANCARIO**  
*(En porcentajes del PIB)*



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), División de Financiamiento para el Desarrollo en base a datos del WDI, Banco Mundial.

Nota: En todas las regiones (excepto la Eurozona) los países que las componen son solamente aquellos considerados países en desarrollo.

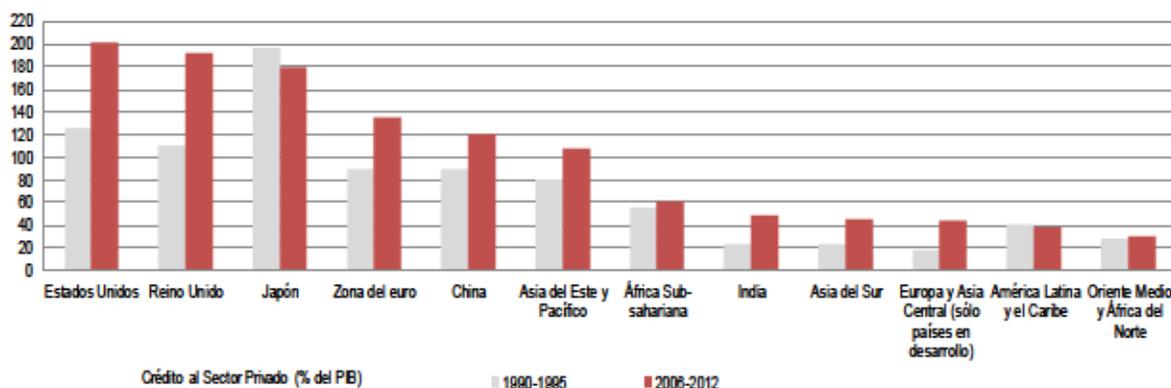
**GRÁFICO 10**  
**AMÉRICA LATINA (PAÍSES SELECCIONADOS): PROFUNDIDAD DEL SECTOR BANCARIO**  
*(Crédito doméstico del sistema bancario en porcentajes del PIB, 2011)*



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), División de Financiamiento para el Desarrollo en base a datos del WDI, Banco Mundial.

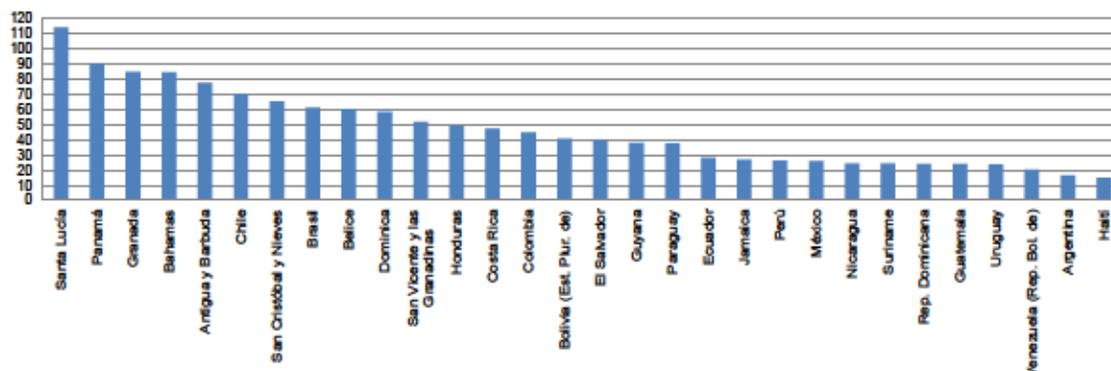
El nivel de financiamiento que el sistema bancario provee en particular al Sector Privado —incluyendo individuos y empresas— también es bajo en la gran mayoría de los países de América Latina (véanse los gráficos 11 y 12).

**GRÁFICO 11**  
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE Y OTRAS REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS:**  
**CRÉDITO DOMÉSTICO AL SECTOR PRIVADO**  
*(En porcentajes del PIB)*



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), División de Financiamiento para el Desarrollo en base a datos del WDI, Banco Mundial.

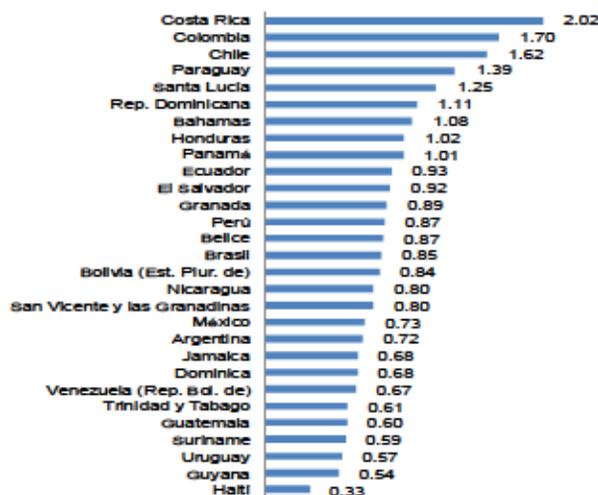
**GRÁFICO 12**  
**AMÉRICA LATINA (PAÍSES SELECCIONADOS): CRÉDITO DOMÉSTICO AL SECTOR PRIVADO**  
*(En porcentajes del PIB, 2011)*



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), División de Financiamiento para el Desarrollo en base a datos del WDI, Banco Mundial.

Detrás del bajo crédito al sector privado puede estar el hecho que, si bien los sistemas bancarios de la región en general recurren a los depósitos como fuente principal de fondeo, existe por parte de estos una baja transformación de ese ahorro de los depositantes en financiamiento de créditos al sector privado. En varios países de la región el ratio entre crédito al sector privado y depósitos es notoriamente inferior a la unidad indicando que una parte significativa de las captaciones no se está orientando a proveer crédito a dicho sector (véase el gráfico 13). Esto puede obedecer en parte al hecho de que los bancos tienen parte de sus activos en títulos públicos o préstamos al sector público lo cual reduce el volumen de préstamos que pueden ofrecer a individuos y a financiar el capital de trabajo o inversión de empresas del sector privado (Jiménez y Manuelito 2010).

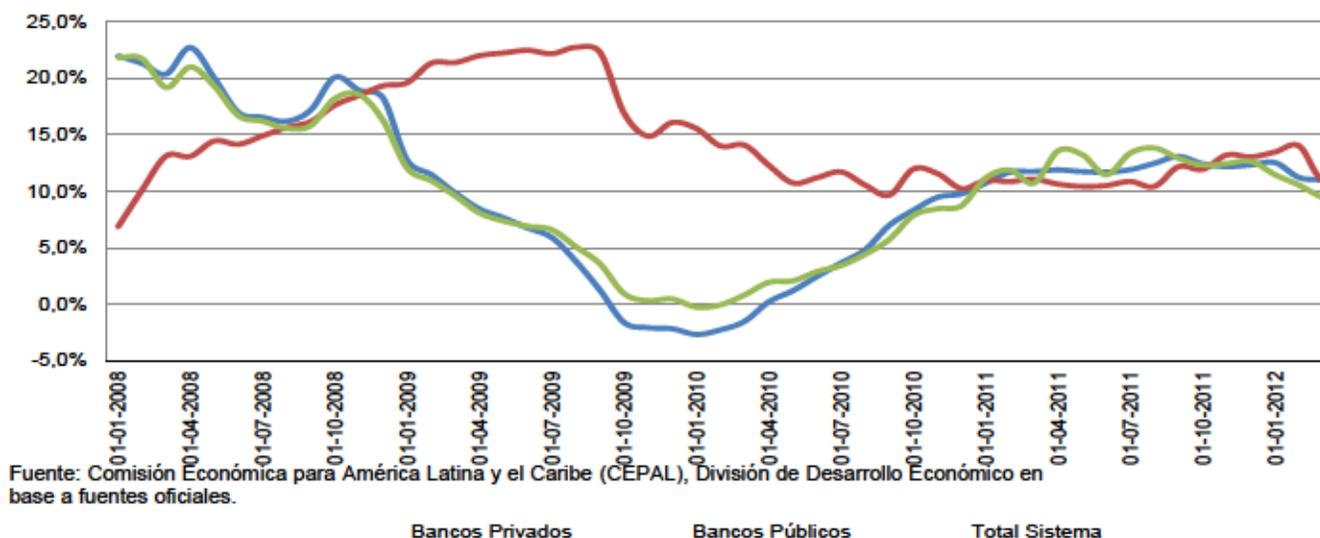
**GRÁFICO 13**  
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (PAÍSES SELECCIONADOS): RATIO ENTRE CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO Y DEPÓSITOS**  
*(Promedio año 2011)*



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), División de Financiamiento para el Desarrollo, en base a IFS del FMI.

Además del bajo volumen de crédito al sector privado en la comparación internacional, otra característica desfavorable del sistema bancario de la región es el carácter procíclico que ha caracterizado al mismo y por el cual ha restringido las colocaciones en momentos de menor actividad económica. Es lo que ocurrió por ejemplo a partir del año 2008 durante la crisis global. A pesar que en esa oportunidad la banca pública de la región jugó un marcado papel contracíclico, no logró revertir la tendencia general del sistema y el crédito total se vio restringido (véase el gráfico 14).

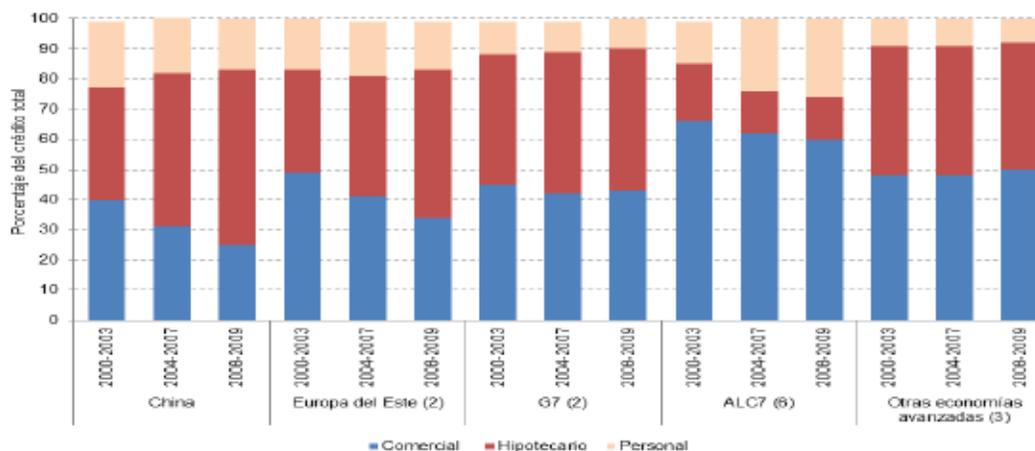
**GRÁFICO 14**  
**AMÉRICA LATINA: EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO SEGÚN TIPO DE BANCO**  
*(Variación porcentual del crédito real respecto al mismo mes del año anterior)*



## 2. La cartera de préstamos del sistema bancario se orienta hacia el corto plazo

En la cartera de préstamos bancarios de América Latina se evidencia en general el sesgo hacia plazos cortos. En particular por ejemplo se evidencia el predominio de los créditos comerciales mientras que los créditos hipotecarios que normalmente se asocian con plazos más largos tienen un peso relativo muy menor (véase el gráfico 15).

**GRÁFICO 15**  
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE Y OTRAS REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS:**  
**COMPOSICIÓN DEL CRÉDITO BANCARIO**



Fuente: Banco Mundial (2011).

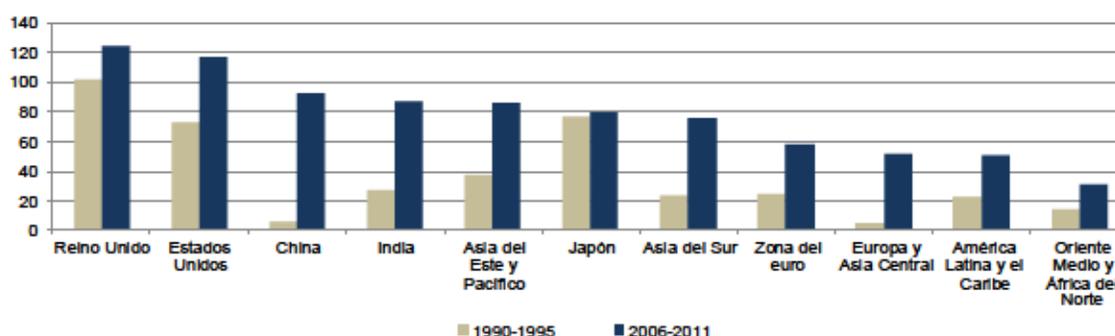
## B. Mercados accionarios

Los mercados accionarios ofrecen recursos de capital a las empresas y constituyen un mecanismo de financiamiento complementario al que proporcionan los sistemas bancarios en tanto hacen frente a necesidades financieras distintas. La complementariedad entre el sistema bancario y accionario se produce tanto si se piensa en empresas que no tienen garantías suficientes para acceder al financiamiento bancario como si se piensa en empresas que sí acceden al mercado bancario pero que para crecer necesitan ampliaciones de capital de forma de no apalancarse excesivamente. Es decir, por una parte sucede que muchas veces que las nuevas empresas no cuentan con suficientes colaterales para acceder al financiamiento bancario, mientras sí pueden obtener recursos por ejemplo a través de Fondos de Inversión o de Capital de Riesgo que pueden operar en los mercados bursátiles. Por otra parte sucede que en las empresas que sí tienen acceso a endeudamiento —ya sea bancario o a través de bonos empresariales— una vez alcanzado un cierto nivel de apalancamiento (razón deuda-capital) para continuar expandiéndose son necesarios nuevos aportes de capital de forma de evitar riesgos excesivos de apalancamiento (Morales, 2009). En efecto existe evidencia empírica que encuentra un rol complementario por parte de variables vinculadas con los mercados accionarios y variables vinculadas al sistema bancario en su efecto positivo sobre el crecimiento (véase por ejemplo Beck y Levine, 2004)<sup>2</sup>.

### 1. El mercado accionario es poco profundo

En América Latina y el Caribe el tamaño del mercado accionario (medido como la capitalización bursátil en porcentaje del PIB) si bien ha aumentado en las últimas décadas aún es muy pequeño no solo en la comparación con países desarrollados sino también en comparación con regiones en desarrollo cuyo nivel promedio de ingreso per cápita resulta muy inferior. Por ejemplo en América Latina y el Caribe la capitalización promedio del período 2006-2011 se ubicó en 50% del PIB mientras que en países como los Estados Unidos o el Reino Unido se situó en torno al 120% del PIB. Por su parte en Asia del Este y Pacífico se ubicó en 86% del PIB (aún cuando el PIB per cápita en dicha región fue más de un 40% menor que el de América Latina en igual período). De igual forma, en Asia del Sur, el PIB per cápita entre 2006 y 2011 fue más de un 70% menor que el de América Latina y el Caribe y sin embargo su nivel de capitalización bursátil fue 25 puntos mayor.

GRÁFICO 16  
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE Y OTRAS REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS:  
CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL  
(En porcentajes del PIB)



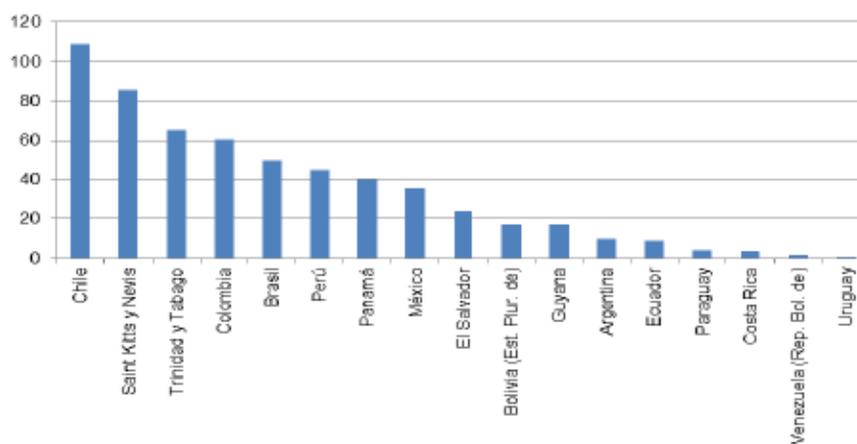
Fuente: Elaboración propia en base a datos del WDI, Banco Mundial.

Nota: En todas las regiones (excepto la Eurozona) los países que las componen son solamente aquellos considerados países en desarrollo.

<sup>2</sup> En Beck y Levine (2004) ambas variables tienen un aporte significativo al crecimiento aún al incorporarlas al mismo tiempo en regresiones de panel. Esto según los autores es evidencia de que los mercados accionarios y bancarios proveen servicios financieros distintos y complementarios ya que argumentan que si esto no fuera así, al incluirlos juntos como variables explicativas en las regresiones la multicolinealidad habría hecho que alguna de las dos no resultara significativa.

Dentro de América Latina y el Caribe, Chile es el país con mayor capitalización bursátil, y en 2011 esta se situó en 109% del PIB (véase el gráfico 17). Si bien este nivel parece similar al de países desarrollados como los Estados Unidos y el Reino Unido cabe señalar que ambos países sufrieron a consecuencia de la crisis global una pérdida muy importante en el valor de capital de sus empresas afectando con ello el indicador de capitalización bursátil. Según datos del Banco Mundial solamente entre 2007 y 2008 la capitalización en porcentaje del PIB en el Reino Unido descendió en 67 puntos porcentuales y en Estados Unidos lo hizo en 60 puntos. Si bien en años posteriores existió una recuperación del indicador, en 2011 la capitalización en el Reino Unido se encontraba todavía casi 20 puntos por debajo de su nivel de 2007 y en Estados Unidos se encontraba 38 puntos por debajo.

**GRÁFICO 17**  
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (PAÍSES SELECCIONADOS): CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL**  
*(En porcentajes del PIB, 2011)*



Fuente: Elaboración propia en base a datos del WDI, Banco Mundial.

## 2. El mercado accionario es poco líquido

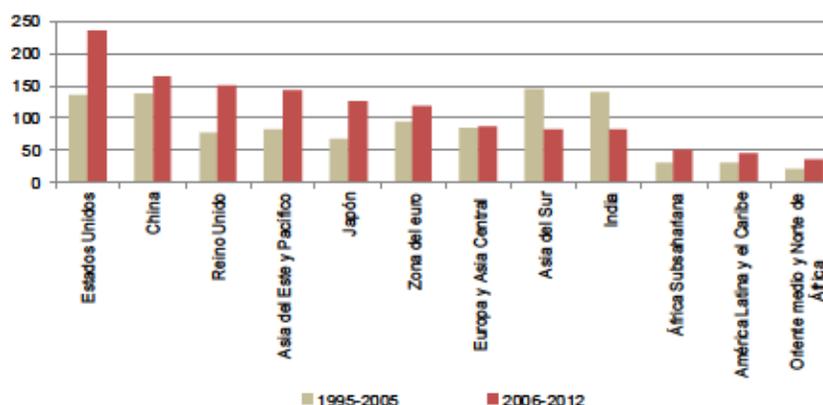
El grado de liquidez de los mercados accionarios —medido como el monto total transado en un cierto período como porcentaje de la capitalización bursátil promedio en dicho período— puede constituir un factor importante detrás de los niveles de inversión real en una economía. Si bien la mayor parte del monto transado en un cierto momento corresponde a la contrapartida de una parte del stock del capital ya existente —y no a nuevas inversiones o aumento del stock de capital— un mayor grado de liquidez se asocia con mercados que proveen a los inversores mayores posibilidades de “salida” en forma ágil y poco costosa de sus títulos.

Una importante proporción de los inversores en acciones buscan incorporarlas en sus carteras en forma temporal dadas ciertas características de rentabilidad y riesgo de esos activos pero no pretenden transformarse en accionistas mayoritarios ni controladores de las empresas en que invierten. Así si no existiese la expectativa de que más adelante en el tiempo existirán mecanismos ágiles y de bajo costo para revender los títulos que adquieran (mercados líquidos) es posible que se vean desincentivados a realizar su inversión financiera en una primera instancia con lo cual parte de la inversión real se vería sin financiamiento (Jiménez y Manuelito, 2010).

En América Latina y el Caribe, con la parcial excepción de Brasil, la liquidez de los mercados accionarios es baja en la comparación internacional con países desarrollados y también con otras regiones en desarrollo (véanse los gráficos 19 y 18).

**GRÁFICO 18**  
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE Y OTRAS REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS:**  
**LIQUIDEZ EN LOS MERCADOS ACCIONARIOS**

*(Coeficientes de rotación del mercado accionario en porcentajes de la capitalización bursátil)*

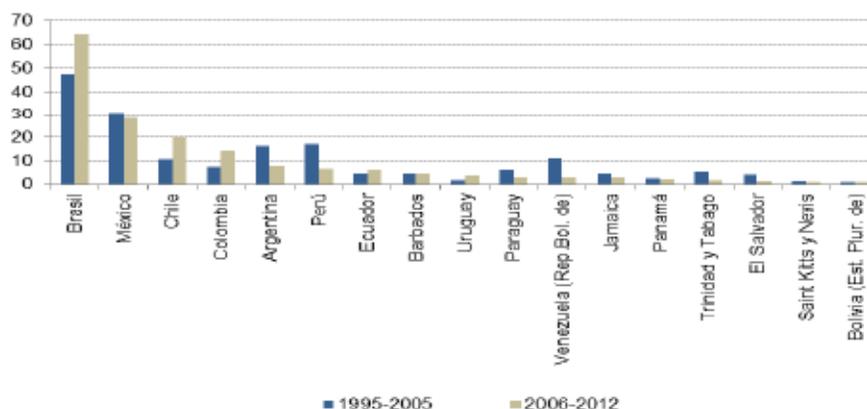


Fuente: Elaboración propia en base a datos del WDI, Banco Mundial.

Nota: En el gráfico los países y regiones están ordenados según su coeficiente de rotación en 2006–2012. En todas las regiones (excepto la Eurozona) los países que las componen son solamente aquellos considerados países en desarrollo.

**GRÁFICO 19**  
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (PAÍSES SELECCIONADOS):**  
**LIQUIDEZ EN LOS MERCADOS ACCIONARIOS**

*(Coeficientes de rotación del mercado accionario en porcentajes de la capitalización bursátil)*



Fuente: Elaboración propia en base a datos del WDI, Banco Mundial.

Nota: El coeficiente de rotación que se calcula como el monto total transado en cierto período como porcentaje de la capitalización bursátil promedio en dicho período.

### 3. El acceso a los mercados accionarios está limitado a pocas empresas grandes

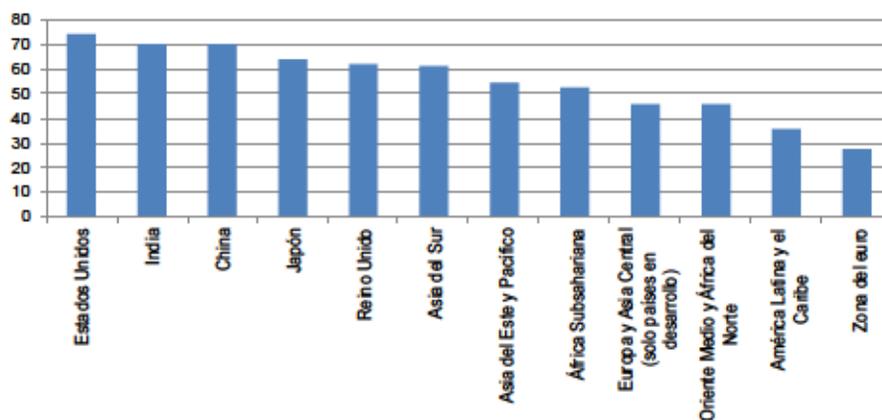
Además de ser poco profundos y poco líquidos, los mercados accionarios en América Latina y el Caribe en general son excluyentes en el sentido que solo participan de ellos las empresas de mayor tamaño<sup>3</sup>. Esta realidad se evidencia en el hecho que los mercados bursátiles latinoamericanos presentan altos

<sup>3</sup> Existen en algunos países mercados accionarios para Pequeñas y Medianas Empresas —por ejemplo el llamado Panel PyMe en Argentina o el Bovespa Mais en Brasil— aunque estos mercados cuentan con una capitalización aún muy pequeña y el número de empresas cuyas acciones se negocian en los mismos también es muy bajo.

grados de concentración; pocas empresas grandes concentran un porcentaje alto de la capitalización total de los mercados.

En efecto, si se considera el ratio entre la capitalización bursátil que se encuentra fuera de las 10 sociedades de mayor capitalización y la capitalización total del mercado se evidencia que en promedio para América Latina y el Caribe este indicador tiene un valor muy bajo. Por el contrario, en los países desarrollados así como también en varias regiones en desarrollo los mercados bursátiles lejos de estar concentrados están mucho más atomizados siendo bien elevado el porcentaje de capitalización que se encuentra fuera de las mayores 10 empresas es bien elevado (véase el gráfico 20).

**GRÁFICO 20**  
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE Y OTRAS REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS**  
*(Capitalización bursátil fuera de las 10 sociedades domésticas de mayor capitalización en porcentajes de la capitalización doméstica total, 2005-2011)*



Fuente: Elaboración propia en base a GFDD del Banco Mundial.

Nota: En todas las regiones (excepto la Eurozona) los países que las componen son solamente aquellos considerados países en desarrollo.

#### 4. Algunas empresas de países latinoamericanos recurren a emisiones en mercados accionarios de otros países

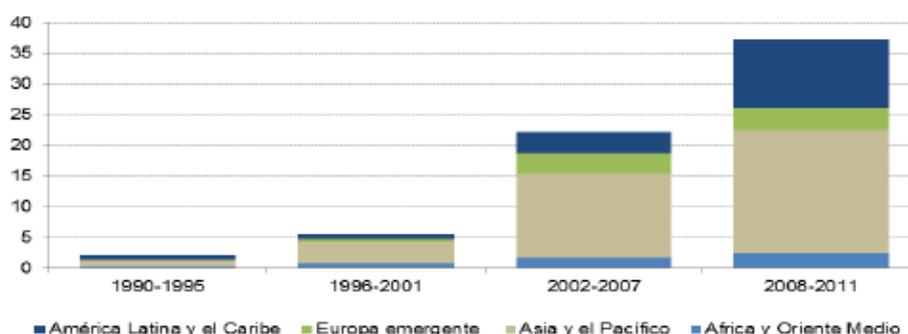
Más allá de los mercados accionarios domésticos otra forma por la que las empresas pueden acceder a financiamiento de capital es por la vía de la participación en bolsas extranjeras. Se trata de participar en bolsas internacionales tales como la de Nueva York (NYSE y NASDAQ), Tokyo o Londres ya sea a través de mecanismos como los American Depositary Receipts (ADRs) o directamente listando las empresas en dichas bolsas extranjeras.

Todas las regiones emergentes han venido ampliando las emisiones de acciones en los mercados internacionales y dentro de América Latina el país más activo en este sentido ha sido Brasil (véanse los gráficos 21 y 22).

Sin embargo a pesar de que esta es naturalmente una alternativa válida cuyo objetivo es precisamente ampliar la base de inversores y acceder a mercados donde se cree que la demanda por acciones es mayor hay quienes creen que esta podría ser justamente una causa detrás del más lento desarrollo de los mercados accionarios locales en la región.

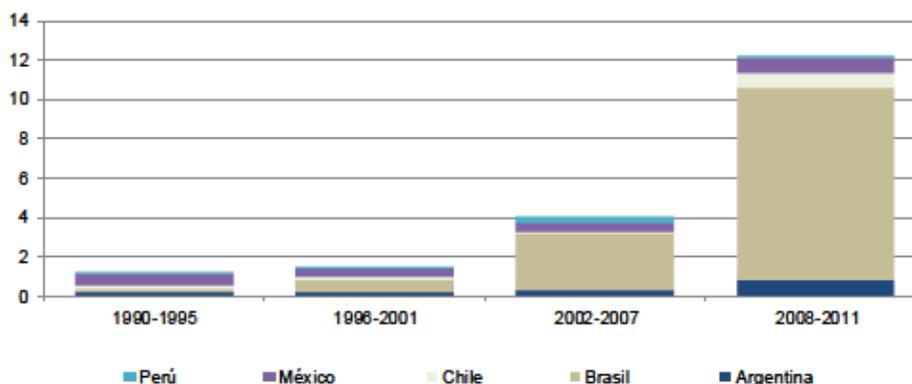
Por otra parte, el problema con los mercados internacionales es que estos están accesibles solamente a firmas establecidas de gran tamaño (Allen et. al., 2012). Las empresas pequeñas y medianas en general no logran cumplir en general con los requisitos mínimos de transparencia exigidos para operar en bolsas extranjeras y además no cuentan con escala suficiente que justifique incurrir los costos que esto implicaría.

**GRÁFICO 21**  
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE Y OTRAS REGIONES DEL MUNDO EMERGENTE:**  
**ANUNCIOS DE EMISIONES INTERNACIONALES DE ACCIONES**  
*(Promedios según períodos en miles de millones de dólares)*



Fuente: *BIS Quarterly Review*, Tabla 18 (septiembre 2011).

**GRÁFICO 22**  
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (PAÍSES SELECCIONADOS):**  
**ANUNCIOS DE EMISIONES INTERNACIONALES DE ACCIONES**  
*(Promedios según períodos en miles de millones de dólares)*



Fuente: *BIS Quarterly Review*, Tabla 18 (septiembre 2011).

## C. Los mercados de bonos

### 1. Los mercados de bonos son poco profundos y están dominados por bonos del sector público

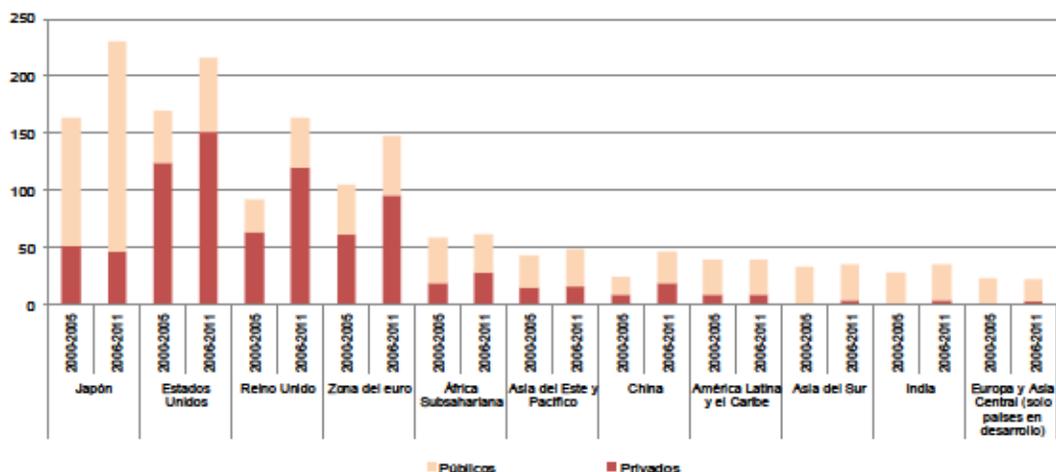
La emisión de títulos de deuda constituye una forma alternativa de financiamiento para las empresas, tanto a nivel del mercado doméstico como en el mercado internacional.

Sin embargo, en los países de América Latina y el Caribe esta no es una modalidad de financiamiento que esté extendida como lo evidencia el bajísimo stock de bonos privados existente en la región. De un stock total de bonos equivalente en promedio a casi un 40% del PIB regional para el período 2006-2011, más de 30 puntos correspondieron a bonos soberanos emitidos por el sector público de los países y menos de 9 puntos a bonos emitidos por el sector privado.

Esta realidad es general para todos los países de la región y contrasta fuertemente con lo que ocurre por ejemplo en los Estados Unidos, donde el stock de bonos del sector privado representa una

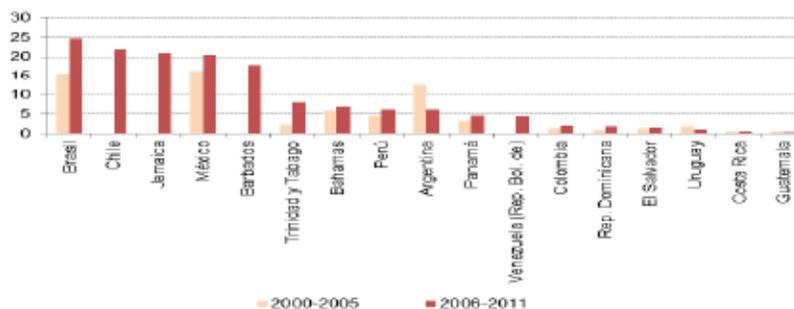
vez y media el PIB del país y en la eurozona donde representa el 100% del PIB regional (véanse los gráficos 23 y 24).

**GRÁFICO 23**  
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE Y OTRAS REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS:**  
**COMPOSICIÓN DE LOS MERCADOS DE BONOS**  
*(En porcentajes del PIB)*



Fuente: Elaboración propia en base a GFDD del Banco Mundial.

**GRÁFICO 24**  
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (PAÍSES SELECCIONADOS):**  
**RELEVANCIA DE LOS MERCADOS DE BONOS PRIVADOS**  
*(Stock de bonos privados (domésticos internacionales), en porcentajes del PIB)*



Fuente: Elaboración propia en base a GFDD del Banco Mundial.

En general, la presencia de bonos públicos es considerada necesaria para el desarrollo de los mercados de deuda en general y por ende para un mejor acceso a estos por parte de las empresas privadas a este tipo de financiamiento (Jiménez y Manuelito, 2010)<sup>4</sup>. Sin embargo, en el caso de América Latina la participación de los bonos públicos en el stock total de bonos es comparativamente mayor que en varios otros casos y por lo tanto cabe tener presente la posibilidad que la deuda pública esté absorbiendo ahorros internos que, de otra forma podrían haberse canalizado hacia el sector privado. Por ejemplo, en promedio en 2006-2011, la participación de los bonos públicos en el total de los bonos

<sup>4</sup> Esto debido a que supuestamente constituyen un activo seguro o libre de riesgo que actúa como referencia respecto del costo de fondos y además porque suelen ser empleados como garantías en varias operaciones financieras con lo que contribuyen también a ampliar el ámbito del mercado y permiten el desarrollo de nuevos segmentos (Jiménez y Manuelito, 2011).

se ubicó en casi 80% mientras que en los Estados Unidos, Reino Unido y la Eurozona estuvo entre 30% y 35%, en África Subsahariana en poco más del 50% y en Asia del Este y Pacífico en menos del 70%.

Lo anterior podría estar comenzando a cambiar si se tiene en cuenta el comportamiento de las nuevas emisiones de papeles por parte de gobiernos y del sector privado en los últimos años en la región. Desde 2010 el sector privado concentra la notoria mayoría de las nuevas emisiones con cerca del 85% de las emisiones en 2012 (véase el gráfico 25).

**GRÁFICO 25**  
**EMISIÓN DE DEUDA EXTERNA ANUAL EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE, POR TIPO DE EMISOR**



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), 2013, "Capital Flows to Latin America and the Caribbean", Oficina de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe en Washington.

## 2. Los mercados de bonos son poco líquidos

Al igual que sucede con el mercado accionario, también en el mercado de bonos de América Latina la liquidez es muy baja en la comparación internacional. Tal como se comentaba en el caso de los mercados accionarios la liquidez del mercado de bonos —en este caso la liquidez en el mercado secundario— es importante para el mayor desarrollo del propio mercado.

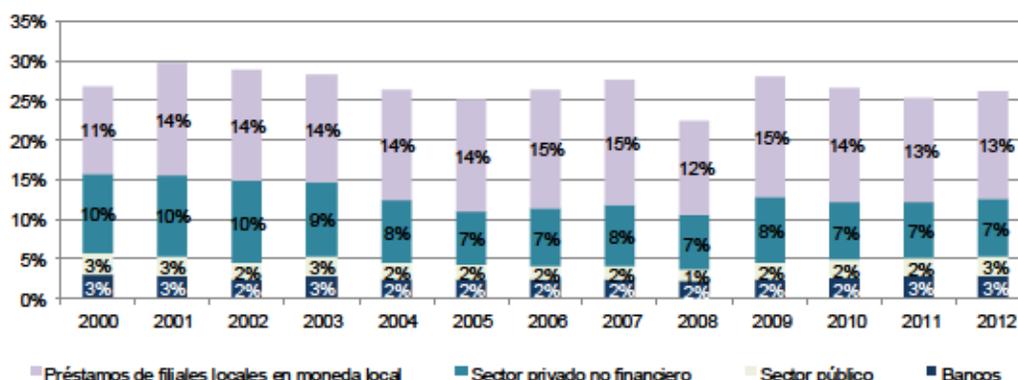
En el caso de América Latina parece haber un mayor desarrollo del mercado primario de bonos que del secundario lo cual quizás está vinculado al hecho de que la demanda por estos títulos viene de parte de inversores institucionales que los mantienen en sus carteras por cierto tiempo (Banco Mundial, 2011).

## D. Otros actores y mercados relevantes

### 1. Préstamos de la banca extranjera a países de América Latina y el Caribe

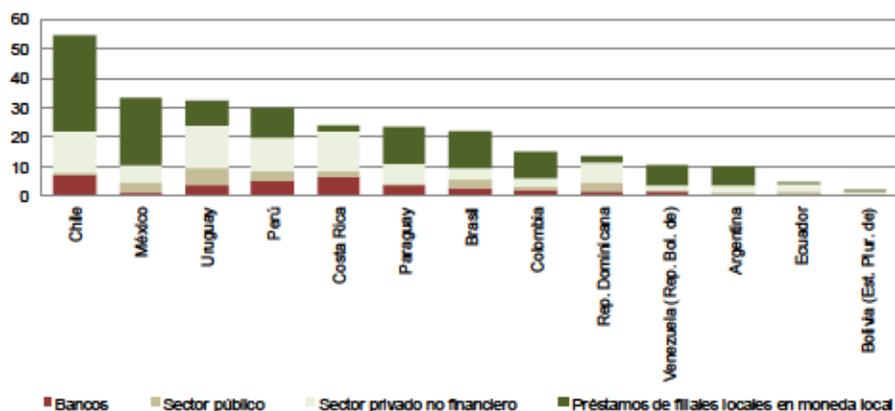
Los préstamos de la banca extranjera —que incluyen tanto préstamos transfronterizos como préstamos otorgados por filiales locales de bancos extranjeros— representan en promedio para América Latina y el Caribe alrededor de un 26% del PIB regional. De este total, para la región en su conjunto la mayor parte se trata de préstamos en moneda local otorgados por parte de filiales locales (véase el gráfico 26). Sin embargo, a nivel de países individuales en algunos casos como Uruguay, Costa Rica y Perú, los que predominan son los préstamos en moneda extranjera —transfronterizos o a través de filiales— otorgados al Sector Privado no Financiero (véase el gráfico 27).

**GRÁFICO 26**  
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (30 PAÍSES): PRÉSTAMOS DE LA BANCA**  
**EXTRANJERA SEGÚN SECTOR INSTITUCIONAL RECEPTOR**  
*(Stock a diciembre de 2012)*



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BIS, tabla 9A.

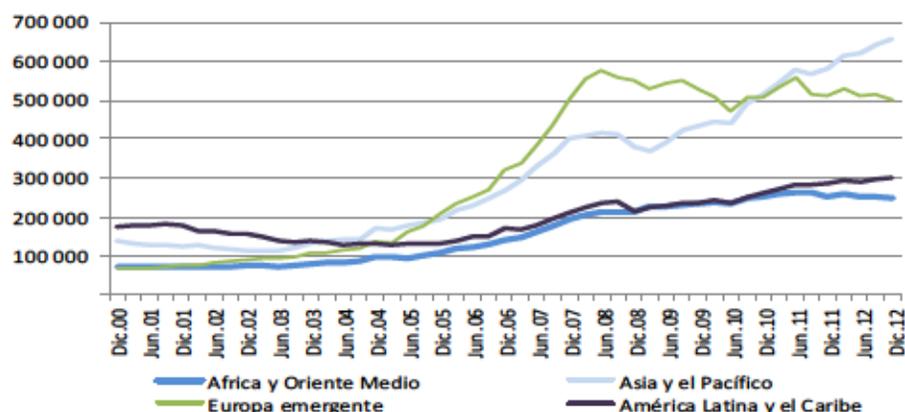
**GRÁFICO 27**  
**AMÉRICA LATINA (PAÍSES SELECCIONADOS): PRÉSTAMOS DE LA BANCA**  
**EXTRANJERA SEGÚN SECTOR INSTITUCIONAL RECEPTOR**  
*(Stock a diciembre de 2012)*



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BIS.

Si bien las empresas de la región se han financiado crecientemente mediante créditos de la banca extranjera, el aumento en esta forma de financiamiento ha sido notoriamente menor al de otras regiones en desarrollo. El volumen de préstamos bancarios internacionales al sector privado no financiero de América Latina y el Caribe era en el año 2000 superior al de cualquiera de las demás regiones en desarrollo. Sin embargo entre 2000 y 2012 los préstamos a Europa emergente y Asia y el Pacífico se multiplicaron por 8 y 5 veces respectivamente mientras que los dirigidos a América Latina y el Caribe solamente se duplicaron (véase el gráfico 28).

**GRÁFICO 28**  
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE Y OTRAS REGIONES SELECCIONADAS:**  
**PRÉSTAMOS BANCARIOS INTERNACIONALES HACIA EL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO**  
*(En millones de dólares)*



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BIS, tabla 9AH.

Nota: Incluye préstamos transfronterizos y los préstamos de filiales locales de bancos extranjeros que se pacten en moneda no local.

## 2. Inversores institucionales

Desde hace ya tiempo los sistemas financieros de Latinoamérica se están volviendo más complejos y están incorporando con creciente importancia a actores que antes jugaban un rol menor. Mientras que en el pasado la mayor parte del ahorro en los países Latinoamericanos se canalizaba a través del sistema bancario, hoy en día existe mucha mayor diversidad de actores que juegan el rol de intermediar esos ahorros.

En particular en muchos países están cobrando cada vez más relevancia los inversores institucionales tales como los Fondos de Pensiones, los Fondos Mutuos y las Compañías de Seguros (Banco Mundial, 2011). Estos tipos de inversores, dada su estructura de pasivos, son demandantes naturales de activos de largo plazo y por ende podrían contribuir a desarrollar los mercados tanto accionarios como de deuda corporativa de mediano y largo plazo.

Por lo tanto tienen un rol importante que jugar en el financiamiento de la formación de capital doméstica —a través de la inversión de parte de sus carteras en acciones de empresas de los países— y en el desarrollo de los mercados de capitales locales.

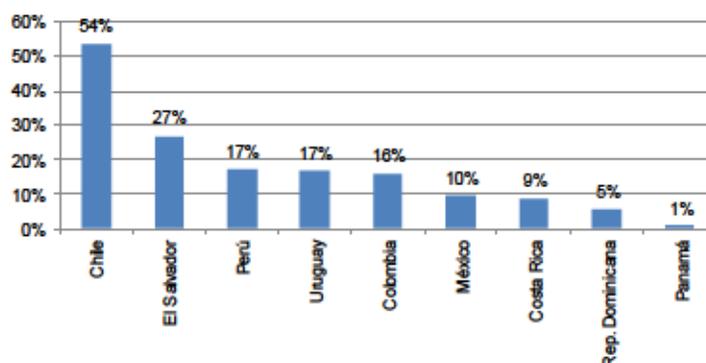
Sin embargo, como se verá a continuación, en varios casos el financiamiento de la formación de capital por parte de estos inversores se ha visto limitado porque se le ha dado importancia en las carteras de los mismos a los títulos públicos —o bien por disposiciones regulatorias o bien debido a las elevadas tasas de interés que estos han ofrecido— y a los depósitos bancarios (Jiménez y Manuelito, 2011). Así los potenciales beneficios de este tipo de inversores se han visto en cierta forma mermados.

En lo relativo a los Fondos de Pensiones, los mismos son el resultado de reformas de los sistemas de pensiones en países de América Latina que han sustituido (o combinado) los antiguos sistemas de reparto con regímenes de capitalización individual. Los fondos administrados en los regímenes de capitalización han venido creciendo en el tiempo y en 2011 totalizaban alrededor de 348.000 millones de dólares, equivalentes a un 17% del PIB para un promedio de nueve países de la región que contaban con dichos regímenes.

El país donde estos fondos son más relevantes es Chile donde los fondos administrados ascienden a 54% del PIB. Esto es de esperar ya que se trata del país que primero implementó la reforma del sistema

de pensiones (principios de los 80's) y por ende el país donde tienen más larga data los Fondos de Pensiones privadas en la región (véase el gráfico 29).

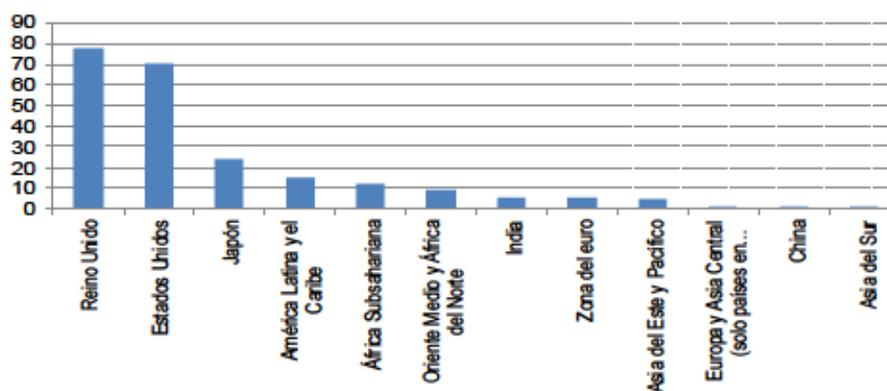
**GRÁFICO 29**  
**AMÉRICA LATINA (PAÍSES SELECCIONADOS):**  
**ACTIVOS ADMINISTRADOS POR LOS FONDOS DE PENSIONES**  
*(En porcentajes del PIB, 2011)*



Fuente: AIOS, estadísticas mensuales sobre Fondos Administrados y World Development Indicators del Banco Mundial.

En la comparación con las demás regiones en desarrollo América Latina destaca como aquella donde el ratio de los activos administrados por los fondos de pensiones como proporción del PIB regional es más alta para el periodo 2006-2011 (véase el gráfico 30).

**GRÁFICO 30**  
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE Y OTRAS REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS:**  
**ACTIVOS DE LOS FONDOS DE PENSIONES**  
*(En porcentajes del PIB, 2006-2011)*

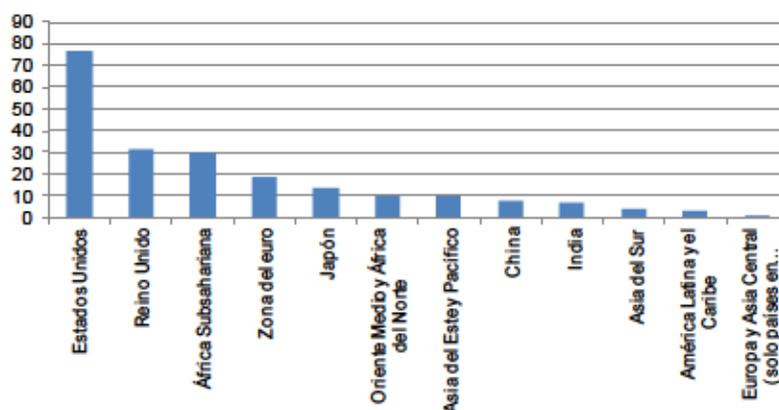


Fuente: Elaboración propia en base a GFDD del Banco Mundial.

Nota: India solo promedios año 2005; China solo promedio años 2008-2010.

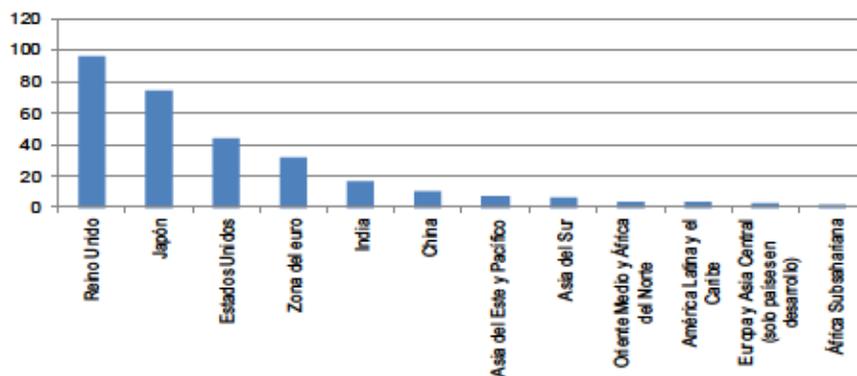
Por su parte los activos de los Fondos Mutuos y de las Compañías de Seguros representan porcentajes muy menores —entre 3,5% y 4%— del PIB regional de América Latina y el Caribe respectivamente (véanse los gráficos 31 y 32).

**GRÁFICO 31**  
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE Y OTRAS REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS:**  
**ACTIVOS DE LOS FONDOS MUTUOS**  
*(En porcentajes del PIB, 2006-2011)*



Fuente: Elaboración propia en base a GFDD del Banco Mundial.

**GRÁFICO 32**  
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE Y OTRAS REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS:**  
**ACTIVOS DE LAS COMPAÑÍAS DE SEGUROS**  
*(En porcentajes del PIB, 2006-2011)*

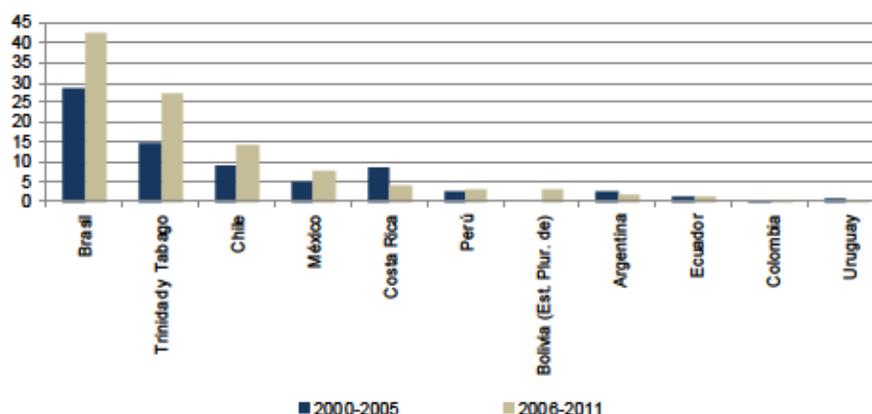


Fuente: Elaboración propia en base a GFDD del Banco Mundial.

De todas formas cabe mencionar que en este sentido existe bastante heterogeneidad entre los países de la región. Por ejemplo en Brasil el rol de los Fondos Mutuos es muy relevante y los mismos cuentan activos totales administrados equivalentes a más de 40% del PIB.

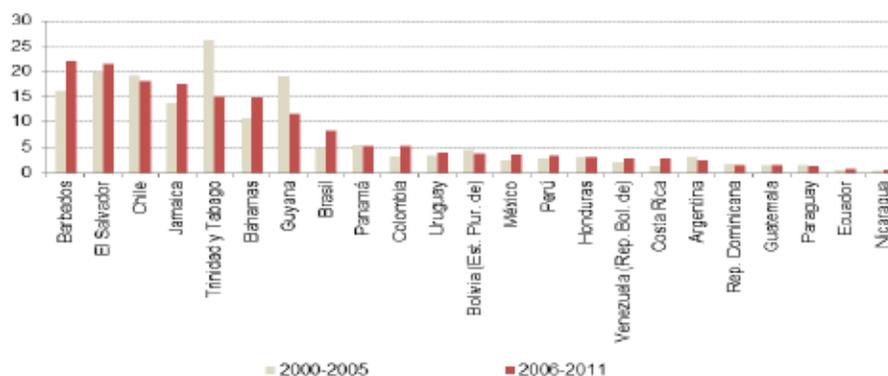
En Chile por su parte los activos de los Fondos mutuos rondan el 15% del PIB y los de las compañías de seguros el 20% del PIB (véanse los gráficos 33 y 34).

**GRÁFICO 33**  
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (PAÍSES SELECCIONADOS):**  
**ACTIVOS DE LOS FONDOS MUTUOS**  
*(En porcentajes del PIB)*



Fuente: Elaboración propia en base a GFDD del Banco Mundial.

**GRÁFICO 34**  
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (PAÍSES SELECCIONADOS):**  
**ACTIVOS DE LAS COMPAÑÍAS DE SEGUROS**



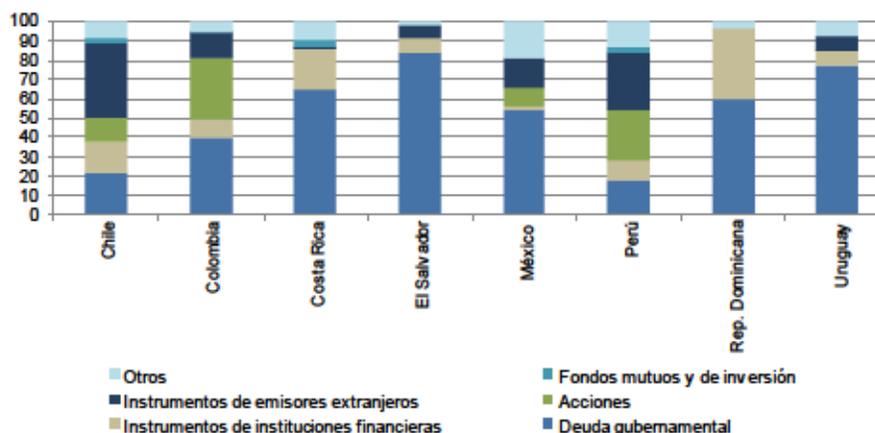
Fuente: Elaboración propia en base a GFDD del Banco Mundial.

Los inversores institucionales en América Latina tradicionalmente han colocado partes significativas de sus carteras en títulos o activos de renta fija tales como títulos de deuda pública y/o depósitos bancarios con lo cual han quedado disponibles porciones menores de sus carteras para inversiones en instrumentos de deuda de empresas y en participaciones de capital de las mismas.

Los casos de El Salvador y Uruguay son los más notorios ya que a fin de 2012 cerca del 80% de la cartera de los Fondos de Pensiones de ambos países estaba invertida en deuda gubernamental.

Por su parte en Chile, si bien los títulos públicos no pesan mucho en la cartera, casi un 40% de la misma está invertida en instrumentos de inversores institucionales con lo cual el apoyo al dinamismo de los mercados de capitales domésticos por parte de estos inversores institucionales se ve en cierta forma reducida.

**GRÁFICO 35**  
**AMÉRICA LATINA (PAÍSES SELECCIONADOS): COMPOSICIÓN DE LA**  
**CARTERA DE LOS FONDOS DE PENSIONES**  
*(En porcentajes del total de la cartera, diciembre 2012)*



Fuente: AIOS, estadísticas mensuales sobre Inversión de los Fondos Administrados.

A nivel de los Fondos Mutuos se observan patrones similares ya que estos inversores tienen un porcentaje alto de su cartera invertida en bonos gubernamentales e instrumentos del mercado de dinero aunque también en este tipo de fondo se está dando una tendencia a la baja de la participación en deuda pública. Por ejemplo en Brasil la participación de bonos públicos en la cartera de los Fondos Mutuos bajó desde un 73% en 2003-2004 a un 48% en 2005-2009. En Chile esa participación bajó del 14% al 6% pero los depósitos bancarios siguen teniendo la mayor participación en la cartera con un 63% mientras que las acciones domésticas ocupan solo un 9% de la cartera total (Banco Mundial, 2011).

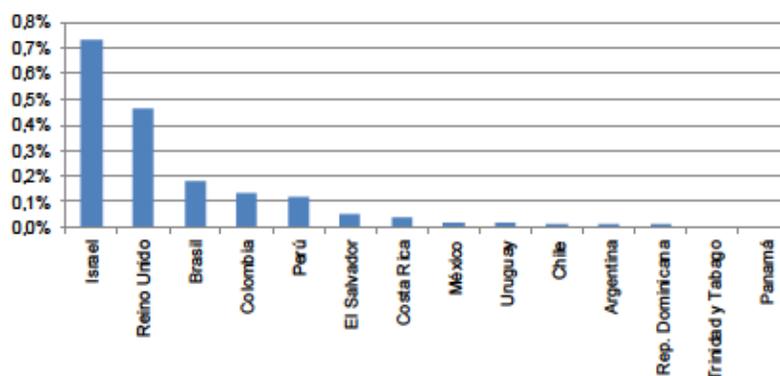
Otros dos tipos de inversores institucionales son los fondos de capital privado (“private equity funds”) y de capital de riesgo (“venture capital”) (PEVC por sus siglas en inglés). Estos fondos si bien son de particular importancia para las empresas nuevas y las de menor tamaño todavía no están aún muy desarrollados en la región.

Los fondos de capital privado invierten generalmente en acciones de empresas que no se transan en las bolsas de valores y lo hacen con horizontes temporales de largo plazo. La inversión puede realizarse o bien en la etapa de formación de las nuevas empresas o bien en etapas más avanzadas del ciclo de vida de las mismas. Así, el principal componente de las carteras de estos fondos son participaciones de capital en determinadas empresas las cuales no se transan en el mercado de manera regular y que por ende cuentan con un grado de liquidez muy baja.

Por otra parte, los Fondos de Capital de Riesgo son fondos cuyo objetivo es tomar participaciones de capital en empresas que pertenezcan a sectores dinámicos de la economía y de los que se espera obtener un alto rendimiento al cabo de algunos años. Generalmente los altos rendimientos esperados van acompañados de un alto riesgo por el tipo de actividades de las empresas y de ahí el nombre de los fondos.

La información disponible respecto a la relevancia de los fondos de capital de riesgo y de capital privado en América Latina proviene de la Asociación Latinoamericana de Capital de Riesgo (LAVCA por sus siglas en inglés). En el gráfico 36 se presentan los estimados de las inversiones por parte de estos dos tipos de fondos para el año 2012. Allí se evidencia que en términos relativos en Brasil es donde estos tipos de fondos tuvieron mayor importancia relativa en la región con un 0,18% del PIB de inversiones en dicho año.

**GRÁFICO 36**  
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE Y OTROS PAÍSES SELECCIONADOS: INVERSIONES**  
**DE LOS FONDOS DE CAPITAL PRIVADO Y CAPITAL DE RIESGO**  
*(En porcentajes del PIB, 2012)*



Fuente: Latin American Venture Capital Association (LAVCA) Scorecard (2012).

A pesar del reducido tamaño de los fondos PE/VC en términos del PIB en la región lo que resalta según el Banco Mundial (2011) es su rápido crecimiento; en la segunda mitad de la década de los 2000 habrían recaudado más de 6 veces lo recaudado en la primera mitad.

### 3. Mercados de derivados

Los mercados de derivados funcionan más bien para la cobertura de riesgos y no directamente para el financiamiento de empresas. Sin embargo parece existir una relación positiva entre el desarrollo del mercado de derivados y el de otros mercados financieros tales como el de bonos y acciones. En efecto, Mihaljek y Packer (2010) encuentran una relación estadísticamente significativa entre el grado de rotación *turnover* promedio diario en el mercado de derivados y el tamaño de los mercados accionario y de bonos —del gobierno y de empresas<sup>5</sup>. Lo anterior no es de extrañar en tanto muchas veces los inversores institucionales intentan cubrir sus posiciones en bonos y en títulos accionarios y los derivados constituyen un mecanismo para tal fin.

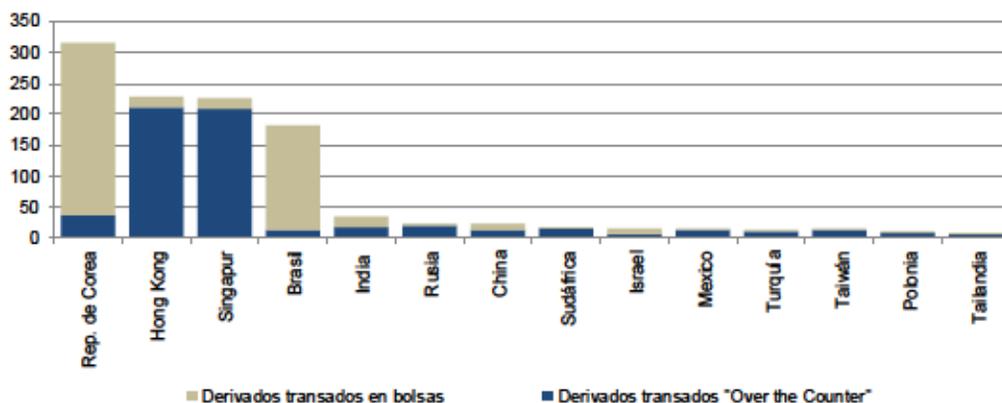
En los países de la región los mercados de derivados aún permanecen poco con la excepción de algunos casos. El país con el mercado de derivados más desarrollado es Brasil, donde el *turnover* diario en 2010 se situaba en alrededor de 184 mil millones de dólares equivalente a un 9% del PIB brasileño. A modo de comparación, en las economías avanzadas el *turnover* diario en 2010 fue de alrededor de 13,8 billones de dólares, equivalente al 36% del PIB de las mismas y en el total de mercados emergentes fue de 1,2 billones de dólares (millones de millones), equivalentes a alrededor del 6% del PIB de estos países (Mihaljek y Packer, 2010)<sup>6</sup>.

El tamaño del mercado de derivados brasileño resalta aún más si se tiene en cuenta que su dimensión absoluta es solo superada por Corea y dos centros financieros asiáticos por excelencia, el de Hong Kong y el de Singapur (los cuales según el Fondo Monetario Internacional están clasificados como economías avanzadas) (véase el gráfico 37). Dentro de Latinoamérica, otro país donde los mercados de derivados han cobrado relevancia es México aunque en muy menor medida que en Brasil. Allí el *turnover* diario en los mercados de derivados equivale al 1% del PIB mexicano.

<sup>5</sup> El *turnover* diario se define como el valor total de las transacciones en cierto período expresado en promedio diario y en dólares.

<sup>6</sup> Los datos de *turnover* son a abril de 2010. En promedio el *turnover* diario en los mercados de derivados se multiplicó por 4 en la última década a tal año. En los cálculos de estos autores se considera a Corea, Hong Kong y Singapur dentro del grupo de economías emergentes.

**GRÁFICO 37**  
**PAÍSES SELECCIONADOS: TURNOVER DIARIO EN LOS MERCADOS DE DERIVADOS**  
 (Datos a abril de 2010, en miles de millones de dólares)



Fuente: Mihajjek y Packer, 2010 y datos facilitados por BIS.

Nota: *Turnover* es el volumen de transacciones durante abril de 2010 (expresado en promedio diario y en dólares).

En definitiva la relevancia que puedan estar cobrando y cobrar en el futuro estos mercados en los países latinoamericanos podría tener un impacto positivo en el desarrollo de otros mercados financieros en la región tales como los mercados de bonos y los mercados accionarios. Nuevamente, tal como en el caso de la complementariedad entre el sistema bancario y el mercado accionario, parece ser cierto que el desarrollo en paralelo de los distintos mercados y subsistemas financieros traería aparejada una retroalimentación entre los mismos.

### III. Conclusiones

---

Los países de América Latina y el Caribe aún tienen por delante el desafío de lograr un mayor desarrollo de sus sistemas financieros, entendiendo por esto no sólo que permitieran una mejor asignación de recursos y una mayor diversificación y cobertura de riesgos sino también que fueran más inclusivos.

Al día de hoy, los sistemas financieros de la región exhiben problemas de segmentación y dejan sin acceso a servicios financieros a amplios segmentos del sector productivo incluyendo a las empresas pequeñas y medianas así como también a los individuos ubicados en la parte inferior de la escala de ingresos. Esto a su vez tiene consecuencias evidentemente muy adversas en términos de pobreza y desigualdad.

En la estructura de los sistemas financieros de América Latina y el Caribe el subsistema dominante es el sector bancario. En este son en general las empresas de mayor tamaño las que acceden a las colocaciones de créditos. Las pequeñas y medianas empresas por su parte, o bien presentan dificultades para acceder a créditos bancarios o bien acceden pero en condiciones mucho más exigentes y onerosas en términos de colaterales y tasas de interés respectivamente. El financiamiento por la vía de créditos bancarios externos ha crecido en los últimos tiempos pero también tiende a estar dirigido a empresas de mayor tamaño de la región, quedando excluidas nuevamente aquí las empresas más pequeñas.

Más allá del sistema bancario, a nivel de los mercados de capitales —tanto accionario como de deuda— el acceso por parte del sector productivo también es desigual.

Los mercados accionarios, con la excepción de algunos países de la región, son en su mayoría de reducido tamaño y baja liquidez. Además tienden a exhibir alta concentración: son pocas empresas grandes las que tienen acceso a ellos y no se ha generalizado esta forma de financiamiento a las empresas de menor tamaño.

Por su parte los mercados de títulos de deuda están dominados por bonos Públicos mientras que los bonos de deuda corporativa en la mayoría de los países no son instrumentos de uso común para el financiamiento por parte de las empresas. Por ello los mercados de bonos privados en la región permanecen en general poco profundos en términos relativos y también poco líquidos.

Finalmente algunos inversores institucionales —que por ser demandantes naturales de activos de largo plazo se cree que contribuyen al desarrollo de los mercados de capitales— han ido cobrando relevancia en la región. Es el caso de los Fondos de Pensiones en algunos países y en menor medida los Fondos Mutuos y las Compañías de Seguros. Sin embargo en América Latina, de haber existido dicha contribución, habría en todo caso sido menor a la potencial ya que estos inversores colocaron históricamente partes significativas de sus carteras en activos de los Gobiernos y/o en depósitos bancarios e invirtieron solo partes menores de las mismas en títulos de deuda de empresas y acciones de las mismas.

Dado todo lo anterior, una preocupación central de la política económica de los países de América Latina y el Caribe debiera ser el lograr sistemas financieros más desarrollados. Más allá de lograr una mayor variedad de instrumentos y un mayor desarrollo de mercados disponibles con tamaño y liquidez suficiente para el financiamiento empresarial, otro de los aspectos clave de un mayor desarrollo financiero es el de la inclusividad.

Existe una consciencia creciente de que la capacidad de los sistemas financieros de apoyar procesos de crecimiento económico y social sostenibles depende no solo de su habilidad de movilizar grandes montos de recursos y de canalizarlos de forma eficiente hacia las mejores oportunidades de inversión sino también de su capacidad de ser inclusivos en el sentido de brindar acceso a servicios financieros a un conjunto amplio de individuos y empresas. En el caso de las empresas de menor tamaño —las pequeñas y medianas empresas (PyMes)— esta debiera ser una prioridad no solo por temas relativos a la equidad sino también por la importancia que estos agentes tienen dentro del entramado productivo y del empleo en la región.

## Bibliografía

---

- Allen, F., Carletti, E. Jun Qian y P. Valenzuela (2012), "Financial Intermediation, Markets, and Alternative Financial Sectors", disponible on line en: [http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/Handbook\\_ACQV\\_25March2012.pdf](http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/Handbook_ACQV_25March2012.pdf).
- Banco Mundial (2011), "Financial development in Latin America and the Caribbean. The road ahead", Washington D.C.
- Beck, Thorsten y Ross Levine (2004), "Stock markets, banks, and growth: Panel evidence", *Journal of Banking & Finance* 28 (2004) 423-442.
- CAF (Banco de Desarrollo de América Latina) (2011) "Servicios financieros para el desarrollo: Promoviendo el acceso en América Latina".
- CEPAL/BID/OEA "Experiencias exitosas en innovación, inserción internacional e inclusión social: Una mirada desde las pymes", (Comisión Económica para América Latina y el Caribe/Banco Interamericano de Desarrollo/Organización de los Estados Americanos) (2011), (LC/L.3371), Santiago de Chile, septiembre.
- CEPAL (2012); "Structural change for equality. An integrated approach to development", Thirty-fourth session of ECLAC, San Salvador, 27, 31 de agosto.
- GDF (2013), Global Financial Development Report "Rethinking the Role of the State in Finance", Banco Mundial.
- Jiménez and Manuelito (2010), "Los mercados financieros en América Latina y el financiamiento de la inversión: hechos estilizados y propuestas para una estrategia de desarrollo", *Serie Macroeconomía del Desarrollo* 107, Santiago de Chile, noviembre.
- Mihaljek, D. y F. Packer "Derivatives in emerging markets", BIS (Bank of International Settlements) Quarterly Review, December 2010.
- Morales, M. (2009), "Bolsa, Banca, Productividad y Crecimiento", capítulo 2 en "El reto de modernizar el mercado bursátil: cinco principios", Superintendencia de Valores y Seguros, Chile.
- WEF (World Economic Forum) (2010), "The Financial Development Report 2010", World Economic Forum, Ginebra, noviembre.



NACIONES UNIDAS

Serie

CEPAL

Financiamiento para el Desarrollo

## Números publicados

Un listado completo así como los archivos pdf están disponibles en

[www.cepal.org/publicaciones](http://www.cepal.org/publicaciones)

- 248. El sistema financiero en América Latina y el Caribe: una caracterización (LC/L.3746), 2013.
- 247. Comercio exterior, cadenas globales de producción y financiamiento: conceptos y relevancia para América Latina y el Caribe (LC/L.3745), 2013.
- 246. Macroeconomics for development in Latin America and the Caribbean. Some new considerations on countercyclicality (LC/L.3744), 2013.
- 245. Sistema de pagos transnacionales vigentes en América Latina: ALADI, SML y SUCRE (LC/L.3692), 2013.
- 244. Hacia una cobertura regional más amplia de un fondo de reservas (LC/L.3703), 2013.
- 243. Weak expansions: A distinctive feature of the business cycle in Latin America and the Caribbean (LC/L.3656) 2013.
- 242. Dos décadas de cambios en la equidad en el sistema de salud colombiano: 1990-2010 (LC/L.3512), 2012.
- 241. Conglomerados de desarrollo en América Latina y el Caribe: una aplicación al análisis de la distribución de la Ayuda Oficial al Desarrollo (LC/L.3507), 2012.
- 240. Reforma al sistema de pensiones chileno (LC/L.3422), 2011.
- 239. Equidad y solvencia del sistema de salud de cara al envejecimiento: El caso de Costa Rica (LC/L.3370), 2011.
- 238. La protección social en Chile, El Plan AUGE: Avances y desafíos (LC/L.3348), 2011.
- 237. El caso de las cajas de ahorro españolas en el periodo 1980-2010 (LC/L.3300-P), N° de venta S.11.II.G.21 (US\$10), 2011.
- 236. The European investment bank and SMEs: key lessons for Latin America and the Caribbean (LC/L.3294-P), sales N° E.11.II.G.16 (US\$10), 2011.
- 235. El futuro de las microfinanzas en América Latina: algunos elementos para el debate a la luz de las transformaciones experimentadas (LC/L.3263-P), N° de venta S.10.II.G.68 (US\$10), 2010.
- 234. Re-conceptualizing the International aid structure: recipien-donor interactions and the rudiments of a feedback mechanism (LC/L.3262-P), N° de venta S.10.II.G.67 (US\$10), 2010.
- 233. Financiamiento a la inversión de las pymes en Costa Rica (LC/L.3261-P), N° de venta S.10.I.G.66 (US\$10), 2010.
- 232. Banca de desarrollo en el Ecuador (LC/L.3260-P), N° de venta S.1.II.G.65 (US\$10), 2010.
- 231. Política cambiaria y crisis internacional: el rodeo innecesario (LC/L.3259-P), N° de venta S.10.II.G.64 (US\$10), 2010.
- 230. Desenvolvimento financeiro e crescimento econômico: teoria e evidência (LC/L.3257-P), N° de venta S.10.II.G.62 (US\$10), 2010.
- 229. Financiamiento de la inversión de empresas en general y de micro, pequeñas y medianas empresas en particular: el caso de Uruguay (LC/L.3256-P), N° de venta S.10.II.G.61 (US\$10), 2010.
- 228. La banca de desarrollo en El Salvador (LC/L.3242-P), N° de venta S.10.II.G.47 (US\$10), 2010.
- 227. Acceso al financiamiento de las pymes en Argentina: estado de situación y propuestas de política (LC/L.3241-P), N° de venta S.10.II.G.46 (US\$10), 2010.
- 226. Financiamiento a las microempresas y las pymes en México (2000-2009) (LC/L.3238-P), N° de venta S.10.II.G.41 (US\$10), 2010.
- 225. Financiamiento a la inversión de las pequeñas y medianas empresas: el caso de El Salvador (LC/L.3236-P), N° de venta S.10.II.G.39 (US\$10), 2010.

**FINANCIAMIENTO PARA EL DESARROLLO**

248

**FINANCIAMIENTO PARA EL DESARROLLO**

**FINANCIAMIENTO PARA EL DESARROLLO**



COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE  
ECONOMIC COMMISSION FOR LATIN AMERICA AND THE CARIBBEAN  
[www.cepal.org](http://www.cepal.org)