

PALABRAS CLAVE

Inversiones
 Financiación
 Servicios financieros
 Instituciones financieras
 Bancos
 Acciones
 Bonos
 Movimientos de capital
 Mercados de capital
 Financiamiento de empresas
 América Latina

América Latina: sistemas financieros y financiamiento de la inversión.

Diagnósticos y propuestas

Luis Felipe Jiménez y Sandra Manuelito

Con el fin de hacer propuestas tendientes a fortalecer el financiamiento de la inversión en América Latina, en este trabajo se examinan las principales características de sus sistemas financieros. Primero se efectúa un diagnóstico de los sistemas bancarios, los mercados accionarios, los bonos y los flujos financieros externos respecto de su capacidad para apoyar la inversión. Luego se analizan los principales factores de índole macro y microeconómica, así como ciertos rasgos estructurales que han determinado un bajo grado de desarrollo financiero y la falta de adecuación de los sistemas a las necesidades de financiamiento de la inversión. Sobre la base de estos antecedentes, se realizan propuestas orientadas a elevar la capacidad de los sistemas financieros para apoyar la inversión en empresas de todo tamaño, pero también se proponen lineamientos para favorecer el acceso al crédito de largo plazo de aquellas de menor tamaño.

Luis Felipe Jiménez
 Oficial de asuntos económicos
 División de Desarrollo Económico,
 CEPAL

✉ felipe.jimenez@cepal.org

Sandra Manuelito
 Oficial de asuntos económicos
 División de Desarrollo Económico,
 CEPAL

✉ sandra.manuelito@cepal.org

I

Introducción

Una de las propuestas clave de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) apunta a la necesidad de incrementar los bajos niveles de inversión que muestra América Latina en comparación tanto con los países desarrollados como con otras regiones emergentes. En 2008, año en que la región anotó la mayor tasa de inversión desde 1980, esta se situó en un 23,4% del producto interno bruto (PIB), medido en dólares corrientes.¹ En términos comparativos, la tasa de inversión de América Latina ha sido históricamente inferior a la anotada por otras regiones emergentes, y en particular por Asia en desarrollo, donde dicha tasa aumentó de un 27,8% registrado en 1980 a cifras cercanas al 35% a mediados de los años noventa y superiores al 40% en la actualidad.

Además, en la región no se ha generado el ahorro nacional suficiente para financiar su inversión, y en ciertas ocasiones tampoco las divisas necesarias para solventar el componente importado de esta. Por lo tanto, la expansión de la inversión ha dependido en buena medida del financiamiento externo, según la disponibilidad de recursos en los mercados internacionales. De esta forma, y en términos de su origen nacional o externo, la composición del financiamiento de la inversión en América Latina es similar a la registrada en las regiones de África subsahariana y Europa central y oriental. Además, en comparación con los países de Asia en desarrollo, cuyo crecimiento económico ha sido elevado y sostenido, se aprecia que la inversión en esa región ha sido financiada fundamentalmente con ahorro nacional, más aún 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 la atracción de recursos de inversión. En consecuencia, cuando ese acceso ha estado restringido, se ha observado una disminución de las tasas de inversión. Un cambio en este escenario representó el período 2003-2008,

durante el cual la región anotó un aumento sostenido de la inversión a la par de un incremento importante en el ahorro nacional. Dicho cambio obedeció sobre todo a la acentuada alza en el ingreso nacional, sostenida por los altos precios de los productos básicos y un engrosamiento de los ingresos por concepto de remesas, especialmente en el caso de los países de Centroamérica.²

En las economías modernas, los esfuerzos de ahorro se expresan en la demanda de activos financieros con características de plazos y riesgos acordes con las preferencias y necesidades de los ahorrantes. Además, en esta demanda se incluye un conjunto de servicios orientados a hacer frente a diversas contingencias (seguros en general y especialmente aquellos relacionados con poder mantener los ingresos durante la fase de retiro laboral) y satisfacer necesidades ligadas a la creciente complejización de las economías.

Esa intención de ahorro se verá frustrada si no existe la capacidad para proveer el tipo de instrumentos y servicios demandados. En esos casos los esfuerzos de ahorro se traducirán en acumulación de bienes reales o en egreso de capitales al exterior, en lugar de un mayor ahorro financiero en el país. Con el tiempo se creará un círculo vicioso, con una paulatina pérdida de la capacidad para movilizar esas posibilidades de ahorro y un ahorro efectivo inferior al potencial. A la vez, si no existen los instrumentos para enfrentar las contingencias, las personas y las empresas estarán sujetas a riesgos mayores a los deseados, lo que afectará en mayor medida a quienes no se hallen adscritos a los esquemas formales de protección social y a las empresas marginadas del sistema financiero.

Asimismo, la decisión de inversión se traducirá, entre otras cosas, en una demanda de recursos y servicios que permitan cubrir los riesgos operativos y durante el ciclo de la inversión. Si el desarrollo institucional no es el apropiado, la inversión estará restringida por las posibilidades de la empresa de generar recursos internos. Así, la inversión efectiva será inferior a la potencial y estará sujeta a las capacidades internas de las empresas para absorber riesgos, de modo que solo se realizarán los proyectos de rentabilidad más alta o de menor

□ Los autores agradecen los comentarios recibidos de parte del Sr. Osvaldo Kacef, Director de la División de Desarrollo Económico de la CEPAL, y de un árbitro anónimo de la Revista CEPAL.

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

² Véase Kacef y Manuelito (2008).

riesgo. En este contexto, la inversión —y con ello el crecimiento— será menor, en cuyo caso las empresas con menos acceso a recursos externos (típicamente las de menor tamaño) serán las que enfrentarán mayores grados de restricción.

Un bajo desarrollo de los mercados financieros tiene efectos sistémicos negativos y se traduce en exclusiones. De este modo, una insuficiente intermediación financiera implica que gran parte de los recursos financieros permanecen en los sectores que los generan y no necesariamente en aquellos que podrían hacer un uso más rentable de tales recursos. El subdesarrollo de ciertos segmentos del mercado, sumado a una estructura de plazos de crédito orientada al corto plazo, entraña que importantes necesidades son satisfechas solo parcialmente, en particular aquellas vinculadas al crédito para la vivienda, la prestación de seguros de vida y las pensiones. En consecuencia, solo sectores de altos ingresos pueden aspirar a cubrir en forma adecuada sus necesidades de financiamiento y protección. Asimismo, la escasez de recursos y la exigencia de mayores garantías reales por parte de sistemas bancarios menos sofisticados redundan en que el crédito disponible se dirija principalmente a empresas con acceso privilegiado.

El propósito de este artículo es analizar las principales características de los sistemas financieros en

América Latina y formular lineamientos de una estrategia tendiente a potenciar su capacidad para elevar las tasas de inversión en la región, a fin de fortalecer el crecimiento económico.³

En la sección II se examinan las características de los sistemas financieros en la región, distinguiendo 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 de bonos. Además, puesto que desde la perspectiva del financiamiento de la inversión el análisis estaría incompleto si no se incluyen las fuentes de financiación externas disponibles, se observa la composición de los flujos financieros externos.

En la sección III se discuten elementos microeconómicos, macroeconómicos y estructurales que condicionan el desarrollo de los mercados financieros internos en América Latina. En la sección IV se formulan algunas propuestas para una estrategia de desarrollo de dichos mercados en la región. El artículo termina con las principales conclusiones de este estudio.

³ Un antecedente previo muy relevante es el estudio dirigido por Barbara Stallings en 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 al de los países más desarrollados, así como respecto de otros con un nivel de ingreso per cápita similar. A su vez, no presentan 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 muestran, con pocas excepciones, un bajo nivel de desarrollo o son inexistentes. Asimismo, solo en algunos países ha habido un desarrollo significativo de inversionistas institucionales. Los mercados financieros de la región están

dominados por la presencia de bancos comerciales que retienen en su cartera una parte significativa del riesgo de sus colocaciones y emplean un fondeo sustentado básicamente en depósitos y colocaciones de bonos; también en ciertos casos acceden a recursos del sistema financiero internacional.

Este menor desarrollo financiero ha derivado en evidentes costos para el financiamiento de la inversión, en especial entre empresas de tamaño relativo menor. En efecto, como no han estado suficientemente desarrolladas 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), ha sido insuficiente la generación de recursos financieros

de horizonte más prolongado. A la vez, los riesgos han permanecido retenidos en los bancos, instituciones que —dada la naturaleza de su fondeo orientado a plazos cortos— presentan desventajas y debilidades para mantener riesgos de larga duración. Ante ello, el escaso crédito de largo plazo disponible se orientó principalmente a empresas grandes y medianas, con mayor capacidad de entregar garantías. Solo en ciertos casos, en que las grandes empresas comenzaron a acceder sostenidamente al mercado financiero internacional y redujeron su demanda de crédito bancario interno, se creó cierto incentivo para que los bancos buscaran fórmulas que permitieran un mayor acceso de empresas de menor tamaño.

1. Principales rasgos de los sistemas financieros de América Latina

a) *Los sistemas bancarios*

En la mayoría de los países de América Latina, el grado de profundidad del sistema bancario —medido por el crédito como porcentaje del PIB— es bajo si se lo compara con el de otros países y regiones del mundo. Incluso en varios países latinoamericanos la profundidad

del sistema es inferior a la de países con similar ingreso per cápita (véase el gráfico 1), con las excepciones de Chile y Panamá.⁴ El crédito al sector privado en estos países alcanzó al 100% del PIB en el año 2008. En los demás países de la región este indicador se encuentra por debajo del 60%, e incluso es inferior al 20% (la Argentina, Haití).

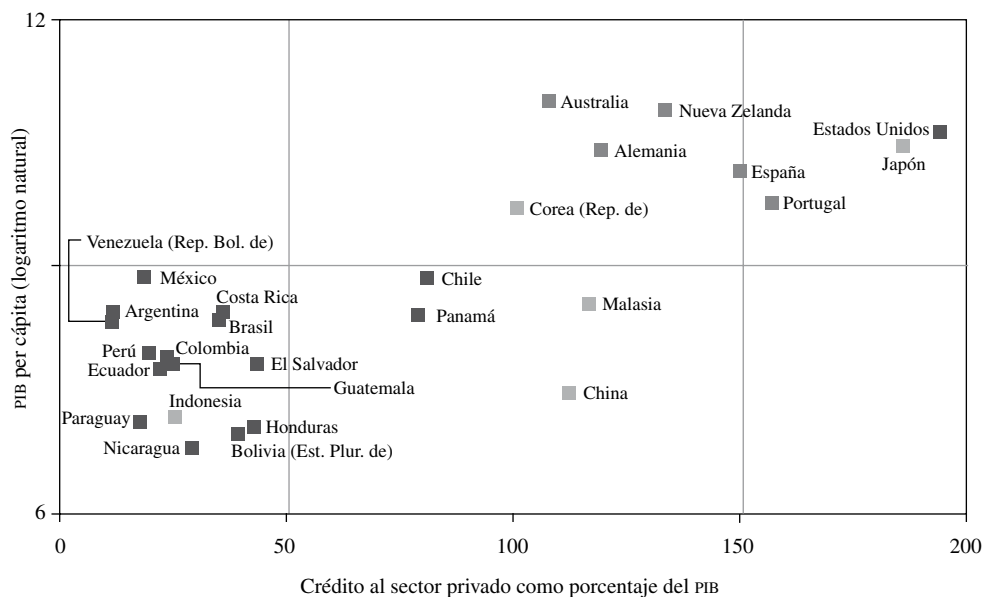
Cabe destacar que si bien entre 2003 y 2008 se experimentó en América Latina uno de los períodos de crecimiento más prolongados de los últimos 40 años, un número importante de países presentó cierto retroceso en su grado de bancarización o mantuvo un bajo nivel, como se desprende de la comparación entre dos años distantes de la década que se realiza en el gráfico 2.

En cuanto a la composición de la cartera de colocaciones se observa que, si bien esta varía entre países, en términos generales se ha orientado cada vez más al corto plazo, lo que obedece al fuerte incremento de

⁴ En el caso de Panamá, la elevada presencia de banca extraterritorial (*off-shore*) introduce distorsiones en esta cifra que conducen a sobreestimar 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)

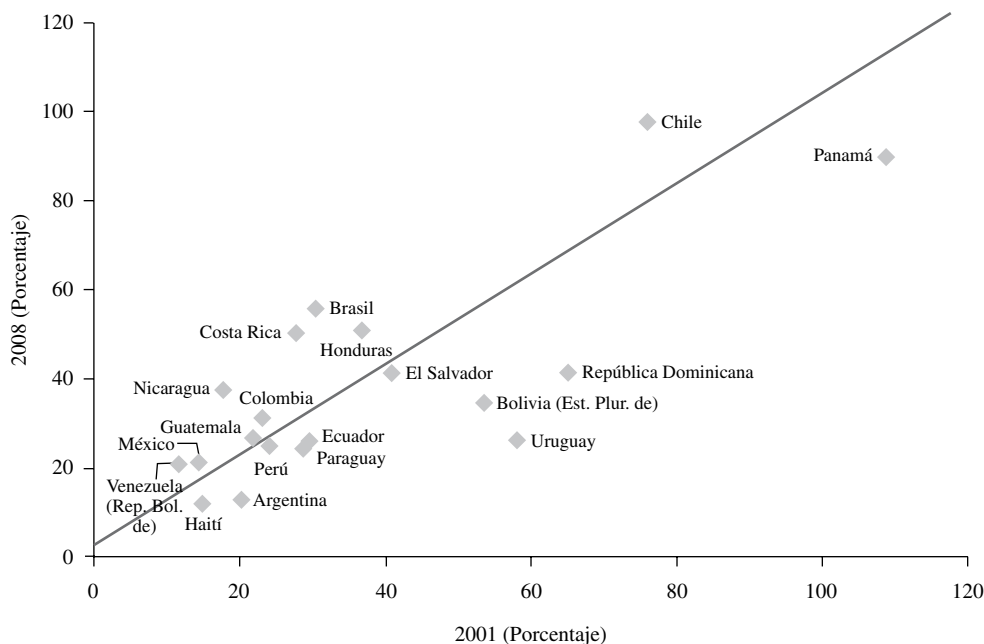


Fuente: elaboración de los autores sobre la base de Fondo Monetario Internacional (FMI), *Estadísticas financieras internacionales*.

PIB: producto interno bruto.

GRÁFICO 2

América Latina (países seleccionados): crédito al sector privado como porcentaje del PIB, 2001 y 2008



Fuente: elaboración de los autores sobre la base de Fondo Monetario Internacional (FMI), *Estadísticas financieras internacionales*, varios números.

PIB: producto interno bruto.

las colocaciones de consumo (véase el cuadro 1). No obstante, pese al aumento relativo de estos créditos, se mantiene la prevalencia de créditos a empresas. En lo referido a los créditos de más largo plazo, en particular las colocaciones hipotecarias, para vivienda o ambas, se observa un muy escaso desarrollo, con la excepción de Chile.

Otro aspecto destacado atañe a una baja transformación del ahorro financiero en financiamiento de créditos. En efecto, en varios países la relación entre los depósitos y el crédito total es superior a 1,5, lo que indica que una parte significativa de las captaciones no se está orientando directamente al crédito total (véase el gráfico 3).⁵ En los restantes países, con la excepción de Chile, esta relación se sitúa entre 1 y 1,5. Ello obedece a varios factores. Primero, el desarrollo de los mercados de capitales es magro, de modo que para el control monetario se recurre a encajes sobre los depósitos. Según

Gelos (2006), la mediana de las tasas de encaje sobre depósitos a la vista en 14 países de América Latina es de 13,8%, lo que duplica ampliamente el 5% observado en otros países emergentes. Segundo, la región posee un historial de déficits públicos financiados mediante la emisión de deuda interna que, sea por disposiciones regulatorias o bien por la alta rentabilidad que devengan y su bajo riesgo, está en las carteras de inversiones de los bancos. Desde el punto de vista del financiamiento de la inversión, ello no representaría un problema siempre que esos recursos se hayan destinado a proyectos públicos de alta rentabilidad económica y social. Si ello no es así, el crecimiento puede resultar resentido.

En lo que respecta al fondeo, los bancos de América Latina recurren preferentemente al mercado interno mediante la captación de depósitos, pero también por medio de la colocación de bonos, tanto en el mercado interno como en los mercados financieros internacionales. De hecho, de 1995 a 2004 los depósitos expresados como porcentaje del crédito aumentaron en prácticamente todos los países. Excepciones son la República Bolivariana de Venezuela y Costa Rica donde, no obstante, este

⁵ En el crédito total se considera tanto el crédito al sector privado como al sector público.

CUADRO 1

América Latina (países seleccionados): crédito por sectores como porcentaje del crédito privado, 2000, 2005 y 2009
(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 (República Bolivariana de)	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.

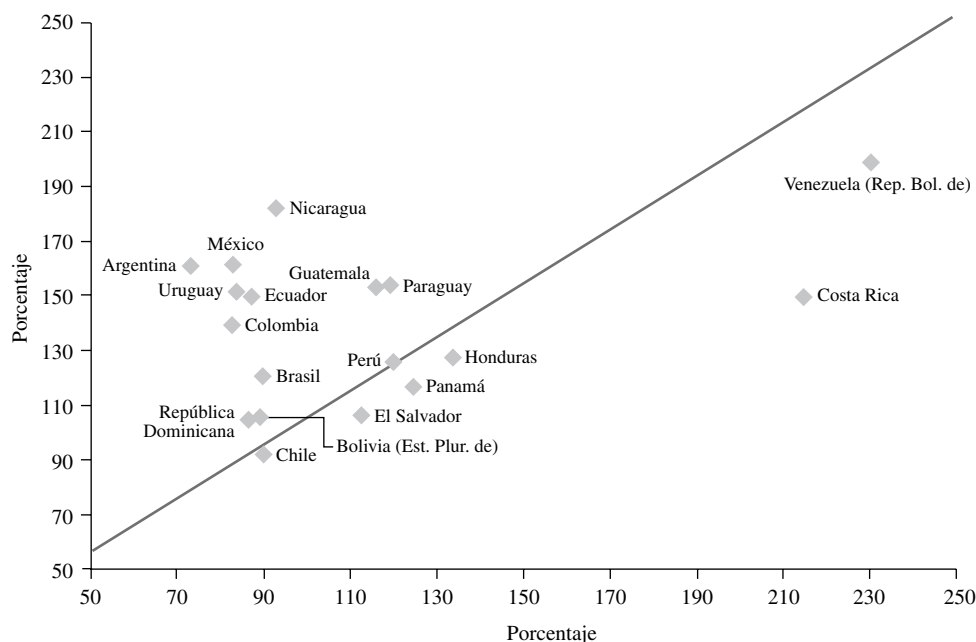
^c Corresponde al total del crédito a particulares.

^d Los datos corresponden a enero de 2001.

^e Los datos corresponden a diciembre de 2001.

GRÁFICO 3

América Latina (países seleccionados): depósitos captados por el sistema bancario nacional como porcentaje del crédito otorgado



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

porcentaje se mantiene en un valor elevado (véase el gráfico 3). Tal como se examina en detalle más adelante, también se observa una importancia descendente y reducida de pasivos con instituciones financieras extranjeras no residentes. Además, se aprecia una tendencia a la reducción en la dolarización de activos y pasivos, aunque en ciertos países esta se mantiene muy alta (véase el cuadro 2).

En términos de la calidad de la cartera de crédito, y a pesar de la diversidad de definiciones, en algunos países la cartera vencida o morosa es muy abultada (se asume corrientemente que si la cartera vencida excede de 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). Según ese criterio, la calidad del proceso crediticio es deficiente. 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 implica que si gran parte resulta incobrable el capital podría verse afectado (véase el 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 esas circunstancias el grado efectivo de cobertura sea incluso menor.

CUADRO 2

América Latina (países seleccionados): crédito y depósitos en moneda extranjera como porcentaje del total de crédito y de los depósitos totales, respectivamente, 2000, 2005 y 2009
(En porcentajes)

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

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

CUADRO 3

América Latina (17 países) sistema bancario nacional: cartera vencida como porcentaje del activo y reservas más provisiones como porcentaje de la cartera vencida, 1998 y 2004

	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 (Estado Plurinacional de)	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
República Dominicana	1,3	2,9	143,5	118,3
Uruguay	8,2	6,4	68,2	59,6
Venezuela (República Bolivariana de)	2,1	1,1	150,3	130,2

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

Los indicadores de adecuación del capital han mejorado en muchos casos, hecho atribuible a las lecciones obtenidas de crisis financieras de años previos, que hicieron aconsejable implementar reformas del proceso crediticio y una mayor correspondencia entre los niveles de riesgo de cartera y el capital. Contribuyó a este proceso la llegada de bancos extranjeros sujetos a estándares más estrictos en sus países de origen; en 2004, en la mayoría de los países se apreciaba una razón entre capital y activos ponderados por riesgo mayor que el 8% requerido por el Acuerdo de Capital de Basilea (véase el gráfico 4). No obstante, la adecuación del capital podría resultar insuficiente para cubrir las pérdidas inesperadas, dada la incompleta cobertura de las pérdidas esperadas vinculadas a la cartera morosa.

A la vez, tal como ocurre con la regulación en otras partes del mundo, posiblemente no todos los riesgos estén adecuadamente cubiertos. Es el caso de los riesgos operacionales, que son muy relevantes en países sujetos a desastres naturales (huracanes, terremotos, inundaciones, y otros fenómenos), de los riesgos derivados de la concentración de mercado⁶ (más elevada que en

países desarrollados) y de aquellos vinculados a la alta variabilidad macroeconómica.

Otra característica de los sistemas bancarios en la región son sus considerables costos operacionales, lo que a priori determina altos costos del crédito y, por lo tanto, márgenes (*spreads*) elevados. Ello obedecería en parte al bajo nivel de actividad, que dificulta el aprovechamiento de economías de escala provenientes, por ejemplo, del uso más intensivo de la cobertura territorial y de la red de sucursales. En varios países estos márgenes se acercan a los 10 puntos porcentuales y, en el caso del Brasil, superan el 30%. Sin embargo, otros factores inciden en este cuadro de menor eficiencia. Por lo general, los sistemas bancarios presentan también una alta rentabilidad (véase el gráfico 5) en un contexto de baja competencia, como ilustran los indicadores de concentración de mercado (véase el gráfico 6).

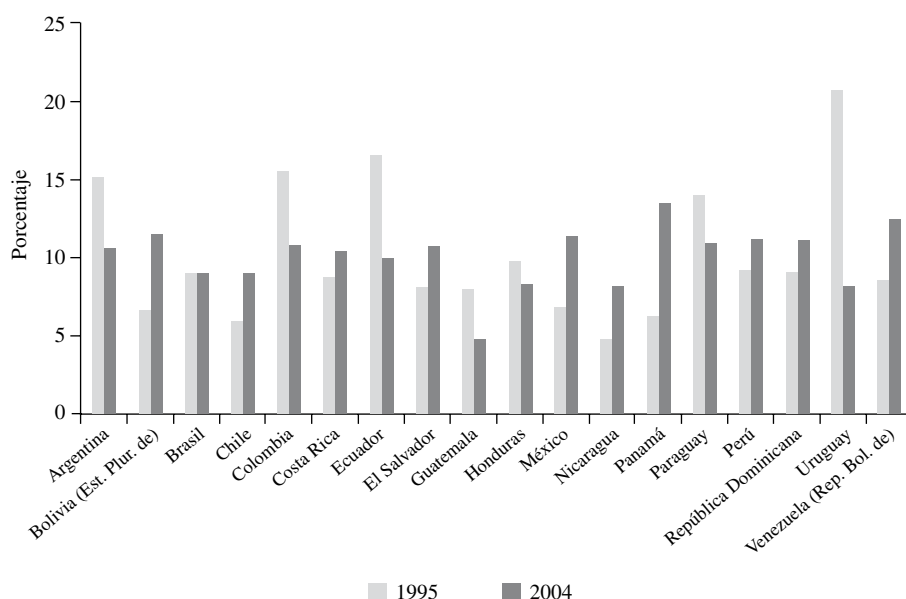
⁶ El indicador de concentración de mercado considera en forma indistinta a los bancos públicos y privados. Si bien la banca pública

puede tener un papel como instrumento de la política pública, por lo que las autoridades pueden privilegiar criterios distintos a la obtención de rentabilidad económica, se procura enfatizar en este punto la falta de competencia en el sistema bancario, ilustrada mediante la captura del mercado por un pequeño número de instituciones.

GRÁFICO 4

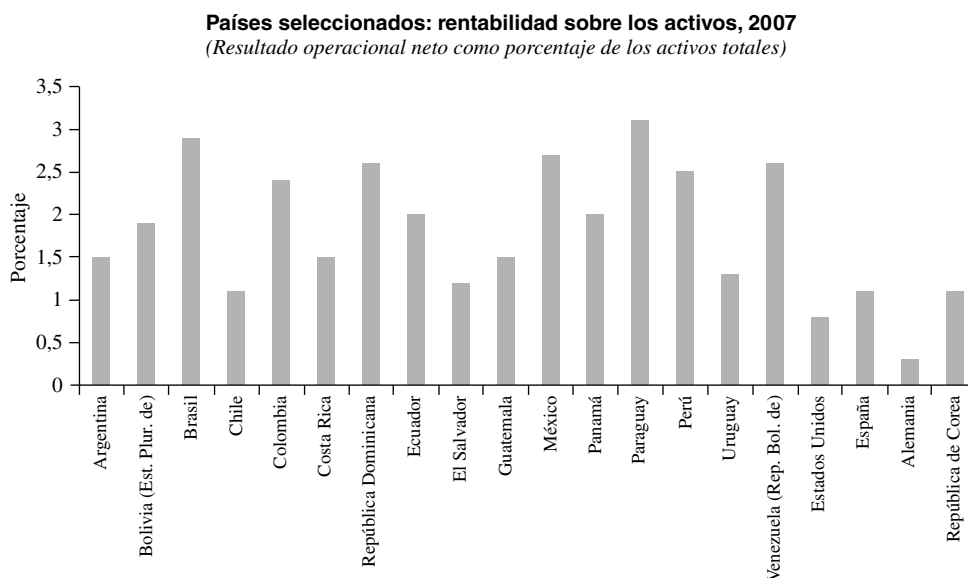
América Latina (18 países): adecuación de capital del sistema bancario, 1995 y 2004

(Capital como porcentaje del total de activos ponderados por riesgo)



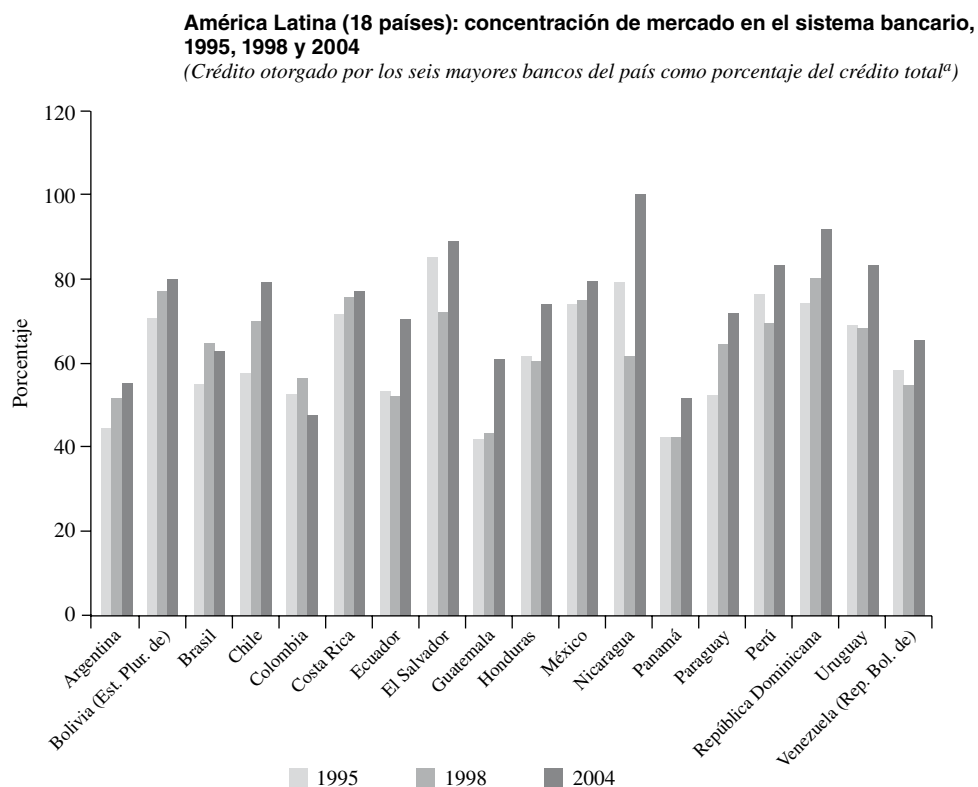
Fuente: elaboración de los autores sobre la base de datos de Latin Finance, *Latin Banking Guide & Directory*, varios números.

GRÁFICO 5



Fuente: elaboración de los autores sobre la base de datos de Fondo Monetario Internacional (FMI), *Global Financial Stability Report*, Washington D.C., 2009.

GRÁFICO 6



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

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

b) *Los mercados de capitales*

Según lo demuestra la experiencia en países desarrollados, estos mercados ofrecen un importante potencial para el financiamiento de la inversión. Un magro grado de desarrollo del mercado de capitales se traducirá en una mayor dependencia del crédito bancario, el que no necesariamente se ajusta a la naturaleza de los proyectos de inversión. 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, porque contribuyen a la materialización y generación del ahorro financiero de largo plazo, al satisfacer la demanda de inversionistas institucionales que requieran activos financieros de mayor plazo y que ofrezcan un riesgo diferente o menor al de la participación accionaria. Segundo, un mercado para deudas transables contribuye a una mejor diversificación de riesgos en dos sentidos: 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; y desde el punto de vista de la inversión, estos mercados

ofrecen la posibilidad de diversificar la estructura de los pasivos, lo que contribuye a reducir los riesgos provenientes del lado financiero de los proyectos.

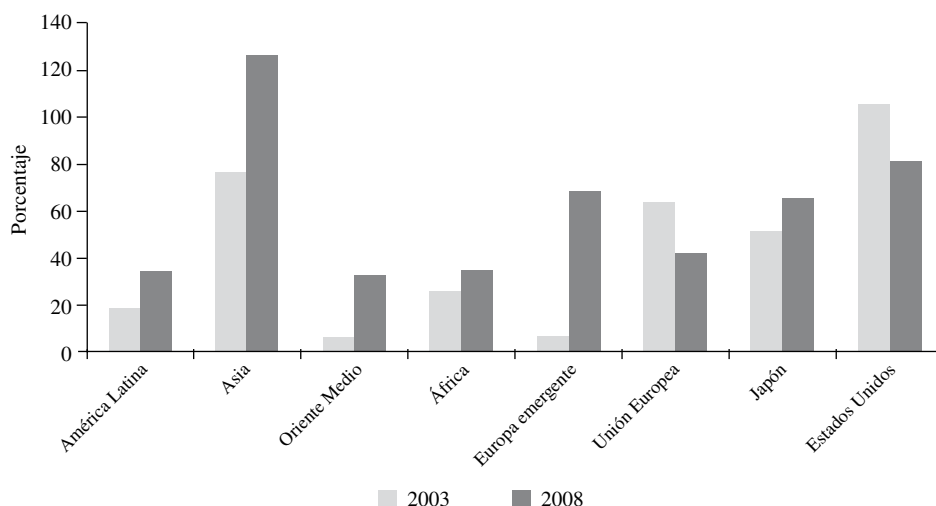
Por último, los mercados de deuda son, en las economías modernas, el canal clave para la transmisión de la política monetaria. Donde este mercado no existe, es preciso recurrir a alternativas más tradicionales de control de la liquidez, tales como los encajes obligatorios. Ese tipo de medidas afecta directamente a la eficiencia de los sistemas bancarios al imponer un costo adicional al crédito.

c) *Los mercados accionarios*

En el gráfico 7 se presenta la relación entre el valor de mercado del acervo (*stock*) de acciones emitidas y el PIB, como indicador de la profundidad del mercado. Como allí se aprecia, en América Latina, pese al dinamismo alcanzado entre 2003 y 2008, estos mercados muestran 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 los Estados Unidos y la Unión Europea a raíz de la reciente crisis financiera. En el gráfico 8 se observa la evolución reciente de emisiones accionarias en países emergentes; como allí resalta, a partir de 2002 se inicia un acelerado crecimiento de las

GRÁFICO 7

Capitalización bursátil por regiones del mundo, como porcentaje del PIB, 2003 y 2008

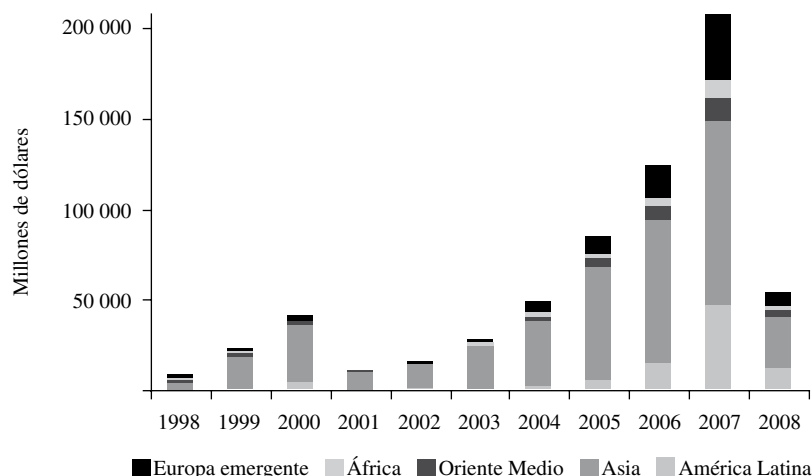


Fuente: elaboración de los autores sobre la base de Fondo Monetario Internacional (FMI), *Global Financial Stability Report*, Washington D.C., varios años.

PIB: producto interno bruto.

GRÁFICO 8

Mercados emergentes del mundo: emisiones de acciones, 1998-2008
(En millones de dólares)



Fuente: elaboración de los autores sobre la base de Fondo Monetario Internacional (FMI), *Global Financial Stability Report*, Washington D.C., varios años.

emisiones totales emergentes lideradas por Asia (principalmente la República de Corea). En América Latina la emisión de acciones en los mercados internacionales adquiere importancia a partir de 2005, siendo el Brasil el principal país emisor.

Dentro de América Latina, solo Chile muestra niveles de profundidad de mercado comparables con otras regiones; en el resto de los países el rezago es muy pronunciado o bien la ausencia de datos es un síntoma de la inexistencia del mercado accionario (véase el gráfico 9). El mercado más líquido, según el coeficiente de rotación, es el de Brasil; en tanto, los restantes mercados denotan una baja liquidez (véase el gráfico 10).⁷

d) *Los mercados de bonos*

A nivel global, los mercados de deuda mostraron un relevante dinamismo entre 2003 y 2008, sobre todo en el caso de los países más desarrollados (véanse los gráficos 11 y 12). América Latina evolucionó en forma distinta, en virtud de la reducción de la deuda pública (tanto como porcentaje del PIB como en montos absolutos, en algunos casos) apoyada en posiciones fiscales y externas fortalecidas merced a mejoras en los términos de intercambio. Incluso el comportamiento de las emisiones

de bonos en países emergentes evidencia que América Latina registra uno de los menores ritmos relativos de crecimiento de estos instrumentos. Como se desprende del gráfico 11, los mercados de deuda muestran una gran participación de bonos públicos. En general, ya que proveen una referencia respecto del costo de fondos mediante la emisión de un activo seguro o libre de riesgo, tanto en los mercados locales como internacionales la presencia de esos bonos es considerada necesaria para el desarrollo de los mercados de deuda y un mejor acceso a estos por parte de emisores privados. Además, estos bonos suelen ser empleados como garantías en operaciones interbancarias y de administración de riesgos, con lo que también contribuyen a ampliar el ámbito del mercado al permitir el desarrollo de nuevos segmentos.

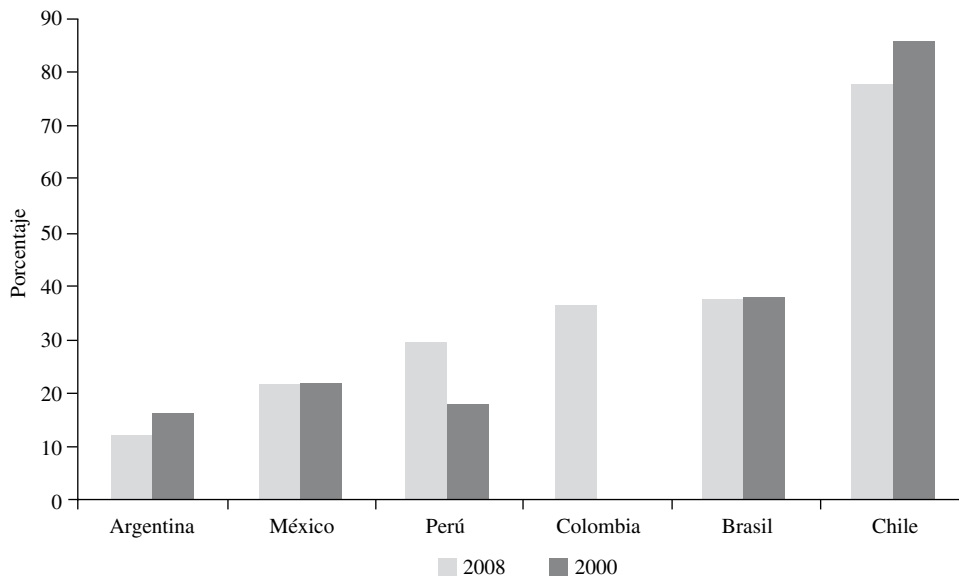
Debido a lo anterior no es sorprendente la alta presencia de bonos públicos en este mercado. Sin embargo, en América Latina dicha participación es comparativamente más abultada que en mercados de países emergentes y desarrollados (con la excepción del Japón y Europa emergente); en promedio en 2008, en América Latina la participación de los bonos públicos en el total de los bonos emitidos fue del 63,8%, 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%).⁸

⁷ A modo de comparación, el coeficiente de rotación accionario del total de las bolsas que reportan a la Federación Mundial de Bolsas fue de 96,6% en 2007, 98,5% en 2008 y 78,4% en 2009.

⁸ Según cifras del Fondo Monetario Internacional, *Informe sobre la estabilidad financiera mundial*, varios números.

GRÁFICO 9

América Latina (países seleccionados): capitalización bursátil como porcentaje del PIB, 2000 y 2008

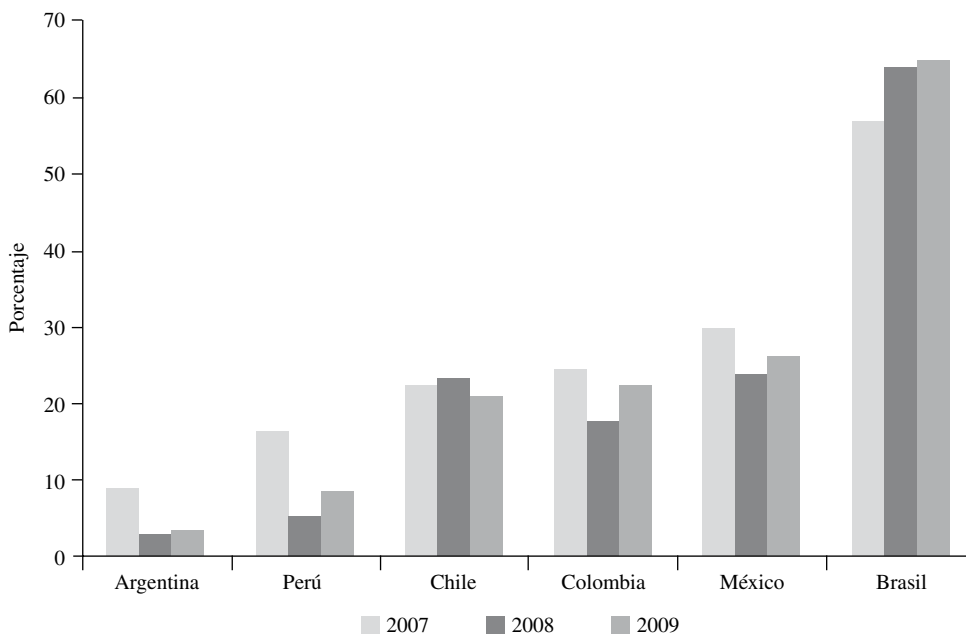


Fuente: elaboración de los autores sobre la base de datos de la *World Federation of Exchanges*.

PIB: producto interno bruto.

GRÁFICO 10

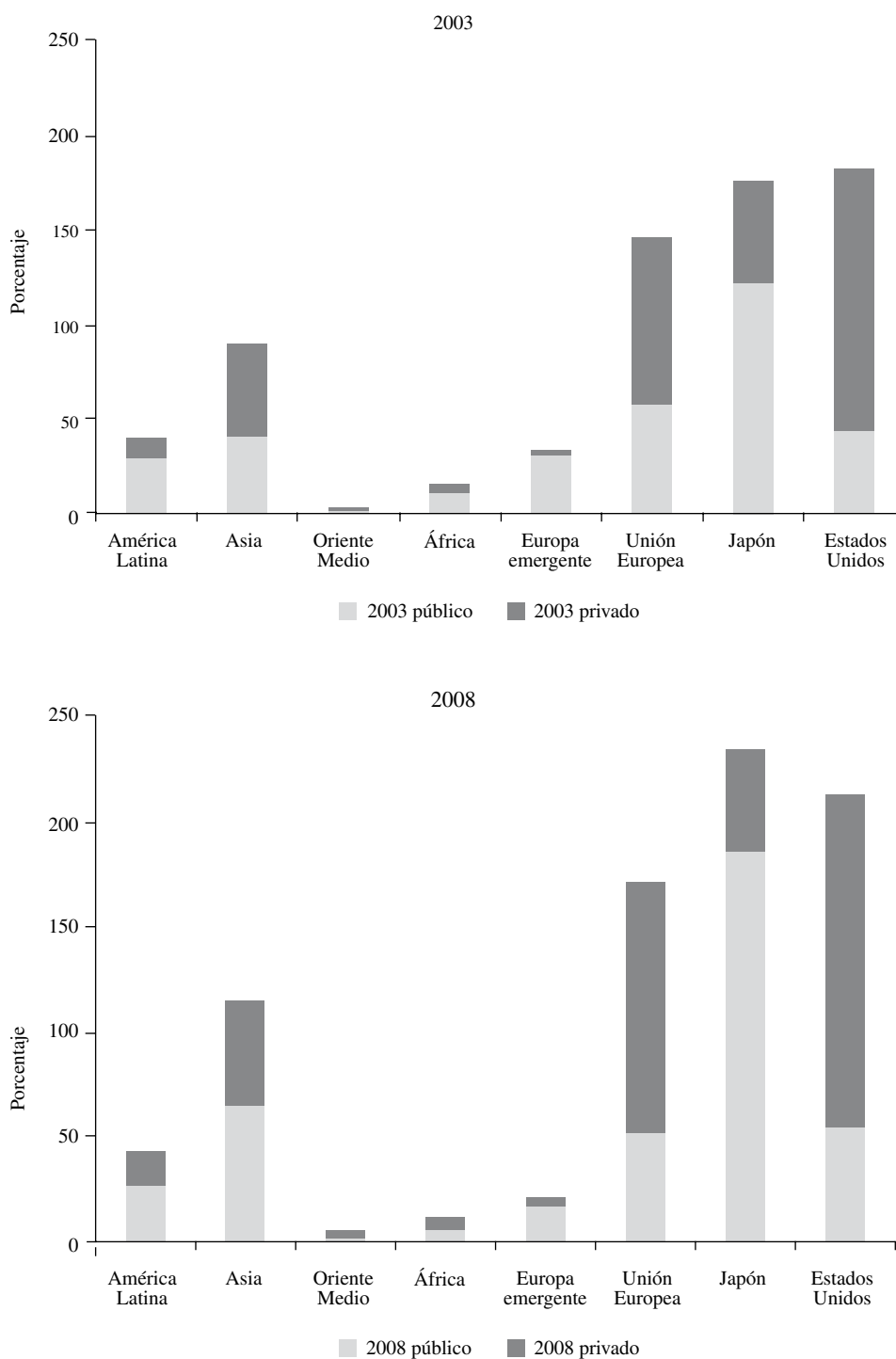
América Latina (países seleccionados): coeficiente de rotación en los mercados accionarios, 2007, 2008 y 2009
(Como porcentaje de la capitalización bursátil)



Fuente: elaboración de los autores sobre la base de datos de la *World Federation of Exchanges*.

GRÁFICO 11

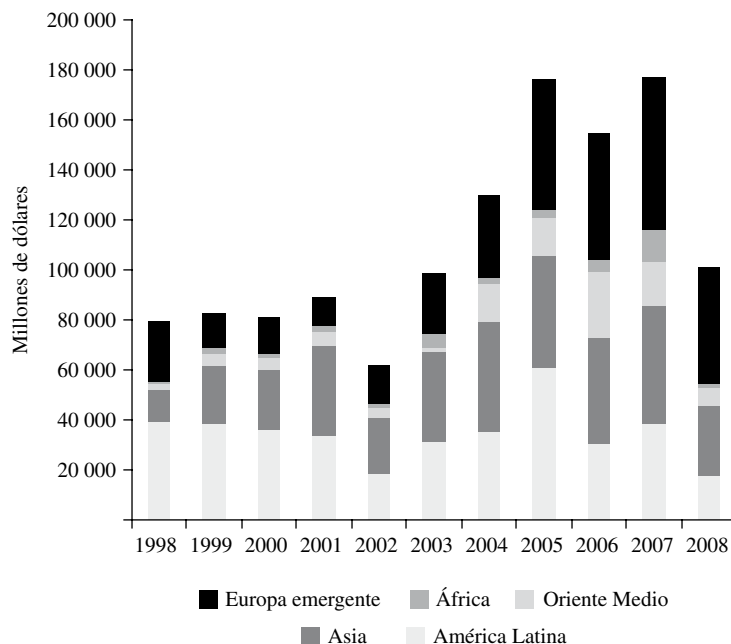
Mercado global por regiones del mundo: títulos de deuda pública y deuda privada, 2003 y 2008
(Como porcentaje del PIB)



Fuente: elaboración de los autores sobre la base de Fondo Monetario Internacional (FMI), *Global Financial Stability Report*, Washington, D.C., varios años.

GRÁFICO 12

Mercados emergentes: emisiones de bonos, 1998-2008
(En millones de dólares)



Fuente: elaboración de los autores sobre la base de Fondo Monetario Internacional (FMI), *Global Financial Stability Report*, Washington, D.C., varios años.

Esta situación tendió a acentuarse recientemente ante el reemplazo de deuda externa por interna que varios países implementaron a partir de la mejora de su situación fiscal y externa a partir de 2003.

Este elevado peso de los bonos públicos en el mercado de deuda debiera conducir a poner atención en dos aspectos del financiamiento de la inversión en la región. Primero, 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 a la emisión de bonos privados, restringiendo a la vez el crédito bancario por la vía de tenencias obligatorias de bonos de la deuda pública o debido a sus elevados retornos.

Segundo, es posible que una fuerte presión de la deuda pública en un mercado 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, cuando existe cierta integración financiera con el mundo, podría haber agudizado las entradas de capitales que

han acentuado tendencias recientes a la apreciación cambiaria.

En ambos casos el problema no radica en un exceso de deuda pública como porcentaje del PIB si se compara con otras regiones. Tampoco es necesariamente un problema de insostenibilidad de la deuda, en el sentido de la capacidad del Estado para hacer frente a sus compromisos. Más bien, la explicación estriba en una insuficiente capacidad de generación de recursos financieros domésticos, originada en sistemas financieros de bajo desarrollo. Este fenómeno podría agudizarse debido a restricciones al ingreso de capitales externos.

Conviene destacar que las evidencias respecto de la composición de los bonos emitidos en la región (excluidos los instrumentos de control monetario) tampoco resultan funcionales al financiamiento de la inversión. En comparación con otras regiones emergentes y países industrializados, la presencia de instrumentos a tasa de interés flotante, indexados a la inflación o ambos es desproporcionadamente abultada. Hacia el año 2009, en los países con disponibilidad de datos se apreciaba que la participación promedio de los bonos a tasa variable era del 41% y del 25% la de los indexados, en tanto que

la de aquellos a tasa fija era del 31%. En contraste, la participación de bonos a tasa fija alcanzaba al 66% y el 77% para el total de países emergentes e industrializados, respectivamente.⁹ En la mayoría de los casos, ello implica que aumentan las dificultades para financiar la inversión por esta vía, ya que a los riesgos normales del proyecto de inversión se agregan los riesgos de fluctuaciones en las tasas de interés y la inflación. La relativa inexistencia de instrumentos y mercados para cubrir estos riesgos agrava la dificultad.

2. Los flujos de financiamiento externo

En esta sección se discuten separadamente las principales características de los flujos de carácter financiero externo, en virtud de su importancia en el debate relativo a las políticas financieras. Los efectos de estos flujos, compuestos principalmente por la inversión extranjera directa (IED), la inversión de cartera y los activos netos de otra inversión tienden a reflejarse en la evolución y características de los mercados bancarios, de capitales y de deuda.¹⁰ No obstante, un examen detallado arroja una visión más precisa de su aporte al financiamiento en la región.

El paulatino acceso de los países a los mercados internacionales se tradujo no solo en un incremento de las emisiones de bonos, sino también en un aumento del ingreso de capitales. En lo que atañe a la IED, esta creció considerablemente durante los años noventa de la mano de los procesos de privatización, la liberalización de algunos mercados y el establecimiento de garantías a los inversionistas extranjeros.

Durante el inicio de la década de 2000, los ingresos de la IED disminuyeron ostensiblemente con relación a los máximos registrados en 1999, pero se mantuvieron por sobre los niveles de la primera mitad de los años noventa. En 2007 y 2008, la región anotó nuevamente un récord de ingresos provenientes de la IED, debido a los altos flujos hacia el Brasil y México (véase el gráfico 13).

En lo atinente a la inversión de cartera, esta se acrecentó en forma notable en los primeros años noventa

—reflejando 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 que se sintieron en la región las repercusiones de la crisis asiática. Posteriormente, en el contexto de situaciones de incumplimiento (*default*) de compromisos externos por parte de algunos países, de la crisis de las empresas *punto.com* y las turbulencias que afectaron a la economía de los Estados Unidos a partir del año 2000, estos flujos prácticamente desaparecen o se tornan negativos. Solo en 2007 y 2010 los flujos netos de inversión de portafolio adquirieron importancia para la región, debido al aumento de las emisiones de títulos públicos en moneda nacional por parte de varios países, de los procesos de reestructuración de deuda externa y sustitución de deuda externa por deuda interna, del mayor dinamismo de los mercados financieros internos sobre todo en el Brasil, Chile y el Perú, y más recientemente a causa de los progresos en la calidad crediticia expresada en la mejora en las calificaciones de riesgo soberano.

Las emisiones de bonos en el mercado internacional por parte de los países de América Latina adquirieron un cierto dinamismo en el primer quinquenio de los años noventa, interrumpido por la eclosión de la crisis asiática en 1997, para luego estancarse a consecuencia del incumplimiento de compromisos externos por parte del Ecuador (1999) y la Argentina (2001), a lo que se sumó la crisis estadounidense de 2000-2001 (véase el gráfico 14).¹¹ Posteriormente, a medida que se recuperó la confianza en los mercados, tendió a retomarse el ritmo de emisiones de bonos externos. Empero, 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, en que se privilegió la emisión en los mercados locales.

Pese a que varios países han tenido acceso a esta forma de financiamiento, la Argentina, el Brasil y México registran los mayores montos de emisiones. Si bien en un primer momento las emisiones de bonos en los mercados internacionales se concentraban 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 (véanse los

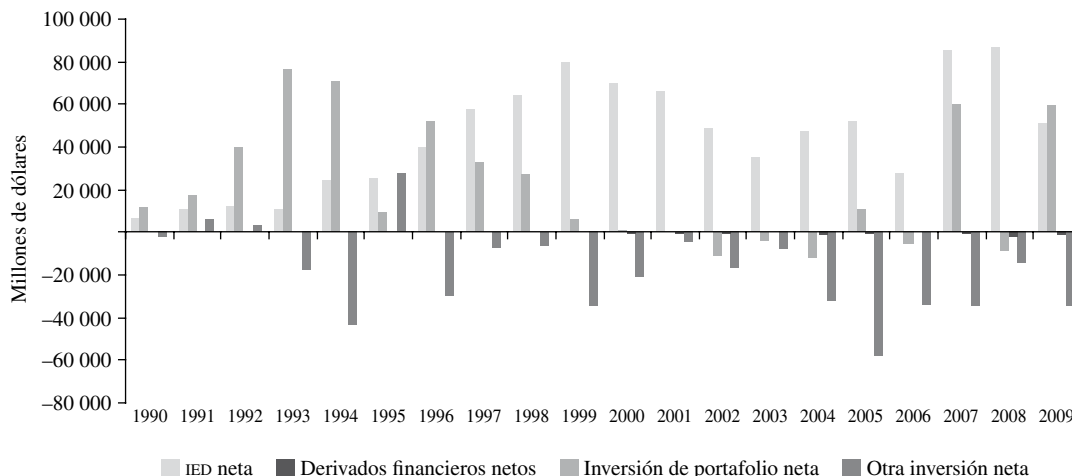
⁹ Véase BPI (2007) y la actualización de la base de datos en el sitio web www.bis.org. Los países de la región incluidos son la Argentina, el Brasil, Chile, Colombia, México, el Perú y República Bolivariana de Venezuela.

¹⁰ Los activos netos de otra inversión son una categoría residual en que se recogen todas las transacciones financieras, excepto la IED, la inversión de cartera (acciones, bonos y notas) y los activos de reservas. Se incluyen por lo tanto los flujos netos de créditos externos y de depósitos, entre otros.

¹¹ El monto de nuevas emisiones por parte de la Argentina en 2005 obedece esencialmente a los esfuerzos de reestructuración (canje) de la deuda externa, más que a un retorno al financiamiento externo voluntario.

GRÁFICO 13

América Latina: flujos netos de IED, inversión de portafolio y activos de otras inversiones
(En millones de dólares)



Fuente: elaboración de los autores sobre la base de Fondo Monetario Internacional (FMI), estadísticas de la balanza de pagos.

IED: inversión extranjera directa.

gráficos 14 y 15). Sin embargo, solo 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 del Brasil, Chile y México. Finalmente, evidencias recientes indican que durante 2010 las emisiones privadas experimentaron un nivel históricamente alto, destacándose las efectuadas por bancos.¹²

A su vez, los activos netos de otra inversión¹³ registran signo negativo, lo que pone de manifiesto una salida neta de capitales de la región hacia el resto del mundo, con la excepción de los años 1992, 1995 y 1997. Sin embargo, las razones por las que se da este resultado, en términos agregados regionales, corresponden a eventos particulares de algunos años (1994, 1999 y 2002, años en que se registraron crisis financieras y de balanza de pagos en algunos países) o de ciertos países (pago de préstamos bancarios y de organismos internacionales entre 2003 y 2006 en varios de ellos).

A partir de 2007 se aprecia un aumento generalizado de los créditos bancarios externos.¹⁴ Este engrosamiento 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 internacionales, pudo acrecentar considerablemente su endeudamiento externo (véase el gráfico 16). Esta evolución es consistente con cierto aumento en los créditos sindicados y la tendencia a un menor fondeo en el exterior por parte de los bancos de la región.

Desde una perspectiva de más largo plazo, se verifica 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 1980. Las obligaciones externas de los bancos han crecido en forma mucho más pausada que en otras zonas emergentes y son las más bajas en términos absolutos (véase el gráfico 17). Hasta el año 2007 las obligaciones externas de los bancos se mantuvieron estancadas en un nivel absoluto similar al de mediados de los años ochenta; desde entonces se inicia un alza que fue interrumpida en 2008 por la crisis financiera global, mostrando luego cierto retroceso que no revierte totalmente el crecimiento previo. En contraste, las otras regiones emergentes registraron caídas más agudas que América Latina durante la reciente crisis, debido precisamente a su mayor exposición externa.¹⁵

Otra forma de examinar este aspecto es a través de la evolución de los créditos sindicados de bancos

¹² Véase CEPAL (2011).

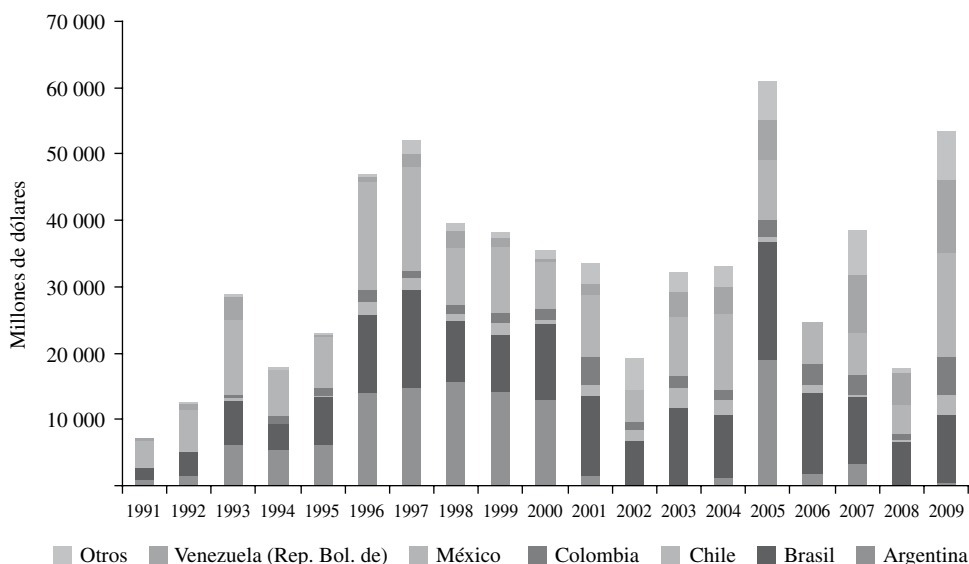
¹³ Se refiere a una partida de la balanza de pagos.

¹⁴ Base de datos del BPI.

¹⁵ Véase CEPAL (2009a y 2009b).

GRÁFICO 14

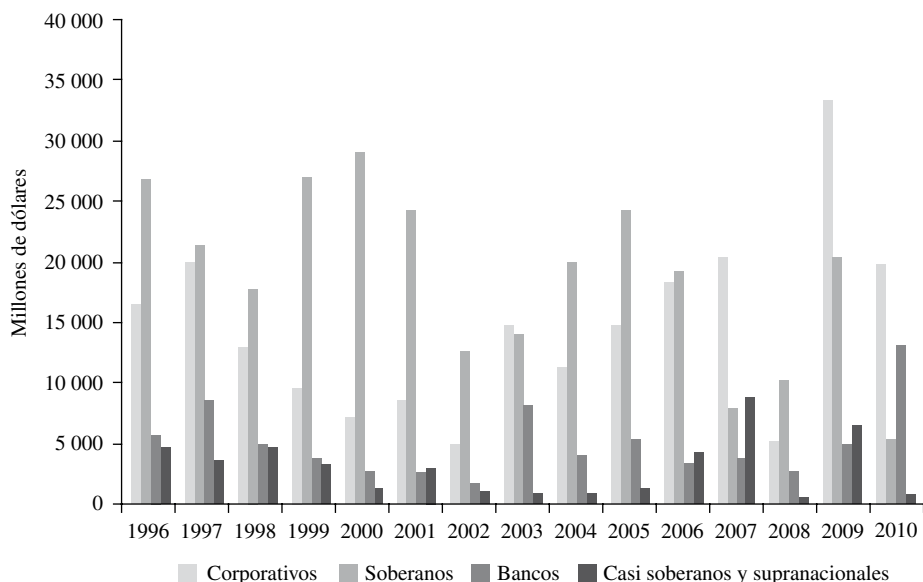
América Latina: emisiones de bonos en los mercados internacionales, 1991-2009
(En millones de dólares)



Fuente: elaboración de los autores sobre la base de Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), *Balance preliminar de América Latina y el Caribe*, Santiago de Chile, varios años; y Fondo Monetario Internacional (FMI), *Global Financial Stability Report*, Washington, D.C., varios años.

GRÁFICO 15

América Latina: emisiones de bonos en los mercados internacionales, por sector, 1996-2010
(En millones de dólares)

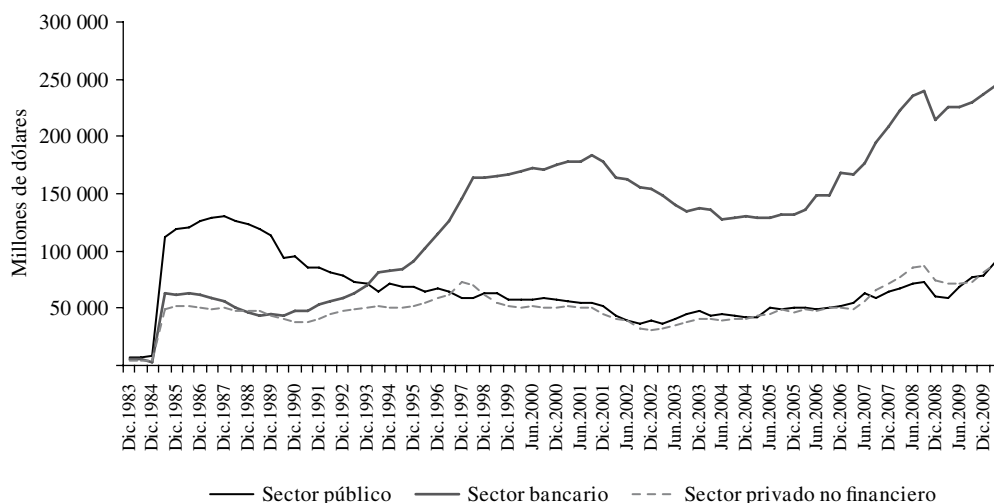


Fuente: elaboración de los autores sobre la base de Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), *Capital Flows to Latin America*, Washington, D.C., Oficina de la CEPAL en Washington, D.C., varios números.

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

GRÁFICO 16

América Latina: obligaciones externas con los bancos que reportan al BPI, por sectores, diciembre de 1983-diciembre de 2009
(En millones de dólares)



Fuente: elaboración de los autores sobre la base de Banco de Pagos Internacionales (BPI).

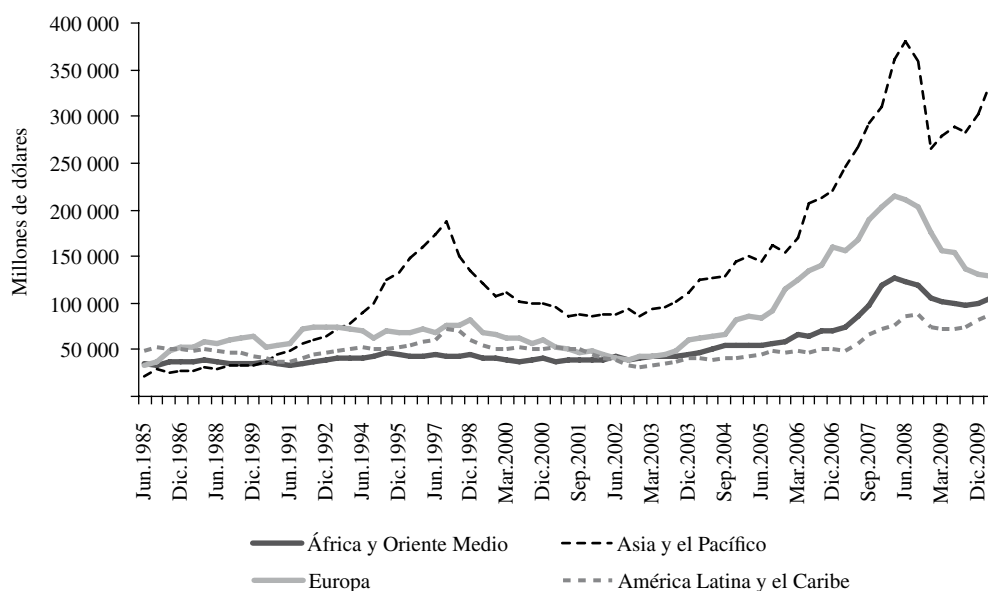
extranjeros a las economías emergentes. Las tendencias antes mencionadas se verifican nuevamente aquí (véase el gráfico 18). Se concluye, entonces, que los bancos de América Latina y el Caribe muestran una tendencia decreciente en el largo plazo en su exposición al endeudamiento con bancos extranjeros no residentes.

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, a consecuencia de la emigración creciente de latinoamericanos a los Estados Unidos y países de la Unión Europea, y también a países limítrofes (véase

el gráfico 19). A esto se suman los progresos en las estadísticas, que han permitido mejorar los registros de los montos recibidos, y especialmente las mayores facilidades —en términos tecnológicos— para el envío entre países. Pese a que en términos agregados las remesas de emigrantes representan un porcentaje pequeño del PIB regional, alcanzando en 2008 a un 1,4% del PIB, su aumento ha sido sostenido. A raíz de ello, en algunos países y especialmente en los de Centroamérica, la relevancia de las remesas de los emigrados es considerable, situándose como porcentaje del PIB entre el 10% y el 20%.

GRÁFICO 17

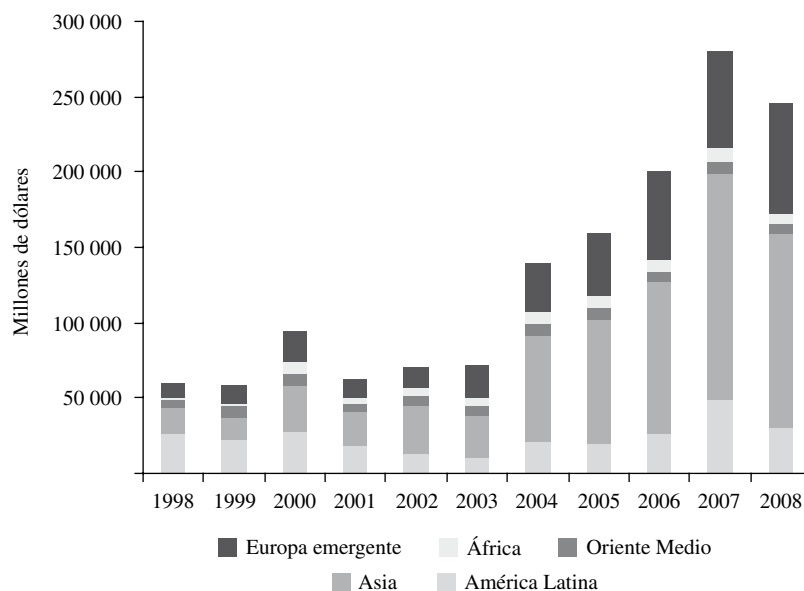
Obligaciones externas de los bancos de países emergentes con bancos que reportan al BPI, por regiones, junio de 1985-diciembre de 2009
(En millones de dólares)



Fuente: elaboración de los autores sobre la base de Banco de Pagos Internacionales (BPI).

GRÁFICO 18

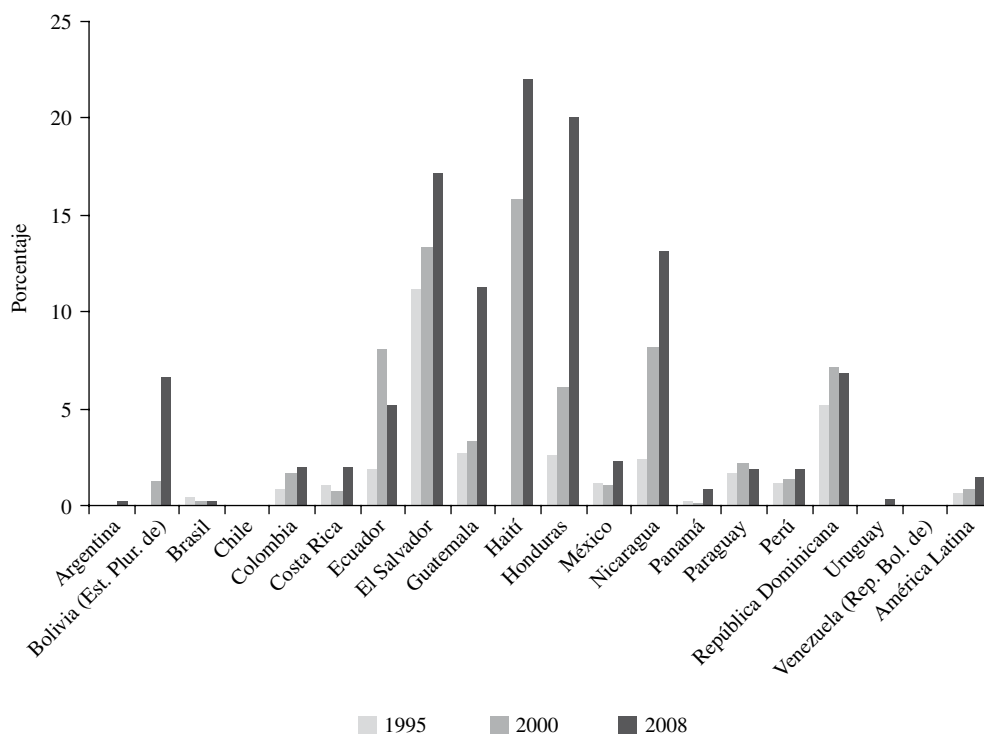
Préstamos sindicados, por regiones
(En millones de dólares)



Fuente: elaboración de los autores sobre la base de *Global Financial Stability Report*, Fondo Monetario Internacional (FMI), Washington, D.C., varios números.

GRÁFICO 19

América Latina (19 países): ingresos por concepto de remesas de trabajadores emigrados, 1995, 2000 y 2008
(En millones de dólares, como porcentaje del PIB)



Fuente: elaboración de los autores sobre la base de Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas Financieras Internacionales*, Washington, D.C.

III

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

1. Factores macroeconómicos

Dentro de los principales factores que han determinado un bajo desarrollo financiero de la región, se destaca la volatilidad macroeconómica. Las economías de América Latina han estado expuestas en forma frecuente a perturbaciones (*shocks*) externas e internas, que en variadas ocasiones condujeron a crisis del sistema bancario. En efecto, con la excepción del período 2003-2008, en los últimos 30 años la tasa de crecimiento del PIB en América Latina 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. Esto se tradujo, junto con políticas de control de tasas de interés, en tasas reales negativas que desincentivaban el ahorro financiero. Al mismo tiempo, la existencia de altos déficits fiscales absorbió parte importante del limitado ahorro financiero.

La variabilidad externa ha provenido sobre todo, pero no exclusivamente, de cambios significativos en los términos de intercambio. A lo anterior se agrega la volatilidad en el ingreso de recursos financieros externos.

Ello se ha debido en parte a cambios exógenos en el ámbito externo, pero también ha derivado endógenamente de desequilibrios internos conducentes a cambios significativos en los regímenes cambiarios, de administración de liquidez externa o en ambos.

En la mayor parte de los países, las políticas fiscal, monetaria y cambiaria han tenido un comportamiento procíclico, agravando las consecuencias de las perturbaciones externas. Esto se vincula con la alta correlación entre los ingresos públicos y los precios de las exportaciones, de modo que la volatilidad de los precios de las materias primas se ha expresado, por una parte, en la variabilidad en igual dirección del gasto público, y por otra, en políticas monetarias y cambiarias que —en lugar de amortiguar las fluctuaciones en la liquidez internacional— las han transmitido directamente a los flujos financieros internos.

Así, las diversas crisis experimentadas por la región durante las últimas décadas se expresaron en variados aspectos que limitaron el apoyo a la inversión. Por ejemplo, los episodios de fuerte inflación e hiperinflación en algunos países acortaron los plazos del escaso ahorro disponible, al tiempo que hicieron subir el riesgo sistémico. A su vez, la crisis de la deuda externa durante los años ochenta y las agudas devaluaciones indujeron a la “dolarización” de una parte significativa del escaso ahorro financiero disponible. Con ello se agudizó la escasez de fondos para la inversión y se incrementaron los descalces de plazos y monedas entre activos y pasivos, ampliando los riesgos del financiamiento de largo plazo. A estos rasgos se sumó el abultado peso de la deuda pública en los mercados internos, como resultado de déficits acumulados.

2. Factores microeconómicos

a) *En el sistema bancario*

La banca latinoamericana ha experimentado un significativo cambio durante los años noventa, caracterizado por la entrada de bancos extranjeros. Ello ha significado la adopción de prácticas modernas de financiamiento y administración de riesgos, pero sus efectos están aún lejos de materializarse en términos del aumento de la bancarización a niveles semejantes a los de países de similar PIB per cápita.

De este modo, en diversos análisis se han destacado los problemas que enfrenta la banca para abordar la incorporación de clientes de menor tamaño. Entre ellos se mencionan las insuficiencias de los esquemas de garantías y los elevados costos de transacción en comparación con el volumen de los servicios financieros demandados.

También es preciso llamar la atención sobre la gran rentabilidad mostrada por la banca, lo que podría indicar la existencia de rentas monopólicas que desincentivan la expansión del financiamiento para medianas, pequeñas y microempresas. La alta concentración de la industria bancaria podría ser un síntoma de insuficiencias en la competencia de mercado y de la prevalencia de estructuras cuasi monopólicas, redundantes en una provisión subóptima de servicios. De hecho, la significativa expansión del crédito a través de casas comerciales señala una demanda insatisfecha, que podría ser razonablemente cubierta por la banca en términos de costo y riesgo del crédito. Del mismo modo, la experiencia del desarrollo del microcrédito en algunos países de América del Sur, como el Estado Plurinacional Bolivia, el Perú y Chile, y de Centroamérica, también atestigua la potencial ampliación de la inversión dirigida en apoyo de sectores hasta ahora insuficientemente atendidos por la banca.

b) *En los mercados accionarios*

Varios factores microeconómicos limitan el desarrollo de los mercados accionarios. Por una parte, persiste una estructura familiar de control y resistencia a abrir el capital a inversionistas externos. Por otra, los grandes conglomerados prefieren financiarse en los mercados internacionales antes que emitir en el mercado local, lo que se debe, en parte, a los abultados costos de emisión de títulos. A esto se agrega la escasa demanda de estos títulos debido a la débil protección al accionista minoritario, que lo expone a riesgos de extracción de renta por parte del controlador: baja presencia de directores independientes, debilidades de la legislación sobre uso de información privilegiada, transacciones con partes relacionadas con el controlador, la administración o con ambos, entre otras. Son también factores que afectan al desarrollo de estos mercados los límites a la participación de empresas privadas nacionales y extranjeras en ciertas áreas de la economía, las normas de contabilidad y divulgación financiera insuficientes en relación con los estándares internacionales, la falta de independencia de las auditoras externas y la ausencia de esquemas que favorezcan la apertura de empresas medianas (por ejemplo, capital de riesgo).

c) *En los mercados de bonos*

Algunos factores causantes del magro desarrollo de este mercado son los mismos que se aplican al mercado accionario, y otros son de naturaleza específica. Primero, la existencia de altos costos de emisión en comparación con los mercados internacionales, debido a mayores impuestos y al reducido tamaño de los mercados

locales que no permite generar economías de escala y se traduce en una insuficiente infraestructura para las transacciones de valores, su custodia y la liquidación de las operaciones.¹⁶ Segundo, la conducción de los procesos de quiebra es más compleja y contempla plazos prolongados en comparación con los estándares internacionales. Tercero, no obstante la importancia del papel que cumple el sector público como referente, en algunos países este absorbe un porcentaje probablemente excesivo del ahorro financiero disponible. Además, el limitado desarrollo de agentes de ahorro institucional pone un freno a la cantidad de recursos disponibles y a la rotación de estos en los mercados locales, con las excepciones —en cierta medida— del Brasil y Chile.

3. Factores estructurales

Por último, cabe mencionar factores de la estructura económica que gravitan en forma significativa en el bajo desarrollo de los sistemas financieros y que afectan a la eficacia de las políticas tendientes a fortalecer el financiamiento de la inversión entre los segmentos de empresas de menor tamaño. Estos factores son:

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

Primero, los elevados grados de informalidad económica se expresan en un bajo nivel de bancarización, por cuanto las prácticas financieras normales descansan en relaciones contractuales y en registros previos que demuestren la capacidad y voluntad de pago de los potenciales sujetos de crédito. Dichas carencias limitan también la efectividad de las políticas públicas que emplean esquemas de apoyo basados en instrumentos formales.

Segundo, la debilidad de las instituciones públicas, incluidos los bancos y agencias de fomento públicas, se ha traducido en una insuficiente acción de la política en aquellos segmentos de mercado en que esta tiene un carácter pionero o catalítico de la posterior participación del sector financiero privado (por ejemplo, apoyo a microempresas, desarrollo de esquemas de garantías y del arrendamiento con opción de compra o arrendamiento financiero (*leasing*)).

Tercero, las prácticas modernas de los sistemas financieros descansan intensivamente en el uso de tecnologías de la información y las comunicaciones. Por ello, las diferencias en la disponibilidad de estas tecnologías y el rezago en la infraestructura de comunicaciones ocasionan a su vez un acceso inequitativo a los recursos y servicios del sistema financiero, tanto desde el punto de vista de los niveles de ingreso como del geográfico (diferencias entre las regiones, difícil acceso desde regiones más alejadas y menos pobladas).

IV

Aspectos de una estrategia para fortalecer el financiamiento de la inversión en la región

Antes de abordar los rasgos de una estrategia de desarrollo financiero orientada al fortalecimiento de la inversión, cabe señalar como consideración indispensable para su éxito el establecimiento de un régimen de políticas macroeconómicas conducente a la estabilidad y que posibilite la mejor absorción de las perturbaciones externas. Si bien los aspectos específicos dependen de la realidad de cada país, conviene destacar cuatro rasgos generales. Primero, una política fiscal que —acorde con las necesidades del país— promueva la sostenibilidad de las finanzas públicas, con una visión plurianual y que incluya la creación de capacidades contracíclicas. Segundo, la política monetaria debe procurar la estabilidad, proponiéndose lograr un balance

de sus aspectos nominales (inflación) y de los niveles de actividad (crecimiento y empleo). Tercero, la política cambiaria, en un marco congruente con lo anterior, debe evitar apreciaciones reales insostenibles que generalmente desembocan en desequilibrios externos. También debe proveer un grado de flexibilidad que modere la transmisión de las fluctuaciones externas. Aspectos clave para ello son el grado de integración a los mercados financieros internacionales que se adopte y la capacidad del sistema financiero doméstico para proveer coberturas ante esas fluctuaciones. Cuarto, una regulación prudencial orientada tanto a la solvencia de las instituciones de financiamiento como al control de los riesgos sistémicos.

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

Estos dos objetivos son complementarios y requieren acrecentar la capacidad del sistema para satisfacer otras necesidades derivadas del desarrollo, tales como el financiamiento de consumo y de 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 forman parte de una estrategia más amplia de fortalecimiento de la capacidad para financiar proyectos de inversión de todas las envergaduras. Las razones para ello estriban en dos características que requiere el desarrollo de los mercados financieros: potencial de liquidez y de control, y diversificación de riesgos. A esto se debe que los segmentos de mayor liquidez y menor riesgo sean los que normalmente muestran un crecimiento que precede al resto. Dichos segmentos, bajo las condiciones adecuadas, pueden servir de plataforma para la expansión del crédito hacia los segmentos menos líquidos, de mayor riesgo o ambos. Ello sugiere la conveniencia de adoptar una estrategia en que, a partir del establecimiento de los segmentos más líquidos y seguros, se aborden progresivamente la provisión privada de crédito y otros servicios financieros destinados a los segmentos incipientes en que la liquidez inicial es menor y a aquellos en que resulta más difícil controlar y diversificar riesgos. En el intertanto, la acción de la banca pública será clave para proveer recursos y servicios financieros a los segmentos no cubiertos por la banca privada. No es realista suponer que la expansión hacia estos otros segmentos —inicialmente menos atractivos para la banca tradicional— ocurrirá en forma espontánea, debido en gran medida a externalidades de información y a la necesidad de contar con mecanismos específicamente orientados a contrarrestar las dificultades de acceso al crédito de empresas de menor tamaño: sobre todo líneas de crédito de largo plazo y esquemas de garantía.¹⁷

¹⁷ 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 obtenido un crédito, entonces se facilita el proceso de evaluación para el resto del sistema bancario.

Las características específicas de una estrategia y la secuencia de políticas y medidas dependen en gran medida del avance ya alcanzado y del tamaño potencial de los mercados. A continuación se señalarán algunos aspectos internos centrales que se debieran abordar en una estrategia de desarrollo financiero. No se plantean aquí los aspectos externos, tales como la promoción de la inversión extranjera directa (IED), las estrategias de inserción en los mercados internacionales de capitales y el papel específico de los inversionistas extranjeros en el desarrollo de ciertos mercados internos, entre otros.

1. Los sistemas bancarios y el financiamiento de la inversión

Los dos principales problemas que enfrenta el apoyo a la inversión por parte de los bancos se refieren a limitaciones de su fondeo y a los mecanismos de cobertura de riesgos. En términos de la naturaleza de los fondos, la principal manifestación de la inestabilidad económica en la región es la escasez de recursos de largo plazo y el predominio de captaciones de corto plazo. A su vez, el mayor obstáculo que han enfrentado las medianas y en especial las pequeñas empresas para obtener financiamiento bancario ha sido la carencia de mecanismos que mitiguen los riesgos de repago de sus deudas.

Ambos problemas han sido abordados de diversa manera mediante la introducción de instrumentos de ahorro y de crédito, indexados o protegidos de la inflación, líneas de crédito de largo plazo para pequeñas y medianas empresas (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*, securitización, factoraje y microcrédito. Sin duda que ese continúa siendo en gran medida el camino a seguir y en varias experiencias se reportan avances relevantes, liderados en numerosos casos por instituciones públicas. No obstante, los efectos negativos de la variabilidad económica han resultado ser duraderos, lo que ha redundado en que en la mayoría de los países persista un bajo grado de intermediación bancaria. Ello sugiere que será necesario acentuar la acción catalizadora 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 gravitante en el caso de países cuyo tamaño económico relativo hace poco probable el surgimiento espontáneo de los otros segmentos del sistema financiero. En efecto, para 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.¹⁸ Todos estos aspectos son función directa de la escala de operaciones y, por ende, del tamaño de la economía. Por consiguiente, se prevé para varios países que será necesario apoyarse en los bancos de fomento como mecanismo para la provisión de recursos crediticios de largo plazo y de capital.¹⁹

Esto supone desafíos adicionales ilustrados abundantemente por la experiencia latinoamericana cuyas lecciones han contribuido a reformular el modo de operación de los bancos de fomento y las agencias de desarrollo.²⁰ Se mencionarán aquí solo algunos de los principales desafíos.

Primero, para una gestión 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, puesto que los grupos a los que se orientan y los métodos a emplear suelen ser muy distintos.

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

Tercero, los bancos de fomento y agencias de desarrollo no siempre son especialistas en la evaluación de riesgos, lo que hace necesaria la participación de agentes intermediarios privados que retengan además parte del riesgo incurrido a objeto de mantener bien alineados sus incentivos.

Cuarto, debe evitarse la captura de estas instituciones por parte de sus deudores y otros grupos de interés. Este aspecto, junto con lo señalado en el párrafo anterior, condujo a un importante cambio en la modalidad de participación de los bancos de fomento y agencias de desarrollo en el sistema financiero. Así, en lugar del crédito directo, en varios de ellos se ha adoptado la modalidad de "banco de segundo piso" para canalizar sus recursos.

Quinto, es preciso que la acción pública no inhiba el surgimiento de soluciones de carácter privado, como ocurre cuando la provisión de financiamiento y garantías va acompañada de elevados componentes de subsidio, que terminan por distorsionar los precios relativos a tal punto que no hacen competitiva una eventual participación privada en el mercado.

2. Mercados accionarios y de deuda

Dos condiciones para que estos mercados provean recursos de largo plazo destinados a la inversión son el desarrollo de inversionistas institucionales (fondos de pensiones, compañías de seguros de vida, fondos mutuos y fondos de inversión en general), y que su capacidad de ahorro financiero no sea copada por títulos de la deuda pública.

En varios países existen inversionistas institucionales con capacidad de ahorro financiero de largo plazo. No obstante, su efecto en el financiamiento de la inversión se ve limitado por disposiciones regulatorias que obligan a la compra de papeles públicos, o bien debido a las elevadas tasas de interés que estos ofrecen.

Es preciso avanzar en una estructuración apropiada del tipo de instrumentos ofrecido, sobre todo en el caso de la deuda pública. En la medida en que se consolide la estabilidad económica, será posible una mayor difusión de instrumentos de tasa fija y características homogéneas. Estos se adecúan de mejor manera 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 y denominaciones y plazos variables.²¹

En el mercado accionario se requiere avanzar en la superación de las estructuras tradicionales de propiedad, contrarrestando los desincentivos de una baja liquidez de mercado y altos costos de transacción. En cuanto a la demanda de acciones, es preciso eliminar el desincentivo proveniente de la escasa protección ofrecida a potenciales inversionistas minoritarios. En la región estos riesgos han sido poco comprendidos y su tratamiento legal es insuficiente.²² Sin embargo, han cobrado creciente relevancia a medida que los países se han integrado a las corrientes de financiamiento internacional.

¹⁸ 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.

¹⁹ El caso más destacado en la región corresponde a la experiencia del Banco de Desarrollo del Brasil (BNDES) que, a diferencia de otros bancos de desarrollo, provee tanto recursos crediticios como de capital.

²⁰ Véase ALIDE (1993).

²¹ Véase Banco Mundial/Fondo Monetario Internacional (2001) y BPI (2002).

²² Véanse los reportes del Programa de evaluación del sector financiero del Fondo Monetario Internacional (FMI) en <http://www.imf.org/external/np/fsap/fsap.asp>.

Una alternativa para enfrentar este conjunto de problemas está representada por la experiencia pionera del Brasil en la región, que demuestra que un tratamiento apropiado de estos riesgos puede traducirse en un papel más significativo de los mercados accionarios como fuentes de recursos para la inversión y las empresas innovadoras.

Las reglas para participar en los segmentos de mercado de la Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) fortalecen el poder de los accionistas minoritarios, al exigir que todas las acciones posean derecho a voto y que los directorios estén integrados por al menos un 20% de directores independientes. También se desincentiva el uso del control para extraer valor de la empresa, y se otorga a los inversionistas minoritarios el derecho a recibir el mismo precio por sus acciones que aquel obtenido por el controlador en caso de venta. A su vez, se elevan sustantivamente las exigencias respecto de la presentación de estados financieros, publicidad de las transacciones con partes relacionadas con el grupo controlador y uso de información privilegiada. Con el fin de evitar los prolongados procesos judiciales de resolución de disputas entre accionistas y la empresa, se exige que estas se resuelvan en una instancia arbitral especialmente creada por la BOVESPA.²³

Un elemento que suscita un intenso debate se refiere a los efectos que determinados impuestos, en particular a las ganancias de capital, ejercerían como disuasivo de la demanda de títulos financieros. En el caso de las acciones, diferentes enfoques apuntan a la “sub-optimalidad” de los impuestos a las ganancias de capital.²⁴ No obstante, en la mayoría de ellos se suele suponer 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, y resulta necesario recurrir a soluciones de “segundo mejor” ante un sistema que permite diversas formas de evasión y elusión. A su vez, para acciones poco líquidas o de baja frecuencia de cotización de precios, la formación de precios de los activos no es necesariamente correcta. Con ello, se crean oportunidades de manipulación de precios (con fines tributarios o para afectar al valor del control). Ambas

situaciones y las dificultades que suelen enfrentar los intentos de reforma tributaria han hasta ahora inducido a la eliminación de este impuesto, eximiéndose solo a aquellos títulos de alta presencia de mercado.²⁵

Finalmente, 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 el apoyo a esquemas de capital de riesgo y en políticas conducentes a facilitar 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 clave 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, el tipo de organización introducido en los Estados Unidos para proveer capital de riesgo a empresas medianas e innovadoras ha sido progresivamente adoptado en varios países, alcanzando importancia significativa en Israel, la India, la provincia china de Taiwán, Francia, el Reino Unido y Alemania, entre otros. En la región las experiencias de mayor desarrollo son las del Brasil y Chile, pero en varios países, entre ellos el Perú, México y Colombia, se han hecho esfuerzos por establecer este tipo de financiamiento de capital.²⁶

Este es un segmento de mercado en que los bancos de desarrollo pueden jugar un papel 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.

Con respecto a los mercados de bonos, en estudios recientes se concluye que un 25% del menor desarrollo de este mercado en América Latina, en comparación con lo observado en países desarrollados, obedece a factores relativos al tamaño de la economía (tamaño del PIB) y el nivel de ingreso (PIB por habitante).²⁷ Esto tiende a confirmar la importancia de los efectos de escala. A la vez, tal como se plantea en la literatura acerca de la influencia de los factores institucionales en el crecimiento económico, es posible que la significación del PIB por habitante esté reflejando su correlación positiva con el

²³ Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA, 2006a, 2006b, 2006c y 2006d) y Santana (2007).

²⁴ 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.

²⁵ Típicamente se exime del impuesto a los bonos de la deuda pública y aquellos emitidos por el banco central.

²⁶ Para una descripción más detallada de las características y el modo de funcionamiento de este tipo de capital véase Jiménez (2008).

²⁷ Borensztein, Eichengreen y Panizza (2008).

desarrollo institucional.²⁸ En otras palabras, un mayor desarrollo institucional es conducente, mediante diversos canales, a un PIB por habitante más alto y genera mejores condiciones para la expansión de mercados de deuda.

Asimismo, la bancarización más baja en América Latina explicaría un 15% del menor desarrollo del mercado de bonos, lo que tiende a confirmar la hipótesis de que existiría complementariedad entre ambos subsistemas, en lugar de una relación de sustitución o competencia entre ambas fuentes de recursos.²⁹

Factores de índole histórica y geográfica contribuirían con un 15% adicional del menor desarrollo. 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. Pese a ello, estas variables explicarían como máximo un 25% del menor grado de desarrollo.³⁰

En relación con los efectos de la deuda pública en el mercado de bonos corporativos, las estimaciones sugieren que predominarían los efectos de desarrollo de mercado de desplazamiento positivo (*crowding-in*),

atribuidos a los bonos públicos por su contribución a la creación de un mercado líquido con una curva de rendimientos de referencia. Estas consecuencias predominarían sobre los efectos de desplazamiento negativo (*crowding-out*) del financiamiento a privados. Sin embargo, la aplicabilidad de este resultado a América Latina debe ser cuidadosamente considerada, ya que en buena parte del período examinado solo Chile, el Brasil y México registran emisiones relevantes de bonos privados, seguidos por la Argentina en un grado bastante más bajo.³¹

Los factores institucionales conducentes a un mayor desarrollo de los mercados de bonos son similares a los que determinan la expansión de mercados accionarios, por lo que las políticas son en gran medida complementarias. En estas áreas, América Latina se sitúa en un nivel similar al de economías de Europa oriental, pero muestra rezagos respecto de países emergentes de Asia y de economías desarrolladas.³² Las instituciones y prácticas que permiten la reducción de asimetrías de información entre deudores y acreedores son aún incipientes en la mayoría de los casos.³³

²⁸ Respecto de la relación entre crecimiento económico y desarrollo institucional, véanse Acemoglu y otros (2003), y Easterly y Levine (2003).

²⁹ Claessens, Klingebiel y Schmukler (2003) y Eichengreen y Luengnareumitchai (2004) también reportan una relación de complementariedad entre el sistema bancario y el mercado de bonos.

³⁰ Borensztein, Eichengreen y Panizza (2008). Otras variables de política también resultan estadísticamente significativas, pero su contribución a la explicación del menor desarrollo de los mercados de bonos en América Latina es mucho menor que la de las variables ya mencionadas.

³¹ Véase FMI (2005a, cuadro 4.2).

³² Véase FMI (2005b, cuadro 4.3).

³³ 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 incluso así en un nivel de desarrollo inferior a lo que se aprecia en países de Asia emergente.

V

Conclusiones

En este artículo se examinaron las características de los principales componentes de los sistemas financieros de la región desde la óptica del financiamiento de la inversión. El análisis se inició con tres constataciones: primero, la tasa de inversión en la región ha sido sistemáticamente inferior a las de otras economías que, en períodos recientes, han logrado elevar su crecimiento en forma sostenida; segundo, con la salvedad del período 2003-2008, 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 clave del crecimiento y su variabilidad; tercero, se argumenta que las carencias del sistema financiero resultan críticas al determinar los niveles efectivos de ahorro e inversión, y la capacidad de las personas y empresas para enfrentar riesgos. Estas carencias se expresan en restricciones más acentuadas para las empresas de menor tamaño, que no solo 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.

En el análisis se señala que, si bien existe cierta heterogeneidad dentro de la cual algunos países denotan un mayor avance relativo, el grado de desarrollo financiero es escaso y no resulta funcional a las necesidades de la inversión. El grado de bancarización es, con pocas excepciones, inferior al de países de PIB per cápita similar, y muestra una orientación al crédito de corto plazo. El grado de conversión de los depósitos bancarios en créditos es relativamente bajo, lo que se relaciona con prácticas atrasadas de control monetario, sumadas a una elevada tenencia de títulos de deuda pública por bancos y organismos de ahorro institucional.

Las características del fondeo de los bancos acusan una reducción del grado de dolarización de sus pasivos netos y una tendencia a una menor dependencia de créditos externos. La calidad de la cartera es disímil entre países y en ciertos casos la alta morosidad da cuenta de deficiencias en los procesos crediticios. La cobertura mediante provisiones de los riesgos de la cartera es, en ciertos casos, insuficiente. Los indicadores de adecuación del capital señalarían buenas condiciones de solvencia bancaria, aunque persisten dudas acerca de la adecuada

medición e inclusión en las coberturas de todos los riesgos. Más aún, las insuficiencias en la cobertura mediante provisiones de las pérdidas esperadas podrían poner en duda la suficiencia del capital.

Los márgenes (*spreads*) de tasas de interés en la región son considerables, lo que se relaciona con los altos costos operacionales y el magro tamaño del mercado. Los elevados niveles de rentabilidad, junto con el grado de concentración bancaria, denotarían una industria poco competitiva y que encuentra débiles incentivos para expandirse a segmentos excluidos del crédito.

Los mercados accionarios presentan un marcado rezago en comparación con los de otras regiones, expresado en baja capitalización bursátil y reducida liquidez. Los mercados de bonos, que a nivel global experimentaron un gran dinamismo durante la primera década del presente siglo, también mostraron cierto crecimiento en la región, aunque en menor grado que en los países emergentes de mayor crecimiento económico. En contraste con otras regiones, en América Latina los mercados de bonos están dominados por una gran presencia de títulos de la deuda pública; en ciertos casos, ello ha presionado significativamente sobre las tasas de interés internas. Esto, no obstante, no correspondería a una situación de excesivo endeudamiento público como proporción del PIB, ni en relación con la capacidad 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.

Sin embargo, con respecto a la capacidad de generación de ahorro financiero por parte del sistema, la demanda de recursos por el sector público sería cuantiosa y redundaría en altas tasas de interés y restricciones al acceso del sector privado a recursos para financiar la inversión. El problema clave es el escaso desarrollo del sistema financiero y su insuficiente capacidad para movilizar el ahorro.

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 muestra comparativamente una desproporcionada presencia de bonos a tasas flotantes y bonos indexados, lo que se traduce en dificultades adicionales para financiar la inversión al no existir suficientes instrumentos, mercados

o ambos para cubrir los riesgos de fluctuaciones en la inflación y las tasas de interés.

También se examinaron los flujos de financiamiento externo. Se confirma la tendencia descendente del fondeo bancario mediante recursos externos y la creciente importancia de las emisiones de bonos externos —tanto soberanos como de empresas públicas— y bonos corporativos privados. El acceso a estos recursos ha estado sujeto a los vaivenes de la economía mundial y ciertas coyunturas específicas relativas a suspensiones, renegociaciones o ambas del servicio de los compromisos externos. No obstante, luego de la crisis financiera en 2008 las emisiones de bonos externos presentaron una significativa recuperación.

En lo relativo al financiamiento externo fue posible distinguir tres grupos de países. Un grupo lo constituyen aquellos que se han integrado en mayor grado a los mercados voluntarios de financiamiento externo e incorporado a la expansión global de estos flujos, por lo que muestran una estructura de financiamiento externo más compleja y una mayor “internacionalización” del financiamiento de la inversión que en décadas previas. Un segundo grupo presenta ciertas dificultades para acceder a los mercados financieros privados del exterior, de modo que su financiamiento externo sigue descansando principalmente en la cuenta corriente de la balanza de pagos y en el acceso al crédito multilateral.

Finalmente, un tercer grupo encuentra aun mayores dificultades de acceso a recursos voluntarios externos, aunque debido a su reducido tamaño económico la IED muestra cierta importancia relativa. Además, estos países suelen enfrentar mayores condicionalidades en el momento de buscar el apoyo multilateral; debido a sus dificultades internas descansan en gran medida en las remesas y en ciertos casos en las donaciones externas.

Como corresponde, 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 presenta el mayor nivel de desarrollo relativo de sus mercados financieros internos, en tanto que los otros dos grupos enfrentan mayores dificultades para financiar el crecimiento.

Tres serían los factores explicativos de esta situación. Primero, se destacan los factores de orden macroeconómico, entre los que cobran relevancia las consecuencias duraderas para la generación de ahorro financiero y en la inversión real derivadas de la experiencia previa de inestabilidad y crisis. Segundo, se examinan factores microeconómicos, tales como un bajo grado de competencia en el sector bancario, escaso desarrollo de inversionistas institucionales, débil protección de los

inversionistas minoritarios y de los acreedores, posible exceso de demanda de recursos por parte del sector público en relación con la capacidad de generación del sistema, y elevados costos de transacción vinculados a mercados pequeños Tercero, se apunta a factores estructurales, entre los que destacan la considerable presencia del sector informal y la debilidad de las instituciones públicas que debieran desempeñar un papel clave en la superación de las barreras microeconómicas.

Sobre la base de lo anterior, se reflexionó acerca de aspectos internos de una estrategia de desarrollo financiero orientada al fortalecimiento de la inversión en todo el espectro de tamaño de empresas. Se proponen dos orientaciones complementarias:

- elevar la capacidad general del sistema para financiar operaciones de largo plazo y aplicar políticas destinadas a fomentar el acceso de las empresas de menor tamaño a los recursos del sistema. La complementariedad entre estas dos orientaciones nace, por una parte, de la naturaleza de los mercados financieros, que conduce a que se desarrollen primero los segmentos más líquidos y de mayores posibilidades de control y diversificación de riesgos. Por otra, 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 hacen que sea poco realista esperar un desarrollo espontáneo del crédito a estos sectores. Pero tampoco es realista suponer que se podrá expandir el crédito a dichas empresas si no existe un desarrollo previo de los mercados más líquidos y con mejores posibilidades de control, cobertura y diversificación de riesgos.
- En el área del aumento de la bancarización, se propone como eje principal una profundización de los esfuerzos —a partir de los bancos públicos de fomento y las agencias de desarrollo— tendientes a establecer fuentes de fondos de largo plazo, el desarrollo de esquemas de garantías y la creación de nuevos mercados de financiamiento. A partir de la experiencia de la región, se proponen lecciones respecto de la modalidad de participación en el mercado de estas instituciones, orientadas a evitar su captura y fomentar la recuperación de los créditos. Este esfuerzo público debe complementarse mediante la promoción de un mayor grado de competencia en la industria bancaria.

En el área del mercado de capitales se enfatizaron aspectos del desarrollo de inversionistas institucionales y mejoramiento de la gobernabilidad corporativa relacionada con la protección de los minoritarios y los

derechos de los acreedores. Se señaló, además, la necesidad de examinar el papel en el desarrollo del mercado de la emisión de deuda pública interna que, debido a los niveles alcanzados, podría estar presionando sobre una limitada capacidad de generación de ahorro financiero interno; esto se traduciría en alzas en las tasas de interés y en el desplazamiento de las pymes respecto del acceso al crédito. 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. Así, en la experiencia mundial el capital de riesgo ha sido el punto de acceso a recursos de capital para estas empresas, experiencia que en diferente grado

ha comenzado a replicarse en la región. Además, 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 de este modo financiamiento al capital de trabajo de pequeños productores.

En síntesis, fortalecer el financiamiento de la inversión en la región supone un esfuerzo en múltiples frentes. Aquí se ha intentado destacar los principales problemas internos que hasta ahora han derivado en una insuficiente generación e intermediación de recursos por parte del sistema financiero, para ser invertidos por empresas grandes, medianas y pequeñas.

Bibliografía

- Acemoglu, Daron y otros (2003), "Institutional causes, macroeconomic symptoms: volatility, crises and growth", *Journal of Monetary Economics*, vol. 50, N° 1, Amsterdam, Elsevier.
- ALIDE (Asociación Latinoamericana de Instituciones Financieras para el Desarrollo) (1993), *Liberalización financiera y banca de desarrollo*, Lima.
- Banco Mundial/Fondo Monetario Internacional (2001), *Developing Government Bond Markets*, Washington, D.C.
- Borensztein, Eduardo, Barry Eichengreen y Ugo Panizza (2008), *Bonds Markets in Latin America*, Cambridge, Massachusetts, The MIT Press.
- BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo) (2006a), "Novo mercado", São Paulo.
- _____ (2006b), "Nível 1", São Paulo.
- _____ (2006c), "Nível 2", São Paulo.
- _____ (2006d), "Bovespa mais", São Paulo.
- BPI (Banco de Pagos Internacionales) (2007), "Financial stability and local currency bond markets", *CGFS Papers*, N° 28, Basilea, Comité del Sistema Financiero Mundial.
- _____ (2002), "The development of bond markets in emerging economies", *BIS Papers*, N° 11, Basilea.
- _____, *BIS statistical database*, Basilea.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2011), *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2010*, Santiago de Chile.
- _____ (2010), *Estudio económico de América Latina 2009-2010* (LC/G.2458-P), Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.10.II.G.3.
- _____ (2009a), *Estudio económico de América Latina 2008-2009* (LC/G.2410-P), Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.09.II.G.2.
- _____ (2009b), *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2009* (LC/G.2424-P), Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.09.II.G.149.
- Claessens, Stijn, Daniela Klingebiel y Sergio Schmukler (2003), "Government bonds in domestic and foreign currency: the role of macroeconomic and institutional factors", *CEPR Discussion Papers*, N° 3789, Londres, Centre for Economic Policy Research.
- De la Torre, Augusto y Sergio Schmukler (2004), *Whither Latin American Capital Markets?*, Washington, D.C., Banco Mundial.
- Easterly, William y Ross Levine (2003), "Tropics, germs and crops: how endowments influence economic development", *Journal of Monetary Economics*, vol. 50, N° 1, Amsterdam, Elsevier.
- Eichengreen, Barry y Pipat Luengnaruemitchai (2004), "Why doesn't Asia have bigger bonds markets?", *NBER Working Papers*, N° 10576, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2005a), *Global Financial Stability Report*, Washington, D.C., septiembre.
- _____ (2005b), *Global Financial Stability Report*, Washington, D.C., abril.
- _____, *International Financial Statistics Database*.
- _____, *Balance of Payments Statistics Database*.
- Gelos, Gaston (2006), "Banking spreads in Latin America", *IMF Working Paper*, N° 06/44, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional.
- Jiménez, Luis Felipe (2008), "Capital de riesgo e innovación en América Latina", *Revista de la CEPAL*, N° 96 (LC/G.2396-P), Santiago de Chile.
- Kacef, Osvaldo y Sandra Manuelito (2008), "El ingreso nacional bruto disponible en América Latina: una perspectiva de largo plazo", *serie Macroeconomía del desarrollo*, N° 69 (LC/G.2982-P), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.08.II.G.85.
- Santana, María Helena (2007), *Novo Mercado: the Brazilian Experience*, IFC Global Corporate Governance Forum, Washington, D.C.
- Stallings, Barbara (2006), "Financiamiento para el desarrollo: América Latina desde una perspectiva comparada", *serie Libros de la CEPAL*, N° 90 (LC/G.2316-P), Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.06.II.G.82.
- Zervos, Sara (2004), "The transaction cost of primary markets issuance: the case of Brazil, Chile and Mexico", *World Bank Policy Research Paper*, N° 3424, Washington, D.C., Banco Mundial.