

Financiamiento para el desarrollo

América Latina desde una perspectiva comparada

Barbara Stallings
con la colaboración de Rogério Studart

Naciones Unidas

CEPAL

Financiamiento para el desarrollo

América Latina desde una perspectiva comparada

Bárbara Stallings
con la colaboración de Rogério Studart





Comisión Económica para América Latina y el Caribe
(CEPAL)

Santiago de Chile, julio de 2006

Libros de la CEPAL

90

Título original:
Finance for development. Latin America in Comparative Perspective
© The Brookings Institution 2006

Para la presente edición:
Diseño de portada: Marcelo Carrillo

Publicación de las Naciones Unidas
Original: inglés
ISBN: 92-1-322929-1
LC/G.2316-P
N° de venta: S.06.II.G.82
Copyright © Naciones Unidas, julio de 2006. Todos los derechos reservados
Impreso en Naciones Unidas, Santiago de Chile

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

Índice

Resumen 13
Abstract 15
Agradecimientos 17

Capítulo 1
Financiamiento para el desarrollo: problemas y tendencias 19
El financiamiento en un nuevo modelo de desarrollo en América Latina 22
El sector financiero de América Latina en la actualidad: hechos estilizados 24
Contribuciones sustantivas y metodológicas 28
Panorama general del libro 35

Parte I Modificaciones en el sistema financiero de América Latina desde 1990: comparaciones con Asia oriental 41

Capítulo 2
Liberalización financiera, crisis y repercusiones 43
Liberalización financiera: literatura e hipótesis 44
Liberalización financiera: tendencias empíricas 48
Liberalización financiera y crisis 58
Programas de rescate: costos y resultados 72
Conclusiones 78

Capítulo 3
Cambios en la estructura de propiedad: bancos públicos, privados y extranjeros 81
Propiedad de los bancos, desempeño e instituciones: literatura e hipótesis 82
Tendencias en la propiedad de los bancos 93
Propiedad y desempeño 99
Propiedad, instituciones y desempeño 107
Conclusiones 114

Capítulo 4
En busca de la estabilidad: regulación, supervisión y entorno macroeconómico 117
Regulación y supervisión: literatura e hipótesis 119
Regulación y supervisión: situación actual 128
Regulación, supervisión y desempeño financiero 134
Conclusiones 150

Capítulo 5
De bancos a mercados de capitales: nuevas fuentes de financiamiento 153
Desempeño de los mercados de capitales: literatura e hipótesis 155
Comparación de tendencias de los mercados financieros a través de las regiones 162
Análisis de las tendencias de los mercados financieros 173
Conclusiones 188

Parte II El impacto del nuevo sistema financiero en la inversión y el acceso en América Latina 191

Capítulo 6
Chile: la propiedad mixta proporciona un nuevo modelo 193
Liberalización, crisis y respuesta 194
Modificaciones de las estructuras 202
Financiamiento, inversión y crecimiento 215
El acceso al financiamiento para pequeñas empresas 227
Conclusiones 235

Capítulo 7
México: los bancos extranjeros asumen el control 239
Liberalización, crisis y respuesta 241
Modificaciones de las estructuras 249
Financiamiento, inversión y crecimiento 262
El acceso al financiamiento para pequeñas empresas 275
Conclusiones 282

Capítulo 8
Brasil: los bancos públicos siguen desempeñando un papel fundamental 285
Liberalización, crisis y respuesta 287
Modificaciones de las estructuras 295
Financiamiento, inversión y crecimiento 308
El acceso al financiamiento para pequeñas empresas 323
Conclusiones 328

Parte III Recomendaciones de política para lograr un sistema financiero más fuerte 333

Capítulo 9
Una agenda de políticas para el sector financiero 335
Bancos y mercados de capitales desde 1990 337
Hacia una agenda de políticas sobre el financiamiento 352
Comentarios finales 363

Bibliografía 365
Publicaciones de la CEPAL 387

Índice de cuadros y gráficos

Cuadros

1.1 América Latina y Asia oriental: indicadores económicos, 1965–2003 33
1.2 América Latina y Asia oriental: población y PIB per cápita, 2003 34
2.1 Relación entre liberalización financiera y resultados 47
2.2 América Latina: índice de liberalización financiera, 1973–2002 54
2.3 Asia oriental: índice de liberalización financiera, 1973–2002 56
2.4 América Latina y Asia oriental: características anteriores a las crisis financieras 63
2.5 América Latina y Asia oriental: costo de las crisis financieras 75
2.6 América Latina y Asia oriental: desempeño cinco años antes y después de las crisis gemelas 77
3.1 Estructura de propiedad de los sistemas bancarios en el mundo, 1970–1995 94
3.2 Estructura de propiedad de los sistemas bancarios en los mercados emergentes, 1990 y 2002 96
3.3 América Latina: estructura de propiedad de los sistemas bancarios, 2001 97

3.4 Asia oriental: estructura de propiedad de los sistemas bancarios, 2001 98
3.5 Asia oriental: desempeño por tipo de propiedad de los sistemas bancarios, 2003 102
3.6 América Latina: desempeño por tipo de propiedad de los sistemas bancarios, 2003 105
3.7 América Latina y Asia oriental: índice de calidad institucional, 2002 108
4.1 América Latina y Asia oriental: regulación bancaria, 1999 129
4.2 América Latina y Asia oriental: supervisión bancaria, 1999 131
4.3 América Latina y Asia oriental: monitoreo privado, 1999 132
4.4 América Latina y Asia oriental: cambios por país en regulación y supervisión, 1999–2003 134
4.5 América Latina y Asia oriental: regulación, supervisión y crédito, 1999–2003 139
4.6 América Latina y Asia oriental: resumen de estadísticas sobre regulación y supervisión, 1990–2003 142
5.1 América Latina y Asia oriental: composición del sector financiero interno, 1990–2003 163
5.2 América Latina y Asia oriental: crédito de bancos nacionales, 1990 y 2003 166
5.3 América Latina y Asia oriental: bonos nacionales en circulación, 1990 y 2003 168
5.4 América Latina y Asia oriental: indicadores de los mercados nacionales de acciones, 1990 y 2003 169
5.5 América Latina y Asia oriental: tenedores de títulos de deuda interna, 2000 171
5.6 América Latina y Asia oriental: participación en mercados financieros internacionales, 1995 y 2003 173
5.7 América Latina y Asia oriental: indicadores macroeconómicos, 1965–2003 174
5.8 América Latina y Asia oriental: asignación de activos de fondos de pensión, circa 2002 181
6.1 Chile: activo y pasivo del sistema bancario, 1980–2003 204
6.2 Chile: características del sistema bancario, 1990–2003 205
6.3 Chile: mercados de bonos y acciones, 1981–2003 209
6.4 Chile: características del mercado de acciones, 1980–2003 211
6.5 Chile: características del mercado de bonos, 1980–2003 212
6.6 Chile: tamaño y asignación de carteras de fondos de pensión, 1981–2003 213
6.7 Chile: financiamiento internacional, 1991–2003 215
6.8 Chile: financiamiento para el sector corporativo, 1993–2003 216

6.9 Chile: indicadores de desempeño para el sistema bancario, 1990–2003 221
6.10 Chile: crédito como porcentaje del PIB por sector, 1990–2003 222
6.11 Chile: asignación de deuda bancaria por tamaño de empresa, 1994–2000 229
6.12 Chile: asignación de deuda bancaria por tamaño de empresa, 1994–2000 230
6.13 Chile: cartera de préstamos de bancos públicos, privados y extranjeros, 2003 233
7.1 México: activos, préstamos y depósitos del sistema bancario, 1980–2003 251
7.2 México: características del sistema bancario, 2003 253
7.3 México: mercados de acciones y bonos, 1986–2003 257
7.4 México: características de mercados de acciones y bonos, 1990–2003 258
7.5 México: tamaño y asignación de carteras de fondos de pensión, 1998–2003 260
7.6 México: financiamiento internacional, 1990–2003 261
7.7 México: financiamiento para el sector corporativo, 1994–2002 263
7.8 México: indicadores de desempeño para los bancos comerciales, 1990–2003 269
7.9 México: crédito como porcentaje del PIB por sector, 1990–2003 271
7.10 México: fuentes de financiamiento por tamaño de empresa, 1998 y 2003 277
8.1 Brasil: préstamos y depósitos del sistema bancario, 1998–2003 297
8.2 Brasil: características del sistema bancario, 1995–2003 298
8.3 Brasil: mercados de acciones y bonos, 1992–2003 302
8.4 Brasil: características de los mercados de acciones y bonos, 1995–2003 303
8.5 Brasil: activos de inversores institucionales, 1980–2002 304
8.6 Brasil: tamaño y asignación de carteras de fondos mutuos, 1991–2002 305
8.7 Brasil: financiamiento internacional, 1990–2003 307
8.8 Brasil: financiamiento para el sector corporativo, 1992–2003 309
8.9 Brasil: indicadores de desempeño para el sistema bancario, 1997–2003 311
8.10 Brasil: crédito al sector privado de bancos privados y públicos, 1995–2004 313
8.11 Brasil: crédito a las micro y pequeñas empresas, 2003 324
8.12 Brasil: carteras de préstamos de bancos públicos y privados, 2003 325
9.1 América Latina y Asia oriental: determinantes de la profundidad financiera, 2003 343

9.2 América Latina y Asia oriental: financiamiento de largo plazo y acceso para pymes, 2003 346

Gráficos

1.1 Reformas económicas en América Latina, 1990–2000 24
2.1 Índice de liberalización financiera por región, 1973–2002 50
2.2 Índice de liberalización financiera interna por región, 1973–2002 52
2.3 América Latina: componentes del índice de liberalización financiera, 1973–2002 53
2.4 Asia oriental: componentes del índice de liberalización financiera, 1973–2002 57
3.1 América Latina y Asia oriental: índice de calidad institucional vs. crédito al sector privado 112
3.2 América Latina y Asia oriental: índice de calidad institucional vs. cartera vencida 113
3.3 América Latina y Asia oriental: índice de calidad institucional vs. calificaciones de Moody's 113
4.1 América Latina y Asia oriental: crédito al sector privado vs. regulación 136
4.2 América Latina y Asia oriental: crédito al sector privado vs. supervisión 137
4.3 América Latina y Asia oriental: crédito al sector privado vs. monitoreo privado 138
4.4 América Latina y Asia oriental: crédito al sector privado y pasivo internacional 145
5.1 América Latina y Asia oriental: capitalización de mercado vs. ahorro interno bruto 177
5.2 América Latina y Asia oriental: capitalización de mercado vs. crecimiento del PIB 177
5.3 América Latina y Asia oriental: capitalización de mercado vs. inflación 178
5.4 América Latina y Asia oriental: capitalización de mercado vs. índice de calidad institucional 183
5.5 América Latina y Asia oriental: capitalización de mercado vs. índice de gobierno corporativo 184
6.1 Chile: composición de los mercados financieros, 1990–2003 203
6.2 Chile: tasas de crecimiento del PIB, la inversión y el crédito, 1991–2003 218
6.3 Chile: tasas de crecimiento mensual del crédito y la producción, 1990–2003 218
6.4 Chile: desempleo, cartera vencida y provisiones, 1990–2003 220

6.5 Chile: tasa de crecimiento de la inversión y nuevas emisiones de acciones y bonos corporativos, 1991–2003 225
6.6 Chile: tasas de crecimiento de la inversión y del financiamiento internacional, 1991–2003 226
6.7 Chile: cantidad de deudores y volumen de deuda, 1990–2003 228
7.1 México: composición de los mercados financieros, 1990–2003 250
7.2 México: tasas de crecimiento del PIB, la inversión y el crédito total, 1991–2003 264
7.3 México: tasas de crecimiento de la inversión y el crédito al sector privado, 1992–2003 265
7.4 México: composición de los préstamos de los bancos comerciales y de desarrollo, 1994 y 2002 270
7.5 México: tasas de crecimiento de la inversión, las acciones y los bonos, 1990–2003 272
7.6 México: tasas de crecimiento de la inversión y el financiamiento internacional, 1991–2003 275
8.1 Brasil: composición de los mercados financieros, 1990–2003 296
8.2 Brasil: crédito al sector público y privado, 1988–2004 312
8.3 Brasil: crédito dirigido vs. crédito libre, 1996–2004 316
8.4 Brasil: tasas de crecimiento de la inversión, los préstamos bancarios y los créditos del BNDES, 1992–2004 317
8.5 Brasil: tasas de crecimiento de la inversión, las acciones y los bonos, 1994–2003 321
8.6 Brasil: tasas de crecimiento de la inversión y el financiamiento internacional, 1991–2003 322

Resumen

El acceso al financiamiento es un aspecto fundamental del proceso de desarrollo en las economías emergentes. En este innovador análisis del sector financiero en América Latina, Barbara Stallings y Rogério Studart examinan las recientes transformaciones en la región, las comparan con las ocurridas en otras regiones y evalúan sus posibles alcances. Los autores plantean sus discrepancias con la nueva literatura sobre el financiamiento y el desarrollo que preconiza la eliminación de los bancos públicos, la sustitución de la regulación y la supervisión gubernamentales por el monitoreo privado y una integración más completa en los mercados de capitales internacionales. En su lugar, se pronuncian por un enfoque más equilibrado que ponga el acento en la situación particular de cada país y en el fortalecimiento del contexto institucional de los sistemas financieros.

Stallings y Studart comienzan analizando la liberalización financiera en América Latina desde 1990, y se preguntan bajo qué circunstancias es probable que ocurra una crisis financiera tras la liberalización. También estudian otros cambios relacionados con este proceso, como el sistema de propiedad del sector financiero, la regulación estatal de la actividad bancaria y el surgimiento de mercados de capitales como fuente alternativa de financiamiento. A lo largo de este libro, los autores comparan el sector financiero de América Latina con el mismo sector de Asia oriental, la región de mercado emergente que puede ofrecer las lecciones más interesantes, según sostienen.

Asimismo, se presentan tres estudios de caso que ilustran los cambios ocurridos en Chile, México y Brasil, países que tienen los sistemas financieros más sofisticados de América Latina. Se presta especial atención a la necesidad de superar dos tipos de fallas de mercado: la falta de financiamiento a largo plazo para la inversión y de acceso al crédito por parte de las pequeñas empresas. Por último, los autores ofrecen recomendaciones de políticas respecto del fortalecimiento de los bancos y los mercados de capitales de América Latina, con el fin de que puedan desempeñar un papel más destacado en la promoción del desarrollo económico.

Abstract

Access to finance is a critical element in any effort to promote development in emerging market economies. In this innovative analysis of the Latin American financial sector, Barbara Stallings and Rogério Studart examine recent transformations in the region, compare them to related developments elsewhere, and consider where they might lead. They challenge the new literature on finance and development, which argues for the elimination of public-sector banks, substitution of private monitoring for government regulation and supervision, and more complete integration with international capital markets. Rather, the authors advocate a more balanced approach that emphasizes individual country situations and strengthening the institutional context in which financial systems operate.

Stallings and Studart begin by discussing financial liberalization in Latin America since 1990 and asking when liberalization is likely to be followed by a financial crisis. They also examine other changes associated with financial liberalization-ownership of the financial sector, government regulation of banking, and the emergence of capital markets as an alternative source of finance. Throughout these chapters, the authors compare the financial sector in Latin America to that of East Asia, which they argue is the emerging market region most likely to provide relevant lessons.

Case studies illustrate changes occurring in Chile, Mexico and Brazil —the most sophisticated financial systems in Latin America. The authors place particular emphasis on the need to overcome two types of market failure: the lack of long-term finance for investment and access to credit for small firms. They conclude with policy recommendations for strengthening Latin American banks and capital markets so that they can play a greater role in supporting economic development.

Agradecimientos

Comenzamos este libro hace cinco años cuando los dos trabajábamos en la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) de la Organización de las Naciones Unidas en Santiago de Chile. Stallings era directora de la División de Desarrollo Económico y Studart era funcionario en la misma división. Existía un proyecto anterior de la CEPAL sobre reformas económicas en la región que no había tratado un tema importante: el papel del sector financiero en el proceso de desarrollo, por lo que decidimos remediar esa omisión.[1]

Durante la realización de este trabajo contrajimos muchas deudas de gratitud con las personas que nos ayudaron. La Fundación Ford realizó un generoso aporte que hizo posible la investigación, por lo que deseamos agradecer a esa institución por su apoyo, en particular a Anthony Romero y Manuel Montes, aunque ambos ahora se dedican a otras tareas. También agradecemos a la CEPAL por su ayuda para iniciar el proyecto y su apoyo en la coedición de la publicación en inglés y su traducción al español. Deseamos mencionar especialmente a José Antonio Ocampo y a José Luis Machinea, anterior y actual Secretario Ejecutivo de la CEPAL, respectivamente; a Alicia Bárcena, Secretaria Ejecutiva adjunta; a João Carlos Ferraz, Director de la División de Desarrollo Productivo y a Laura López, Directora de la División de Documentos y Publicaciones.

Mientras trabajábamos en el proyecto, los dos pasamos a desempeñar tareas en otras instituciones. Stallings agradece especialmente el tiempo que el Watson Institute of International Studies de Brown

[1] Stallings y Peres (2000).

University le brindó para trabajar en el libro. Studart desea agradecer a sus colegas en el Banco Interamericano de Desarrollo, en particular a Anita Fiore, aunque sus tareas en el BID le impidieron desempeñar el papel activo en la redacción del libro que se había previsto inicialmente.

Partes del manuscrito se presentaron en diversos seminarios en los que recibimos valiosos comentarios. Dos seminarios realizados en la CEPAL fueron particularmente importantes: uno de ellos en diciembre de 2001, cuando se iniciaba el trabajo en el proyecto, y otro en abril de 2005, durante la etapa final del trabajo. En el período trascurrido entre ambos seminarios recibimos interesantes comentarios en las presentaciones en la Universidad de Tokio, la Universidad de Corea, el Instituto Mundial de Investigaciones de Economía del Desarrollo (WIDER) en Helsinki, el Instituto del Banco Asiático de Desarrollo en Tokio, la Federación Internacional de Estudios sobre América Latina y el Caribe (FIEALC) en Osaka, un seminario del Banco Interamericano de Desarrollo en Beijing y dos seminarios del Foro sobre Deuda y Desarrollo (Fondad) en Ámsterdam y Seúl. Expresamos nuestra gratitud a todas las personas que leyeron capítulos del manuscrito o los borradores que le precedieron: Hubert Escaith, Ricardo Ffrench-Davis, Alicia García-Herrero, Celso Garrido, Ricardo Gottschalk, Stephany Griffith-Jones, Stephen Haber, Gunther Held, Sergio Kurczyn Bañuelos, Ross Levine, Sergio Luna Martínez, Robert McCauley, Heather Montgomery, Gonzalo Rivas, Sergio Schmukler y Anthony Tillet.

Stallings extiende su reconocimiento a diversas personas que facilitaron sus viajes de investigación: Bernardo Kosacoff (Argentina), Guillermo Larraín (Chile), Eun Mee Kim (Corea), Mahani Zainal Abidin (Malasia), Jorge Mattar (México) y Yun Han Chu (provincia china de Taiwán). También agradece a las diversas instituciones que la recibieron: el Instituto de Estudios del Sudeste Asiático de Singapur, el Instituto de Ciencias Sociales de la Universidad de Tokio y el Departamento de Investigación del Fondo Monetario Internacional. Gabriela Clivio, Celso Garrido y Giovanni Stumpo brindaron ayuda para la investigación y el acceso a la información relativa a Chile, México y Brasil, respectivamente. Eduardo Moncada de Brown University cumplió con creces sus tareas de asistente de investigación. Sin todo este apoyo hubiera sido imposible realizar el libro. Por último, durante el proceso de producción contamos con el aporte de Robert Faherty, director de Brookings Institution Press y de Janet Walker, Larry Converse y Susan Wollen, quienes integran su excelente equipo. Jennifer Hoover mejoró enormemente la redacción del manuscrito y Mariana Irisarri hizo la traducción. Deseamos agradecer a todas estas personas e instituciones. Por supuesto que cualquier error que el lector pueda advertir es nuestra responsabilidad.

Barbara Stallings
Providence, RI

Rogério Studart
Washington, D.C.

Capítulo 1

Financiamiento para el desarrollo: problemas y tendencias

El acceso al financiamiento es un aspecto fundamental del proceso de desarrollo en las economías emergentes. Aunque en la actualidad este punto de vista puede parecer obvio, no siempre se aceptó tan ampliamente. La tendencia en la economía del desarrollo durante la mayor parte de la posguerra fue centrarse en el sector "real" de la economía, es decir, la industrialización, la transferencia de tecnología y el intercambio internacional de mercancías, dejándose de lado al sector financiero. En la medida en que el financiamiento integró el conjunto de temas prioritarios, la atención se centró en el financiamiento internacional: la inversión extranjera directa, la asistencia bilateral y multilateral y los préstamos de bancos comerciales internacionales.

Durante la última década, en muchos estudios se ha destacado el papel del sistema financiero interno en las economías en desarrollo y ha existido un interés particular hacia tres temas. El primero de ellos se refiere a las crisis financieras: por qué surgen, cómo evitarlas y cómo promover la estabilidad financiera. El segundo tema es el vínculo entre el financiamiento y el crecimiento. Si bien continúa el antiguo debate acerca de la relación causal entre el financiamiento y el crecimiento, en la literatura empírica actual se señala que el financiamiento debería considerarse la variable independiente y, por lo tanto, de interés para los responsables de formular políticas. Un tercer tema, mucho menos analizado que los otros dos, es el acceso al financiamiento. Los investigadores se preguntan, entre otras cosas, quién puede obtener

financiamiento, a qué costo y cómo el acceso al financiamiento afecta las posibilidades de las pequeñas y medianas empresas (pymes) de contribuir al crecimiento económico y a una distribución más equitativa de los ingresos y la riqueza.

El interés reciente en las crisis financieras comenzó con la debacle en México de 1994-1995, que fue denominada la primera crisis financiera del siglo XXI (Camdessus, 1995). Esta no se ajustó al comportamiento tradicional según el cual las crisis eran el resultado de una política macroeconómica expansiva o de una gestión insatisfactoria de bancos individuales. Se introdujeron nuevos enfoques teóricos, pero no fue sino hasta la crisis asiática de 1997–1998 que se los tuvo en cuenta. En ellos la atención varió del desempeño de la cuenta corriente de la balanza de pagos a la cuenta de capital, y de los flujos a las tenencias (*stocks)*. Otro tema dominante fue el papel de los factores externos, especialmente los flujos internacionales de capital, en el origen de los problemas de los países que habían hecho importantes progresos en la liberalización de sus economías de acuerdo con fórmulas promovidas por las instituciones financieras internacionales. Paradójicamente, las economías exitosas habían resultado ser las más vulnerables (Ffrench-Davis, 2001).

Sin embargo, las crisis y la estabilidad no son las únicas preocupaciones de los expertos y de los responsables de formular políticas. Las autoridades gubernamentales tienen dos papeles eventualmente contradictorios en el tratamiento del sector financiero. Por una parte, deben intentar mantener la estabilidad del sistema en general. Esto requiere el establecimiento de lineamientos amplios para el comportamiento de cada una de las instituciones, que incluyan límites en las cantidades y los tipos de créditos que pueden ofrecer, así como requisitos de capital y liquidez. Por otra parte, se espera que los gobiernos actuales promuevan el crecimiento. En el ámbito financiero esto supone el suministro de incentivos para que las instituciones financieras canalicen los fondos de inversión hacia empresas productivas. Como esos préstamos suponen riesgos de diversa clase y en diversa medida, deben equilibrarse con la necesidad de estabilidad en los niveles micro y macroeconómico.

Otro papel que se espera que los gobiernos cumplan en las economías modernas es corregir las fallas de mercado que pueden conducir a importantes distorsiones en la distribución del ingreso y la riqueza. El sistema tributario ha sido tradicionalmente el instrumento elegido para lograr este objetivo, pero el financiamiento puede ser útil también. La compensación de factores (*trade-off*) mencionada también entra en juego en este punto. Si se pone demasiado énfasis en la estabilidad, los bancos no prestarán a empresas productivas en general y, ciertamente, evitarán tratar con pymes, que ofrecen más riesgos. La falta

de voluntad por parte de los bancos de prestar a las pymes es especialmente problemática, ya que los mercados de capitales y el financiamiento internacional constituyen el dominio exclusivo de empresas más grandes y mejor establecidas. El acceso al financiamiento por parte de las pymes es importante, no solo por su efecto en la distribución del ingreso, sino por sus consecuencias en la creación de empleos, ya que en prácticamente todas las economías las pymes son la principal fuente de empleo.

La compensación de factores entre la estabilidad, el crecimiento y el acceso existe en todos los países, pero plantea un desafío especial en los países en desarrollo por varias razones. Los sistemas financieros en sí mismos son más frágiles en los países en desarrollo y los gobiernos carecen de los instrumentos e instituciones, así como del personal capacitado, con los que sí se cuenta en los países desarrollados. Al mismo tiempo, en los países en desarrollo las tasas altas de crecimiento son más necesarias para poder brindar a su población un nivel de vida adecuado y es probable que en ellos la desigualdad se halle más extendida. Por último, los intentos internacionales de suministrar asistencia y lineamientos con respecto a temas financieros pueden incrementar los problemas en los países en desarrollo, tal como se ha argumentado con respecto a los nuevos lineamientos establecidos por el Banco de Pagos Internacionales (BPI).

La tendencia a la liberalización financiera y a la integración internacional ha complicado aún más la tarea de gestión financiera, pero, nuevamente, ha planteado problemas especiales en los países en desarrollo. Como resultado de la liberalización, estos perdieron los instrumentos que, aun siendo imperfectos, se habían usado para mantener la estabilidad financiera. La transición a un sistema más abierto con frecuencia ocurrió tan rápidamente que los sustitutos no pudieron crearse a tiempo; a los países desarrollados les llevó décadas, no meses, establecer sistemas fuertes de regulación y supervisión. Además, la pequeña escala de los sistemas financieros de la mayoría de los países en desarrollo los hizo particularmente vulnerables a los grandes flujos volátiles del capital internacional que han caracterizado a los mercados mundiales en los últimos años. Si bien esos flujos pueden aliviar la restricción en materia de divisas que por regla general ha limitado el crecimiento en los países en desarrollo, pueden socavar la estabilidad y acarrear importantes crisis con consecuencias profundas en el desempeño macroeconómico y graves efectos tanto en el crecimiento como en la equidad.

El financiamiento en un nuevo modelo de desarrollo en América Latina

Analizamos estos temas con respecto a América Latina durante la década y media que comenzó alrededor de 1990. En este marco temporal, fundamental para América Latina, se aceleró la transición hacia un modelo de desarrollo abierto basado en el mercado en lugar de un modelo apoyado sobre todo en el Estado y semicerrado con respecto al comercio exterior y los flujos de capital. El sector financiero fue un elemento fundamental de la transformación y cambió drásticamente como consecuencia de ello.[1] Como la mayoría de las demás economías, incluso las de Asia oriental, se ha volcado cada vez más al mercado en las áreas financieras y no financieras, el análisis de este período aumenta la importancia de las conclusiones del libro más allá de la región de América Latina.

Durante la mayor parte del período de la posguerra, en los países de América Latina se siguió alguna versión del modelo denominado industrialización por sustitución de importaciones (ISI). Mediante el enfoque de la ISI se planteó un papel dominante del Estado en la economía, que incluye una amplia regulación de los precios, una importante participación en el producto interno bruto (PIB) mediante el gasto gubernamental, el control del crédito, la regulación de los mercados de trabajo y la propiedad estatal de sectores industriales fundamentales. Al mismo tiempo, las barreras limitaron la interacción de América Latina con el resto de la economía mundial. Se generalizó la protección a las economías mediante los impuestos a las exportaciones y elevados aranceles y cuotas sobre las importaciones. La integración financiera también se limitó mediante controles sobre las transacciones cambiarias llevadas a cabo por los ciudadanos, el establecimiento de limitaciones al ingreso de capital extranjero y su destino sectorial y las restricciones sobre las salidas de capital, incluso las remesas de beneficios e intereses.

Las autoridades comenzaron a replantearse estas políticas luego de seguirlas durante varias décadas. Las razones variaron con el tiempo. En los primeros casos, en los años setenta, en Argentina, Chile y Uruguay surgieron nuevas corrientes ideológicas con el retorno de los economistas con doctorados de Estados Unidos. A ello le siguió una segunda ola en los años ochenta en Bolivia, Costa Rica y México, cuando los países se vieron muy influidos por la crisis de la deuda externa, el papel de las instituciones

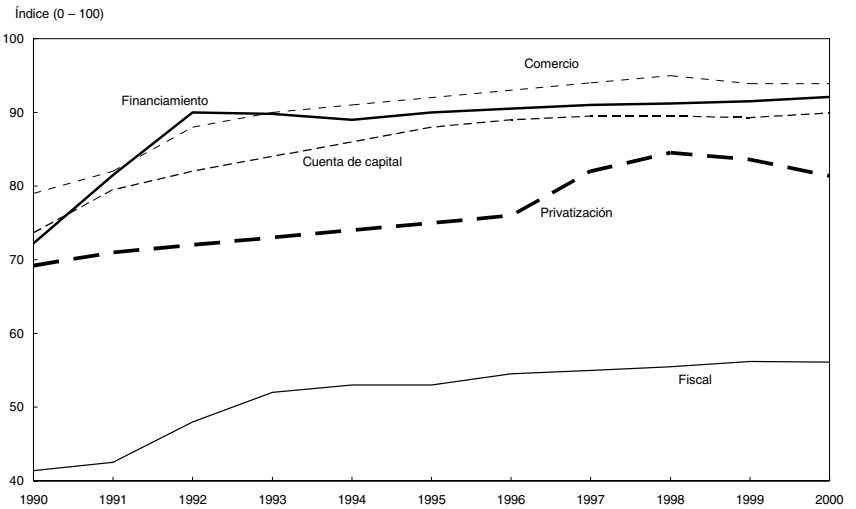
[1] Esta parte fue tomada de Stallings y Peres (2000). En ese libro se incluye un amplio análisis de la literatura acerca de las reformas económicas en América Latina hasta el año 2000. Importantes trabajos publicados desde entonces incluyen un nuevo panorama cuantitativo regional (Lora y Panizza, 2002) y varios estudios por país de la economía política de la reforma (por ejemplo, Snyder, 2001; Teichman, 2001; Weyland, 2002).

financieras internacionales y un nuevo liderazgo conservador en los países desarrollados. Sin embargo, los años noventa fueron clave, ya que los países pioneros avanzaron en el camino hacia el mercado y la mayoría de los demás países de la región se unieron a ellos, alentados en parte por los ejemplos positivos de sus vecinos, sobre todo de Chile, y la desaparición del bloque socialista en Europa. No obstante, los factores ideológicos e internacionales también continuaron desempeñando un papel importante en la toma de decisiones gubernamentales.

El conjunto de reformas incluyó una serie de políticas individuales aunque vinculadas entre sí. Se redujeron o eliminaron los controles sobre los precios, se levantaron las restricciones a las importaciones, se privatizaron las empresas estatales, se disminuyeron las tasas impositivas y los tributos pasaron de gravar el ingreso a gravar el consumo, y se flexibilizaron las reglamentaciones laborales. Otro componente importante de las reformas se centró en el sistema financiero. En este ámbito, se combinan a menudo dos cambios que, en realidad, constituyen políticas separadas. Uno de ellos es la desregulación de las actividades financieras internas a través de medidas como la liberación de las tasas de interés sobre préstamos y depósitos, la disminución de las exigencias respecto de las reservas, la finalización del crédito dirigido y la facilitación del ingreso en el mercado de nuevas empresas. El otro cambio es la liberalización de las transacciones financieras internacionales, lo que incluye la eliminación de los controles sobre los flujos de capital, el fin de la regulación de la solicitud de préstamos extraterritoriales (*offshore*) por parte de empresas financieras y no financieras, y la supresión de tipos de cambio múltiples.

Podría sostenerse que la liberalización financiera ha sido la más controvertida de todas las reformas estructurales. Si bien las decisiones del gobierno de disminuir los aranceles, vender las empresas estatales o incrementar la flexibilidad del mercado laboral han encontrado opositores, estos generalmente han sido determinados grupos que se oponen a las pérdidas que resultan de los cambios. La liberalización financiera, por el contrario, tiene un efecto mucho más amplio en todos los sectores de la economía. Además, generalmente se considera al sector financiero como la parte más frágil de la economía, sujeto a los marcados vaivenes que surgen de los cambios en las variables políticas o económicas y, aun, los cambios en la psicología del mercado. No obstante, la liberalización financiera interna se ve superada solamente por la liberalización del comercio en términos de récord de puesta en práctica y, con respecto a su punto de inicio, ha avanzado más que cualquier otra reforma en América Latina (véase el gráfico 1.1). Asimismo, aunque la oposición a las reformas en general ha aumentado desde fines de los años noventa, cuando las tasas de crecimiento comenzaron a disminuir luego de la crisis en Asia, la reversión de la liberalización financiera interna se vio limitada.

Gráfico 1.1
REFORMAS ECONÓMICAS EN AMÉRICA LATINA, 1990–2000[a]



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) (2001, p. 47), sobre la base de Morley, Machado y Pettinato (1999).

[a] Los índices van de 0 (control total del gobierno) a 100 (sin intervención del gobierno). Se normalizan de acuerdo con la siguiente fórmula: Iit = (Max – IRit)/(Max – Min), donde Iit= valor del índice para el país i, año t; Irit = valor bruto de medida de reforma, país i, año t; MAX = valor máximo de medida de reforma para todos los países, todos los años; MIN = valor mínimo de medida de reforma para todos los países, todos los años.

El sector financiero de América Latina en la actualidad: hechos estilizados

La liberalización financiera cambió marcadamente las características del sector financiero en América Latina. En particular, el proceso de liberalización creó nuevas reglas según las cuales funciona el sistema. Las nuevas reglas, a su vez, dieron lugar a otros varios cambios, como la propiedad en el sector y la naturaleza del papel del gobierno. Sin embargo, en otros ámbitos hubo mucha menos variación. En efecto, muchas características, especialmente la poca profundidad del sistema financiero y la falta de desarrollo de un segmento de mercado de capitales, continuaron siendo sorprendentemente similares a las del período anterior a la reforma; sus defensores habían argumentado que la liberalización financiera produciría avances más radicales y extensos. Si combinamos las diferencias y las similitudes, podemos representar al sector financiero actual mediante seis hechos estilizados.

El primero de ellos es que los sistemas financieros de América Latina siguen basándose en los bancos, lo que significa que el crédito bancario es más importante que otras formas de financiamiento como los mercados de bonos o acciones. No obstante, el crédito bancario como porcentaje del PIB es muy bajo si se lo compara con el de las economías desarrolladas o con el de otros países en desarrollo y ha aumentado lentamente desde comienzos de los años noventa. El promedio del crédito bancario en la región constituyó solamente el 41% del PIB en el 2003; en Asia oriental la cifra fue un 96% y en los países del Grupo de los Siete (G-7) fue un 94%. Otra característica que diferencia a América Latina es el bajo porcentaje de crédito bancario que se destina a prestatarios privados con respecto al que se destina al sector público: un 22% en comparación con un 82% en Asia oriental. El crédito bancario también se caracteriza por ofrecer plazos cortos de vencimiento, especialmente los créditos provenientes de los bancos del sector privado, por lo que las empresas deben refinanciar continuamente el crédito o hallar nuevas formas de financiar la inversión.[2]

En segundo lugar, las tendencias en el comportamiento bancario han sido altamente volátiles en los últimos años y las crisis se han vuelto más frecuentes tras la liberalización financiera. Además, se ha desarrollado un vínculo entre las crisis bancarias y las cambiarias, lo que ha dado lugar al surgimiento de las denominadas crisis gemelas. Algunos datos del Banco Mundial muestran que los países de América Latina tuvieron el mayor promedio de crisis financieras en las últimas tres décadas: 1,25 por país. A esta cifra le siguió la de los países del bloque de la ex Unión Soviética y de África: 0,89 y 0,83 respectivamente. En Asia oriental se registró un promedio de 0,38 crisis por país, que se acerca al nivel de 0,21 en los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). En los países de América Latina existió también la probabilidad más elevada de crisis recurrentes: el 35% de los países de la región sufrieron dos o más crisis, en comparación con un 8% en Asia oriental y ninguno de los países de la OCDE.[3]

En tercer lugar, la estructura de propiedad de los bancos se ha modificado, sobre todo de dos maneras. Se han privatizado muchos

---

[2] Los datos de América Latina y Asia oriental pertenecen al cuadro 5.2; los datos de las economías del G-7 se calcularon sobre la base del Fondo Monetario Internacional (FMI), *International Financial Statistics Yearbook*. Para saber qué países están incluidos en América Latina y Asia oriental, véase la sección acerca de la metodología más adelante. Véanse también García-Herrero y otros (2002); Liso y otros (2002); BID (2004) acerca de las características generales de los bancos de América Latina.

[3] Los datos fueron tomados del BID (2004, p. 30). Véase también una comparación de crisis en América Latina y Asia oriental en Kaminsky y Reinhart (1998). Kaminsky y Reinhart (1999) presentan el concepto de crisis gemelas.

bancos del sector público, habiendo sido algunos de ellos vendidos a personas o empresas locales y otros a extranjeros. En este proceso, la participación de extranjeros en el sector bancario se ha incrementado; aun los bancos que inicialmente habían sido privatizados mediante la venta a propietarios locales fueron luego comprados por extranjeros. Los datos más recientes del Banco de Pagos Internacionales, mediante los cuales se compara la evolución de la propiedad en 1990 y en 2002, indican que la participación de los bancos públicos en los activos totales de los seis países más grandes de América Latina descendió de un 46% a un 22%. La propiedad privada nacional también disminuyó en este período del 47% al 32%, siendo el de los extranjeros el grupo que ganó más participación, del 7% al 47%. En Asia oriental también se observó un incremento en la propiedad extranjera, pero la propiedad del gobierno aumentó simultáneamente como respuesta a la crisis asiática de 1997-1998. Sin embargo, la reprivatización continúa en Asia oriental y un porcentaje importante de activos está siendo adquirido por extranjeros, por lo que es probable que estas tendencias se vean modificadas en un futuro cercano.[4]

En cuarto lugar, los mercados de capitales, la otra fuente principal de financiamiento del sector formal, siguen siendo incipientes en la mayoría de los países de la región. Los bonos en circulación constituyeron solamente el 37% del PIB en 2003, mientras que la capitalización del mercado de acciones fue un 34%. Las cifras correspondientes a Asia oriental fueron 60% y 80%, y a los países del G-7, 141% y 100%, respectivamente. Un aspecto positivo es que los mercados de América Latina crecieron marcadamente en la década de 1990, aunque corresponde hacer dos salvedades. La primera es que con respecto a los mercados de bonos, la gran mayoría de los fondos en América Latina se destinan al sector público; el financiamiento del sector privado representa solamente el 8% del PIB, mientras que en Asia la cifra es del 37%. La segunda salvedad es que, con respecto al mercado de acciones, en las economías de América Latina se sobreestiman mucho las cifras correspondientes a la capitalización. Las nuevas emisiones (mercados primarios) han prácticamente desaparecido y representaron tan solo el 2% del PIB en los últimos años. Asimismo, la cantidad de empresas registradas en las bolsas de la región disminuyó entre 1990 y 2003. En ambos mercados la liquidez es baja, ya que la mayoría de las acciones y

[4] Los datos se encuentran en el cuadro 3.2 y en un análisis comparativo en Litan, Masson y Pomerleano (2001); las estrategias de los bancos extranjeros en América Latina se analizan en CEPAL (2003, parte III).

algunos bonos no se comercializan, lo que desalienta el ingreso en los mercados porque los inversores no pueden retirarse si lo desean.[5]

En quinto lugar, debido a las características que acabamos de describir, el sector financiero, que incluye bancos y mercados de capitales, ha contribuido menos de lo posible y lo deseable al crecimiento económico de América Latina. Se ha demostrado que el financiamiento es determinante para el crecimiento en todos los países, aunque los analistas no se han puesto de acuerdo acerca de sus canales.[6] En este libro se analiza el financiamiento para la inversión. La inversión como porcentaje del PIB es muy baja en América Latina en comparación con las economías de alto crecimiento de Asia oriental; las cifras promedio del período 1990-2003 fueron un 20% y un 35% respectivamente.[7] Si bien existen muchos factores que contribuyen a la explicación de las bajas tasas de inversión, diversas fuentes señalan que el financiamiento es una restricción especialmente seria en el caso de América Latina, lo cual resulta lógico dada la poca profundidad de los mercados financieros de la región.[8] Otro factor importante en la relación entre financiamiento e inversión es la estructura de vencimientos de los créditos y la falta de un segmento de largo plazo en la mayoría de los países de América Latina. En efecto, los coeficientes de inversión más elevados a principios del período de la posguerra pueden deberse, en parte, a la disponibilidad del financiamiento gubernamental a largo plazo. En términos indirectos, el financiamiento para el consumo y el crédito inmobiliario se halla en sus comienzos, por lo que una posible demanda proveniente de estas fuentes no puede estimular una mayor inversión.

En sexto lugar, el acceso al financiamiento sigue siendo muy restringido en la mayor parte de América Latina, lo cual se relaciona estrechamente con el crecimiento. La deficiencia en el financiamiento para los consumidores y los futuros propietarios de viviendas puede

---

[5] Los datos acerca de los bonos en circulación y capitalización del mercado de acciones de América Latina y Asia oriental se tomaron de los cuadros 5.3 y 5.4. Las cifras de los países del G-7 se tomaron de Standard and Poor's (2005) y Banco de Pagos Internacionales (BPI) [en línea] <http://www.bis.org/statistics/qcsv/anx16a.csv>. Los datos sobre las nuevas emisiones se tomaron de Mathieson y otros (2004). Litan, Pomerleano y Sundararajan (2003) ofrecen información acerca de los mercados de capitales en los países en desarrollo; en Banco Mundial (2004c) se analizan los mercados de capitales de América Latina.

[6] El análisis más actualizado de la literatura sobre financiamiento y crecimiento se encuentra en Levine (2004); véase también Banco Mundial (2001, parte II). Acerca de la manera en que los canales de influencia puede diferir según el grado de desarrollo de una economía en particular, véase Rioja y Valev (2004a, 2004b).

[7] Los datos se tomaron de Banco Mundial, *World Development Indicators* [en línea] <http://www.worldbank.org>.

[8] Véanse, por ejemplo, BID (2001, cap. 2); Kantis, Ishida y Komori (2001); Batra, Kaufmann y Stone (2003). Acerca de América Latina en particular, véase Pollack y García (2004).

segmentarse por grupo de ingresos, siendo aquellos que tienen menos ingresos los que se ven especialmente castigados. Del mismo modo, las pymes tienen grandes dificultades para obtener financiamiento. Tanto el mercado de bonos como el de acciones están claramente limitados a las empresas más grandes de cada país, por lo que el financiamiento bancario es la única alternativa de autofinanciamiento para las empresas más pequeñas.[9] Los únicos datos comparables acerca del acceso al financiamiento en los países de América Latina provienen del *World Business Environment Survey* del Banco Mundial, que muestra que las pymes enfrentan problemas más importantes que las grandes empresas para tener acceso al financiamiento. Las dificultades, sin embargo, varían de un país a otro. Pueden citarse los casos de Brasil, Chile, Colombia y República Bolivariana de Venezuela en los que solo del 25% al 30% de las pequeñas empresas manifiestan que el financiamiento es un obstáculo importante, mientras que en Argentina, México y Perú lo hace más del 50% de las pequeñas empresas. Los datos por país que se analizan en los capítulos 6, 7 y 8 de este libro explican algunas de las razones para la existencia de diferencias dentro de la región. La variación entre regiones también es importante. En comparación con las empresas de América Latina, es menos probable que las empresas de Asia oriental citen al financiamiento como un obstáculo importante para sus operaciones, ya que tienen acceso a mercados financieros más profundos.[10]

Contribuciones sustantivas y metodológicas

En este libro se intenta explicar estas características del sector financiero en los países de América Latina. Se trata del primer libro acerca del sector financiero como un todo en la región, en el que se incluye tanto a los bancos como a los mercados de capitales. Se sostiene aquí que ambos componentes del sistema financiero de América Latina son débiles en comparación con los de Asia oriental que se emplean como punto de referencia (*benchmark*). En la búsqueda de explicaciones se hacen contribuciones de índole sustantiva y metodológica a los debates acerca del financiamiento para el desarrollo que se llevan a cabo en el ámbito académico y en el mundo de la política pública.

En términos sustantivos, se plantea en este trabajo una discrepancia con la nueva pero cada vez más dominante tendencia que se observa en la literatura de atribuir la existencia de mercados financieros débiles en América Latina a la presencia de los bancos estatales, a la excesiva regulación y a la negativa a reconocer que el tamaño reducido de las

[9] Esto también es cierto respecto de los mercados financieros internacionales, en los que solo un puñado de empresas muy grandes y conocidas pueden obtener dinero.

[10] Véase Banco Mundial [en línea] <http://www.info.worldbank.org/governance/wbes>.

economías hace que la integración a gran escala con los mercados financieros internacionales sea la mejor opción.[11] Si bien coincidimos en que la mayoría de los bancos estatales han sido mal administrados, en que la regulación y la supervisión excesivas e ineptas pueden perjudicar a los mercados y en que el tamaño reducido constituye un obstáculo, sostenemos que las soluciones no necesariamente pasan por la privatización total, la sustitución de la supervisión pública por el monitoreo privado y una integración completa con los mercados de capitales internacionales. Es necesario considerar soluciones más pragmáticas que tomen en cuenta las circunstancias económicas y políticas de cada país.

Con respecto a los bancos estatales, la privatización ya se ha llevado a cabo en gran medida por cuanto los bancos de desarrollo y comerciales se han cerrado, vendido o fusionado con instituciones nacionales o extranjeras privadas. No obstante, sigue existiendo un importante número de bancos estatales y la interrogante es qué hacer con ellos. Una posibilidad es llegar a la privatización total lo antes posible y, en algunos casos, esta puede ser la única respuesta. Puede citarse el caso de Bolivia donde el gobernador del banco central sostuvo que era imposible que los bancos estatales de Bolivia mejorasen en forma suficiente por lo que la mejor solución era eliminarlos, lo cual se hizo (Morales, 2005). Al mismo tiempo, hay circunstancias en las que se han tomado decisiones políticas democráticas que hacen que la privatización no sea aceptable. Costa Rica es uno de esos casos. ¿Qué puede hacerse en esa situación?

Nuestros datos, como se explica en el capítulo 3, señalan que las instituciones fuertes pueden sobreponerse a muchos de los problemas habituales con los bancos estatales. El saneamiento de los balances, el nombramiento de profesionales competentes en los puestos de mando y la exigencia de que compitan sin ventajas especiales es una alternativa a la privatización cuando los ciudadanos han decidido que el sector público mantenga el control de determinadas esferas de la economía. En Costa Rica, a mediados de los años noventa, se tomaron decisiones como estas.[12] Parece que se han tomado decisiones similares para que el Banco Nacional para el Desarrollo Económico y Social (BNDES) y el Banco do Brasil en Brasil, así como también el BancoEstado en Chile, siguieran siendo instituciones públicas y se han dado pasos similares para exigirles que funcionen en forma eficiente. La literatura nos previene acerca de la búsqueda de rentas (*rent seeking*), la corrupción y una posible

[11] En los capítulos 2 a 5 se ofrecen análisis extensos de la literatura que documentan las nuevas perspectivas y las comparan con los enfoques tradicionales.

[12] Entrevista personal con una ex alta funcionaria de Costa Rica.

contradicción entre las funciones económicas y sociales de los bancos estatales. Nuestra respuesta no es que los bancos estatales deban recuperar la posición de poder que tenían en la mayoría de los países de América Latina en los primeros años de la posguerra, sino que, en un contexto institucional fuerte y con un mandato claro, los bancos estatales pueden ser razonablemente eficientes y pueden cumplir determinadas funciones sociales.[13] También concluimos que las instituciones débiles pueden perjudicar a bancos que, de otro modo, serían eficientes.

Resulta claro que, con respecto a la regulación y la supervisión, el papel del ámbito público debe mantenerse. Tal como se analiza en el capítulo 4, hallamos pruebas (débiles) que corroboran los resultados de los estudios de los defensores del monitoreo privado con respecto a la relación negativa entre la supervisión del gobierno y el desempeño bancario. También encontramos una relación positiva entre el desempeño y los indicadores de monitoreo privado. Al mismo tiempo, encontramos pruebas de las tendencias procíclicas que justifican la regulación y la supervisión prudenciales. Nuestro desacuerdo con la nueva literatura no se origina en las relaciones empíricas, sino en la conclusión de que el monitoreo privado puede tratar adecuadamente los problemas de estabilidad que plagan a las instituciones financieras como resultado de los problemas de acción colectiva. Vemos al monitoreo privado y a la regulación y la supervisión pública como complementos, no como sustitutos, y nos sumamos al reclamo de más transparencia, más información al público, la exigencia de responsabilidad de los directores y la realización de auditorías externas como parte de un sistema de regulación y supervisión prudencial del gobierno. Sin embargo, nuestra información señala que sería un grave error confiar exclusivamente en la iniciativa privada.

Por último, con respecto a la integración internacional, nuevamente encontramos espacio para una posición intermedia. Para las economías muy pequeñas, como las de Centroamérica o el Caribe, la existencia de mercados internos de capitales muy activos probablemente no sea factible, así como las economías de escala hacen imposible el respaldo de ciertos sectores no financieros. No obstante, la participación en mercados financieros internacionales no es la única alternativa. En la medida en que solo unos pocos prestatarios de cierta magnitud pueden acceder a esos recursos, la participación en mercados internacionales es una ilusión para la amplia mayoría de las empresas, aun para las grandes empresas en un contexto local. Proponemos que en esos casos se preste atención a una

[13] El caso de Bolivia es ilustrativo en este sentido. En un país extremadamente pobre, con instituciones débiles y poca mano de obra calificada, una solución como la de Brasil, Chile y Costa Rica puede ser imposible.

opción de carácter regional, especialmente cuando ya existen otros acuerdos de integración regional. Los mercados financieros regionales no son fáciles de construir, pero los gobiernos de Asia oriental han avanzado en ese sentido, y los bancos regionales de desarrollo de América Latina podrían suministrar un importante recurso para el sostén de la infraestructura necesaria. Se necesita flexibilidad para hallar posibles soluciones al problema del tamaño.

En suma, no nos oponemos a un mayor papel del sector privado en la propiedad bancaria y en la regulación y la supervisión, y a una mayor apertura con respecto a la participación en los mercados financieros internacionales. Sin embargo, proponemos que se dé más énfasis al contexto en el que operan los mercados financieros nacionales. Mediante el fortalecimiento del contexto macroeconómico e institucional en cada país, así como el establecimiento de reglas para una integración financiera cautelosa tanto internacional como nacional, se genera más espacio para tomar en cuenta las condiciones y las preferencias locales. Esto, a su vez, incrementa la posibilidad de formular propuestas que sean relevantes para los gobiernos. Otro aspecto del énfasis en el contexto es el papel de los gobiernos para crear, completar y promover los mercados en los que pueda operar el sector privado. A menudo se olvida en la nueva literatura que la iniciativa privada depende del contexto.[14] Analizamos estas ideas con más detalle en el resto del libro.

Más allá de los debates acerca de la estructura de los mercados financieros y su gobernabilidad, también proponemos que se preste más atención a dos problemas extendidos en la región respecto de los sistemas financieros existentes. Uno de ellos es la necesidad de un segmento de largo plazo que respalde la inversión y ayude a elevar los muy bajos coeficientes de inversión en América Latina y que sirva de apoyo, por lo tanto, a un crecimiento económico más rápido. Proponemos algunas experiencias que pueden ofrecer modelos de procedimiento y planteamos algunas recomendaciones acerca de posibles pasos a seguir, pero nuestro principal propósito es incluir el tema en la agenda. Un segundo problema que también requiere más atención de la que ha recibido es la manera de ampliar el acceso de las pymes a los mercados financieros. En la mayoría de los países, el gobierno y un pequeño grupo de empresas muy grandes no tienen limitaciones en su acceso a los mercados internacionales, los mercados internos de capitales, los bancos locales y el financiamiento no bancario. Sus similares de menor tamaño tienen muchas más dificultades

[14] Nos referimos a lo que algunos denominan políticas de promoción del mercado, consideradas a menudo como una postura intermedia entre el capitalismo del *laissez-faire* y una versión centrada en el gobierno. Véase Aoki y Fujiwara (1997), en particular, en el capítulo de Hellmann, Murdock y Stiglitz (1997) se analiza el vínculo entre financiamiento y políticas de promoción del mercado.

y, en las circunstancias actuales, tienen pocas opciones en el sistema financiero formal. Nuevamente, varias experiencias pueden adaptarse a otros países y esperamos estimular el debate acerca de este tema, ya que tiene ramificaciones sociales y económicas importantes.

La mayoría de la literatura que se ha analizado en los párrafos anteriores se basa en estudios de regresión de grandes muestras en los que se combinan casos de países desarrollados y en desarrollo. En estos estudios se ofrecen puntos de vista importantes y formas de someter las hipótesis a prueba, pero nos preocupa la inclusión de países con niveles muy divergentes de desarrollo sin dividir la muestra para ver si las relaciones se deben a este factor. Varios estudios recientes muestran que el desempeño financiero de los dos grupos de países difiere marcadamente. Además, los estudios de grandes muestras siempre requieren el uso de mediciones muy simplificadas de realidades muy complejas que no pueden reflejar adecuadamente las distinciones cualitativas. Sostenemos que estos son problemas graves que requieren un esfuerzo si se han de extraer conclusiones adecuadas para la elaboración de políticas.

Una manera de tratar estos problemas metodológicos, y una importante contribución de este libro, es trabajar en varios niveles de análisis y usar varias metodologías. Nuestra metodología principal es el análisis comparativo de pequeñas muestras de una docena de países de América Latina y Asia oriental, pero también analizamos tres estudios de caso de países desde una perspectiva comparativa. Otro enfoque es realizar estudios de un solo país informados por la teoría; se citan varios en los capítulos que siguen. Los historiadores de la economía se encuentran en la mejor posición para aprovechar los datos de series cronológicas dentro de un país que pueden producir resultados que complementen los resultados de estudios comparados entre países de muestras grandes o pequeñas.

Nuestro principal punto de referencia es Asia oriental que, sostenemos, es la región en desarrollo con mayores similitudes respecto de América Latina y la que tiene más lecciones que ofrecerle. En el cuadro 1.1 se comparan algunos de los más importantes indicadores macroeconómicos y financieros de las dos regiones. América Latina claramente tiene un atraso con respecto a todos ellos, aunque la región tiene mucha más experiencia en el manejo de las crisis, algo que ha demostrado ser de interés para Asia oriental luego de la crisis financiera asiática de 1997-1998.

Cuadro 1.1
AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL: INDICADORES ECONÓMICOS, 1965–2003

Indicador	América Latina	Asia oriental
Tasa de crecimiento del PIB		
1965–1980	6,0	7,3
1981–1990	1,6	7,8
1991–2000	3,3	7,7
2001–2003	0,4	6,8
Tasa de crecimiento de las exportaciones[a]		
1965–1980	–1,0	8,5
1981–1990	3,0	9,8
1991–2000	8,7	12,1
2001–2003	2,0	12,7
Tasa de ahorro[b]		
1965	22,0	22,0
1990	22,0	35,0
2000	20,0	35,0
2003	21,0	41,0
Profundidad financiera[c]		
1990	63,0	141,0
1995	86,0	185,0
2000	104,0	203,0
2003	112,0	236,0
Inflación[d]		
1965–1980	31,4	9,3
1981–1990	192,1	6,0
1991–2000	84,1	7,7
2001–2003	6,0	3,1

Fuente: Banco Mundial (1992) para el crecimiento del PIB, el crecimiento de las exportaciones, el ahorro y la inflación, 1965–1990; Banco Mundial, *World Development Indicators* [en línea] <http://www.worldbank.org> para el crecimiento del PIB, el crecimiento de las exportaciones y el ahorro, 1990–2003; Fondo Monetario Internacional (FMI), *International Financial Statistics Yearbook* para la inflación, 1990-2003; cuadro 5.1 para la profundidad financiera.

[a] Exportaciones de bienes para el período 1965-1990; bienes y servicios para el período 1990-2003.
[b] Ahorro interno bruto como porcentaje del PIB.
[c] Crédito bancario más bonos en circulación más capitalización del mercado de acciones como porcentaje del PIB.
[d] Índice de precios al consumidor.

En las dos regiones hacemos una desagregación de varios casos que comparten un conjunto importante de características; se trata del grupo de ingreso medio que se denomina con frecuencia economías emergentes.

Dados los problemas de información, el conjunto específico de países varía de un capítulo a otro, pero intentamos mantener un grupo central intacto. Respecto de América Latina, nos centramos en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y República Bolivariana de Venezuela. Respecto de Asia, los casos analizados corresponden a Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y provincia china de Taiwán. En el cuadro 1.2 se muestra la población y el PIB per cápita en cada país. En América Latina las cifras correspondientes a la población van de 16 a 177 millones de personas, y el PIB per cápita de 4.900 a 11.600 dólares. En el caso de Asia oriental, las cifras van de 4 a 215 millones de personas y de 3.400 a 24.500 dólares, respectivamente. Como promedio, la población de Asia oriental supera apenas a la de América Latina, mientras que el diferencial del PIB per cápita es mucho mayor.

Cuadro 1.2
AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL: POBLACIÓN Y PIB PER CÁPITA, 2003

Región/País	Población (en millones)	PIB per cápita[a]
América Latina[b]	61,4	7 951
Argentina	38,4	11 586
Brasil	176,6	7 767
Chile	15,8	10 206
Colombia	44,4	6 784
México	102,3	9 136
Perú	27,1	5 267
Venezuela (Rep. Bolivariana de)	25,5	4 909
Asia oriental [b]	65,4	12 964
Corea	47,9	17 908
Filipinas	81,5	4 321
Indonesia	214,5	3 364
Malasia	24,8	9 696
Singapur	4,2	24 481
Tailandia	62,0	7 580
Provincia china de Taiwán	22,6	23 400

Fuente: Banco Mundial, *World Development Indicators* [en línea] <http://www.worldbank.org>; República de China (2004) para provincia china de Taiwán.

[a] Paridad del poder de compra.
[b] Promedio sin ponderar.

En los capítulos en los que se trata la evolución del sistema financiero empleamos conjuntos de datos cuantitativos que han sido reunidos por otras personas y, en la medida de lo posible, los hacemos comparables para poder describir y explicar las diferencias entre las regiones y dentro de ellas. En los capítulos que tratan el efecto de los cambios en el sector financiero, nos volcamos al estudio de caso de Chile, México y Brasil. Estos tres países no solo tienen los sistemas financieros más sofisticados de América Latina, sino que también muestran tres enfoques diferentes, que se basan en diferentes esquemas de propiedad, en una nueva etapa orientada al mercado. Al combinar los métodos cuantitativos y cualitativos, ofrecemos un amplio panorama comparativo y un análisis con matices de la interacción de las características individuales y las tendencias globales.

Las variables dependientes difieren en las dos partes del libro. En los primeros capítulos intentamos explicar las características y las modificaciones del sector financiero de América Latina y la manera en que difieren del mismo sector en la exitosa región de Asia oriental. En los últimos capítulos, intentamos comprender las contribuciones del sector financiero al éxito económico de América Latina, donde el éxito se define como una combinación de estabilidad, crecimiento económico y equidad. Estas son metas amplias y ambiciosas, pero son necesarias para descubrir la medida en que el sector financiero pesa en el proceso de desarrollo económico y los pasos que pueden darse para mejorar su desempeño.

Panorama general del libro

El resto del libro se divide en dos partes fundamentales, seguidas de una conclusión orientada a las políticas. La primera parte consiste en cuatro capítulos en los que se analizan las modificaciones en el sector financiero durante los últimos 15 años. El capítulo 2 comienza con el proceso de liberalización financiera y en él se analiza hasta qué punto se ha llevado a cabo la liberalización financiera en América Latina en comparación con otras regiones, la relación entre la liberalización financiera y las crisis, y las características de las operaciones de rescate si ocurre una crisis. Las conclusiones principales son que América Latina ha liberado ampliamente el sector financiero interno, pero de una manera inusualmente volátil. La liberalización interna se vio acompañada por la liberalización internacional, mientras que la estabilidad macroeconómica y la regulación prudencial quedaron rezagadas. Las instituciones tendieron a ser débiles, lo cual constituyó una desventaja: las buenas políticas requieren buenas instituciones y a estas les lleva tiempo desarrollarse. La combinación ayudó a promover las crisis gemelas

bancarias y cambiarias, cuya solución fue extremadamente cara, por los costos de oportunidad para los ingresos del gobierno y por otros costos como el PIB perdido, las altas tasas reales de interés y la disminución de los precios de los activos. Estas consecuencias negativas duraron muchos años luego de que las crisis se alejaron. Si se observan estos hechos, es posible concluir que debe buscarse un enfoque gradual hacia la liberalización que dé tiempo a las autoridades para desarrollar una política y un entorno institucional adecuado en el cual enfrentar los nuevos desafíos.

En el capítulo 3 se inicia un análisis de otras tres tendencias que se relacionaron con la liberalización y la crisis. En este capítulo el enfoque se dirige a las modificaciones en la propiedad del sector bancario. Se confirma la tendencia generalmente aceptada hacia la existencia de menos bancos públicos y más bancos de propiedad extranjera, pero se concluye que aún existe una heterogeneidad sustancial. Si se observan las características de la estructura de propiedad de los sistemas bancarios dentro de los países, más que la de los bancos individuales comparados entre países, se advierte que en Asia oriental el comportamiento es el que la nueva literatura predice, es decir, el desempeño de los sistemas bancarios dominados por extranjeros es el mejor, el de los sistemas públicos es el peor y el de los sistemas nacionales privados se encuentra en un punto medio. La situación en América Latina es más compleja ya que el comportamiento de los sistemas bancarios de propiedad extranjera no fue tan bueno como se preveía y los sistemas públicos tuvieron un comportamiento mejor. Para explicar estos resultados inesperados estudiamos el papel de las instituciones. La incorporación de variables institucionales fortalece los resultados de Asia oriental y nos permite explicar las conclusiones inesperadas en América Latina. Concluimos que con instituciones fuertes, los bancos públicos pueden desempeñarse razonablemente bien, mientras que las instituciones débiles pueden socavar las operaciones aun de los bancos extranjeros de clase mundial.

En el capítulo 4 se analiza otro aspecto del papel del gobierno en el sector financiero. La regulación y la supervisión se redujeron como parte del proceso de liberalización financiera y, a menudo, los bancos aprovecharon el relajamiento y se comportaron de una manera que condujo a las crisis. En el período posterior a la crisis se introdujeron nuevos y más sofisticados sistemas de regulación y supervisión prudencial. Recientemente se ha dicho, sin embargo, que las nuevas normas están sofocando el desarrollo financiero y que es preferible el monitoreo privado. Nuestras conclusiones señalan que el monitoreo privado puede ser un complemento útil a la regulación del gobierno, pero los problemas de prociclicalidad que caracterizan al sector financiero exigen que los gobiernos suministren estabilidad como un bien público.

También hacemos hincapié en la interrelación de la regulación macroeconómica y bancaria, y analizamos el papel cada vez más importante de los actores internacionales en el establecimiento de las reglas sobre regulación y supervisión. En este contexto, un punto importante en la agenda de los próximos años es el efecto del nuevo acuerdo del Banco de Pagos Internacionales en el sistema financiero de los países en desarrollo.

En el capítulo 5 se pasa del análisis de los bancos al de los mercados de capitales, el otro elemento clave del sistema financiero. Si bien ni los bancos ni los mercados de capitales han mostrado ser superiores los unos respecto de los otros como fuente de financiamiento, se observa cada vez más la ventaja de contar con ambos. Sin embargo, los mercados de acciones y bonos de América Latina, con las posibles excepciones de Chile y Brasil, son débiles en comparación con sus similares de Asia oriental. Nuestras conclusiones señalan varias razones para esta diferencia, entre ellas, un mejor desempeño macroeconómico e instituciones más fuertes en Asia oriental y la disponibilidad de mercados de capitales de Estados Unidos como alternativa a los mercados internos para las grandes empresas de América Latina. No obstante, los gobiernos de América Latina han comenzado recientemente a promover los mercados de capitales internos con algunos buenos resultados. Un método es crear inversionistas institucionales, especialmente mediante la privatización de los fondos de pensión. Otros métodos incluyen la exigencia de una mayor transparencia y responsabilidad en el sector financiero en general y el fortalecimiento del gobierno corporativo en empresas no financieras. Un tema preocupante son los nuevos datos acerca de la posible interacción negativa entre los sistemas financieros nacionales e internacionales.

En la segunda parte del libro se pasa del análisis regional de las modificaciones en el sistema financiero a estudios de caso acerca de la manera en que las modificaciones se manifestaron en cada país y su efecto en el crecimiento, la inversión y el acceso al financiamiento. En el capítulo 6 se analiza el caso de Chile. A mediados de la década de 1970, Chile se transformó en el primer país de América Latina que se embarcó en un programa sostenido de liberalización financiera. Luego de una grave crisis a comienzos de la década de 1980, el país fue pionero en la modernización de sus sistemas de regulación y supervisión. Desde 1990, el sector financiero de Chile ha sido el que mejores resultados ha tenido en la región en términos de profundidad, eficiencia y estabilidad. Estas características, a su vez, han contribuido a un círculo virtuoso en el que se observan las tasas de inversión y crecimiento más elevadas de América Latina. El modelo del sector financiero es una combinación de bancos nacionales y extranjeros; además, un solo banco del sector público, bien administrado, busca la combinación de propósitos sociales y económicos.

La profundidad del mercado de capitales supera la de cualquier país vecino. Entre las razones del buen desempeño se incluye la depuración bancaria de la década de 1980, el entorno macroeconómico e institucional estable y una reapertura internacional gradual luego de la crisis. La profundización del mercado de capitales ha dependido marcadamente de la demanda de los inversionistas institucionales. A pesar del buen desempeño, los desafíos persisten. El incremento de la liquidez y el financiamiento de largo plazo, así como un mayor acceso para las pymes, se encuentran entre los desafíos principales.

En el capítulo 7 se analiza el caso de México. Las reformas financieras de México comenzaron una década después que las de Chile y fueron seguidas de una importante crisis en 1994–1995. Como resultado de ello, el Gobierno de México también reformó sus leyes e instituciones bancarias. No solamente volvió a privatizar los bancos de los que se había hecho cargo durante la crisis, sino que vendió casi todos los bancos nacionales a extranjeros; casi el 85% de los activos bancarios ahora son controlados por instituciones extranjeras. Si bien esta estructura de propiedad ofrece oportunidades, aún deben hacerse efectivas. Los mercados de capitales son débiles, aunque el gobierno los ha promovido en los últimos años. El problema principal con los bancos de México, tanto extranjeros como nacionales, es que no prestan al sector privado, especialmente a las empresas privadas. El crédito como porcentaje del PIB es extraordinariamente bajo, aun en comparación con otros países de la región. Esta sequía en los mercados de créditos no ha sido un problema para las grandes corporaciones que pueden obtener fondos en el ámbito internacional, pero ha creado graves dificultades para la gran mayoría de las empresas. A pesar de un mejoramiento desde el año 2003, las consecuencias negativas para la inversión y el crecimiento son claras. Revivir el crédito bancario es claramente el mayor desafío de México; esto está estrechamente vinculado con la necesidad de mejorar las instituciones en el país y extender el acceso al financiamiento a los hogares y las pequeñas empresas.

En el capítulo 8 se analiza el caso de Brasil, cuyo sector financiero ofrece algunos contrastes interesantes con respecto a los de Chile y México. En primer lugar, Brasil también liberalizó su sector financiero, pero en menor medida que los otros dos países y aún mantiene en la esfera pública varios bancos grandes y poderosos. Los demás actores importantes son los bancos privados nacionales. La competencia extranjera, si bien en aumento, es menos extendida que en Chile o México. En segundo lugar, el Gobierno de Brasil no esperó que la crisis financiera estallara, sino que depuró el sistema bancario y modernizó sus leyes e instituciones después del surgimiento de algunos graves problemas tras el exitoso programa de estabilización macroeconómica a

mediados de la década de 1990. En tercer lugar, Brasil tiene una larga historia de promoción de los mercados de capitales, que se encuentran entre los más grandes y sofisticados de los países en desarrollo. Sin embargo, en Brasil siguen existiendo problemas. El crédito es escaso porque los bancos prefieren ser tenedores de bonos del gobierno a realizar préstamos, y las tasas de interés y los márgenes de intermediación son extraordinariamente altos como resultado de los permanentes problemas macroeconómicos. No es sorprendente que la inversión haya sido baja y que el crecimiento haya sido volátil. Además, el acceso al financiamiento es limitado, a pesar de los nuevos programas de los bancos públicos en esta área.

En la tercera parte se presenta un resumen de las conclusiones y un conjunto de recomendaciones acerca de las políticas. Las recomendaciones se refieren a los desafíos más importantes que enfrenta la región de América Latina si se desea que los bancos y los mercados de capitales se fortalezcan para que puedan desempeñar un papel más trascendente en el respaldo del desarrollo económico. El mensaje general es que debe darse énfasis a la modificación del entorno en el que operan los mercados, sobre todo a la estabilidad macroeconómica, el desarrollo institucional y los vínculos con la economía internacional. Además, deben desarrollarse políticas de promoción de los mercados para resolver los dos principales problemas que se han identificado, es decir, la falta de financiamiento a largo plazo para la inversión y la escasez de financiamiento para las pequeñas y medianas empresas. Ambos deben resolverse para que América Latina supere las bajas tasas de crecimiento de los últimos años y la herencia de desigualdad que desde hace mucho tiempo sufre.

Parte I

Modificaciones en el sistema financiero de América Latina desde 1990: comparaciones con Asia oriental

Capítulo 2

Liberalización financiera, crisis y repercusiones

La liberalización financiera en las últimas dos décadas ha transformado profundamente los sistemas financieros de las economías en desarrollo. En términos generales, estas transformaciones han ocurrido en tres etapas, aunque se observan diferencias entre los países y, quizás, entre las regiones. En primer lugar, la liberalización modificó las reglas según las cuales operan los sectores financieros. Si bien antes los gobiernos tenían una gran influencia en el volumen, el precio y el destino de los préstamos, las instituciones del sector privado ahora toman esas decisiones por sí mismas. Este cambio ha tenido importantes consecuencias para la inversión y el crecimiento, así como para el acceso al financiamiento. En segundo lugar, en muchos casos a la liberalización financiera le siguió una crisis financiera. Estas crisis hicieron necesaria la formulación de programas de rescate que absorbieron grandes cantidades de ingresos fiscales y dieron como resultado pérdidas pronunciadas del producto y desajustes sociales. En tercer lugar, la resolución de las crisis modificó aún más las características de los sistemas financieros. Los gobiernos volvieron a la escena, aunque con un papel diferente, y hubo cambios significativos en la propiedad de las instituciones financieras.

Dada la magnitud de estas transformaciones, los estudios del sector financiero en este período deben comenzar por una comprensión cabal del proceso de liberalización, tanto de las nuevas oportunidades que ofrece como de los nuevos desafíos que presenta. Así, en este capítulo se presentan los antecedentes fundamentales para el resto del libro. Se

define a la liberalización como la desregulación financiera interna y se demuestra que en los principales países de América Latina se han hecho cambios profundos, más profundos que en los de Asia oriental, nuestro principal punto de referencia. Luego se someten a prueba varias hipótesis acerca de cuándo a la liberalización le seguirá una crisis. Los resultados obtenidos indican que las políticas que acompañan la liberalización —la gestión macroeconómica, la apertura de la cuenta de capital y la regulación y la supervisión— son los principales determinantes para saber si ocurrirá una crisis. Las instituciones también son importantes porque ejercen su influencia sobre la capacidad de los gobiernos de llevar a cabo políticas saludables, pero el fortalecimiento de una institución lleva mucho tiempo. Por último, se ofrece información acerca del impacto devastador de las crisis financieras, incluso lo duradero del daño causado a las economías afectadas. Dada la importancia de las instituciones y las políticas para evitar las crisis, se concluye que la liberalización gradual ofrece las mejores posibilidades para el logro de un resultado positivo.

El capítulo tiene cinco secciones. En la primera se presenta el marco de trabajo y las hipótesis para el estudio de la liberalización. En la segunda se analizan las estadísticas acerca de la liberalización financiera en los países en desarrollo, con particular énfasis en América Latina y Asia oriental. En la tercera sección se estudia la relación entre la liberalización y la crisis mediante un examen de la literatura teórica y las pruebas empíricas. En la cuarta sección se observan los mecanismos de rescate a corto plazo, sus costos fiscales y demás costos, así como sus resultados (los aspectos de largo plazo se consideran en los capítulos posteriores). En la última sección se presentan las conclusiones.

Liberalización financiera: literatura e hipótesis

A comienzos del período de la posguerra, en la mayoría de los países en desarrollo los sistemas financieros internos estaban dominados por el sector bancario. Los bancos estaban estrechamente controlados por las autoridades, ya fuera por la preocupación de mantener la estabilidad financiera o porque eran instrumentos importantes de las estrategias de desarrollo. La búsqueda de rentas también fue una motivación frecuente. Se llevaban a cabo controles de varios tipos. En primer lugar, el gobierno fijaba las tasas de interés sobre depósitos y préstamos. Las tasas reales a menudo eran negativas, por lo menos *ex post*, ya que la inflación superaba las tasas nominales. En segundo lugar, los requisitos de reserva eran elevados, por lo que los bancos comerciales tenían poca libertad para ampliar sus carteras. En tercer lugar, los gobiernos emitían directrices administrativas para la asignación de una parte importante del crédito de bancos comerciales. En

cuarto lugar, los gobiernos prohibieron que los bancos participaran en solicitudes y otorgamientos de préstamos internacionales o limitaron el volumen y los usos de esos fondos. Por último, los bancos públicos eran responsables de gran cantidad de préstamos, intermediando a menudo entre las fuentes externas de crédito y los prestatarios locales. Estas características, en conjunto, se denominaron represión financiera.

Los proponentes de la reforma vieron a la represión financiera como un camino hacia las bajas tasas de ahorro, ya que los depositantes recibían un interés bajo o negativo sobre sus fondos; la baja monetización de las economías; el acceso limitado al crédito, especialmente por parte de las pymes, y el crédito dirigido a los prestatarios sobre la base de conexiones políticas, más que de la rentabilidad de sus proyectos. La liberalización financiera eliminaría esas cargas, según se sostenía, lo que permitiría a los países movilizar recursos cada vez mayores, aplicarlos de manera más eficiente y, por lo tanto, acelerar la inversión, la productividad y el crecimiento.[1]

Los opositores a la liberalización fueron mucho más cautos. Aun aquellos que estuvieron de acuerdo con las críticas a la represión financiera se preocuparon de que la solución propuesta pudiera ser peor que los problemas que habría de resolver. Una preocupación era que los mecanismos que ya funcionaban para movilizar recursos, si bien con fallas, se verían reemplazados por fuerzas especulativas que se traducirían en crisis, caos y deterioro económico. Estos problemas se agravarían si, junto con la liberalización interna, ocurría una liberalización financiera externa, a tal punto que los flujos de capital, grandes y volátiles, pudieran aplastar a los bancos locales. Otra preocupación era que el financiamiento a largo plazo desapareciera en un sistema liberalizado y que el acceso al financiamiento se viera limitado a un pequeño grupo de grandes empresas y hogares de altos ingresos.[2]

En este capítulo se sostiene que ambas posiciones tienen elementos de verdad. Los resultados dependen mucho de la manera en que las políticas de liberalización se implementan, las demás políticas que las acompañan y el marco institucional en el que las modificaciones ocurren.[3]

---

1 Los primeros argumentos en este sentido fueron planteados por McKinnon (1973) y Shaw (1973). La reseña clásica es la de Fry (1995). Entre los análisis más recientes se encuentran los de Caprio, Honohan y Stiglitz (2001); Demirgüç-Kunt y Detragiache (2005).

2 Fry (1995) estudia media docena de tipos de críticas de la tesis de McKinnon-Shaw. Los principales ejemplos incluyen a los neoestructuralistas como Taylor (1983) y los enfoques de las fallas de mercado, como el de Stiglitz (1994). Para ver una versión actualizada del argumento de Stiglitz, véase Caprio, Honohan y Stiglitz (2001, cap. II). Sobre América Latina en particular, véase Ffrench-Davis (2005).

3 Un enfoque interesante y complementario se encuentra en Lee (2003), quien argumenta que la literatura acerca de la liberalización financiera pasó por tres etapas: desregulación

Los resultados también dependen del contexto internacional para la liberalización, pero ello está más allá del control de los países en desarrollo.

Comenzamos por definir el concepto de liberalización financiera. La expresión se usa de diversas maneras en la literatura, lo que contribuye a explicar algunas de las confusiones y desacuerdos. A los efectos de este trabajo, la expresión liberalización financiera hace referencia a la eliminación parcial o total de las restricciones impuestas por el gobierno sobre el comportamiento financiero interno, de tal manera que los agentes económicos pueden tomar sus propias decisiones con respecto al volumen, el precio, los plazos y el propósito de las transacciones financieras. Son especialmente destacables dos elementos de esta definición. En primer lugar, la definición no supone que exista una liberalización completa, sino que el énfasis corresponde a la dirección del cambio. Dicho de otro modo, no concebimos al proceso como una dicotomía entre represión y liberalización, sino más bien como una variedad de posibilidades. En segundo lugar, no incluimos a la liberalización financiera internacional de por sí como parte de la definición. En la práctica, ambos aspectos aparecen juntos, como componentes de un movimiento más generalizado hacia una mayor dependencia del mercado. Nos parece útil, sin embargo, considerar a la liberalización internacional como una de las políticas que podrían acompañar a la liberalización financiera interna.

A partir de esta definición, presentamos un marco para el análisis del proceso de liberalización que incluye las variables mencionadas: implementación, políticas que la acompañan y contexto institucional. En el cuadro 2.1 se resume un modelo sencillo de liberalización financiera, de acuerdo con estas dimensiones. La pregunta más amplia es si el proceso de liberalización es exitoso, siendo que el éxito, tal como se define en el capítulo de introducción, incluye la estabilidad financiera, las mayores tasas de crecimiento y un acceso más amplio al financiamiento por parte de los hogares con menores ingresos y las pequeñas empresas. Si bien a lo largo del libro se tratan estas tres metas, en este capítulo se trata principalmente la primera y se plantea la interrogante acerca de las condiciones en que la liberalización tendrá un resultado positivo (estabilidad) frente a un resultado negativo (crisis).

---

per se; la necesidad de estabilidad macroeconómica y el manejo de mercados financieros imperfectos, y la identificación de precondiciones institucionales.

Cuadro 2.1
RELACIÓN ENTRE LIBERALIZACIÓN FINANCIERA Y RESULTADOS

Dimensiones	Resultados positivos	Resultados negativos
Implementación	Gradual y extensa	Rápida y completa
Otras políticas		
Macroeconómica	Precios y economía real estables	Inestabilidad en uno o ambos
Internacional	Liberalización parcial	Liberalización completa
Reguladora	Regulación/supervisión ajustadas	Regulación/supervisión poco estrictas
Instituciones	Fuertes	Débiles

Con respecto a la implementación, la principal distinción se hace en función de la velocidad y la extensión. Las políticas que acompañan la liberalización se centran en tres componentes: la política macroeconómica (el enfoque hacia la estabilidad en los precios, los déficit, los tipos de cambio y la estabilidad económica real), la política financiera internacional (la extensión y secuencia de la apertura de la cuenta de capital), y la regulación y la supervisión (la adhesión a las normas internacionales). El fortalecimiento o creación de instituciones comprende el marco legal y la protección de los contratos, así como los órganos de gobierno como bancos centrales, organismos de regulación y supervisión y el sistema judicial. El contexto político y económico internacional en el que la liberalización financiera interna ocurre también influye en el resultado, pero los países en desarrollo no pueden controlar este factor, por lo que no se incluye en el esquema.

Nuestras hipótesis, como se muestra en el cuadro 2.1, plantean que el éxito de la liberalización financiera se ve optimizado por: i) un proceso gradual de liberalización que finalmente deja las decisiones en manos de los actores del sector privado (si los bancos del sector público siguen existiendo, deben dirigirse en forma transparente y eficiente con objetivos claros); ii) una combinación de estabilidad macroeconómica y tipo de cambio competitivo, una apertura parcial de la cuenta de capital luego de la liberalización interna y una regulación prudencial antes de la liberalización, y iii) un marco institucional con un sistema legal fuerte y organismos operativos competentes. En el análisis que sigue, sometemos a prueba estas hipótesis en forma cualitativa mediante el examen de experiencias en determinados países.

El paso siguiente a la liberalización financiera y la crisis, si ocurre, es un conjunto de medidas de rescate y modificaciones institucionales. Estos procesos generalmente han sido menos controvertidos que la

liberalización financiera en sí misma. La mayoría de los expertos han sido bastante pragmáticos acerca de las prescripciones de políticas de rescate, y la mayoría de los gobiernos han usado alguna combinación de programas basados en el mercado y administrados por el gobierno. No obstante, el debate continúa acerca de la medida en que los gobiernos deben rescatar instituciones debilitadas. El riesgo moral es una preocupación específica, pero el uso de fondos públicos para sacar del apuro a los actores privados también ha sido un problema político en algunos casos.[4]

A pesar de las diferencias de opinión acerca de estos diversos temas, es posible identificar un conjunto comúnmente aceptado de hechos estilizados con respecto al proceso empírico de la liberalización financiera, la crisis y el rescate en los últimos años. La liberalización financiera ocurrió en la mayoría de los países en desarrollo. Con frecuencia se asumió sin un entorno regulador adecuado en funcionamiento. Los bancos recientemente liberados incrementaron los préstamos muy rápidamente sin hacer un análisis adecuado del crédito y sin hacer previsiones para pérdidas, y el riesgo moral y la selección adversa fueron problemas que se presentaron a menudo. En casos extremos, los bancos aprovecharon la regulación débil para participar en actividades fraudulentas. Excepto en los casos en que las autoridades actuaron en forma expedita y eficiente, existieron crisis, posiblemente facilitadas por una economía volátil y políticas que estimularon las grandes afluencias de capital. Para evitar una debacle sistémica, los gobiernos intervinieron para rescatar a los bancos, aunque esa intervención fuera contraria a sus preferencias ideológicas. Las políticas a corto plazo incluyeron la adquisición de instituciones insolventes, la recapitalización, la compra de cartera vencida y el respaldo a los deudores. Las políticas de más largo plazo supusieron la enajenación de los bancos intervenidos, lo que a menudo dio como resultado una mayor propiedad extranjera, y un sistema mejorado de regulación y supervisión. Que esta secuencia se tradujera en un desempeño sólido por la recuperación del sistema financiero dependió de los detalles de diseño e implementación de las políticas.

Liberalización financiera: tendencias empíricas

La liberalización financiera ha sido un proceso amplio en las últimas décadas que alcanzó a países desarrollados y en desarrollo. Existen varias bases de datos que nos permiten comparar a América

[4] Para ver casos de un enfoque pragmático y mixto frente a uno que aboga por una alternativa particular, véanse Calomiris, Klingebiel y Laeven (2004) y Honohan y Klingebiel (2003), respectivamente.

Latina con otras regiones, así como comparar entre sí a los países de América Latina. El uso de una muestra que abarque distintas regiones permite evaluar si la liberalización de América Latina tuvo características únicas o si el proceso mundial ha sido básicamente el mismo.

Una base de datos del Banco Mundial que incluye a los países de la OCDE, América Latina y Asia oriental durante el período 1973–2002 es la más útil para nuestros propósitos.[5] El índice general está compuesto por tres subíndices: liberalización financiera interna, liberalización internacional y liberalización del mercado de acciones. Cada subíndice, a su vez, está constituido por varios indicadores. La liberalización financiera interna incluye la eliminación de la regulación respecto de las tasas de interés sobre depósitos y préstamos, la asignación de créditos y los depósitos de moneda extranjera. La liberalización internacional se mide por el fin de la regulación sobre los préstamos extraterritoriales por parte de instituciones financieras y no financieras, los tipos de cambio múltiples y los controles de flujos salientes de capital. La liberalización del mercado de acciones se mide por la abolición de regulaciones respecto de la adquisición extranjera de acciones en el mercado nacional de acciones, la repatriación de capital y la repatriación de intereses y dividendos. Todos los índices varían entre 1,0 y 3,0 siendo las cifras más elevadas las que indican una mayor liberalización.[6]

El índice de liberalización y su comparación internacional

En el gráfico 2.1 se observa la variación mensual del índice general respecto de los tres grupos de países. En él se muestra que los países de la OCDE ya tuvieron mercados financieros marcadamente más liberalizados que las otras dos regiones a comienzos del período y, con excepción de un breve período a mediados de la década de 1970, avanzaron a un ritmo constante hasta mediados de la década de 1990.[7] En ese momento alcanzaron la posición más liberalizada posible en el índice y se

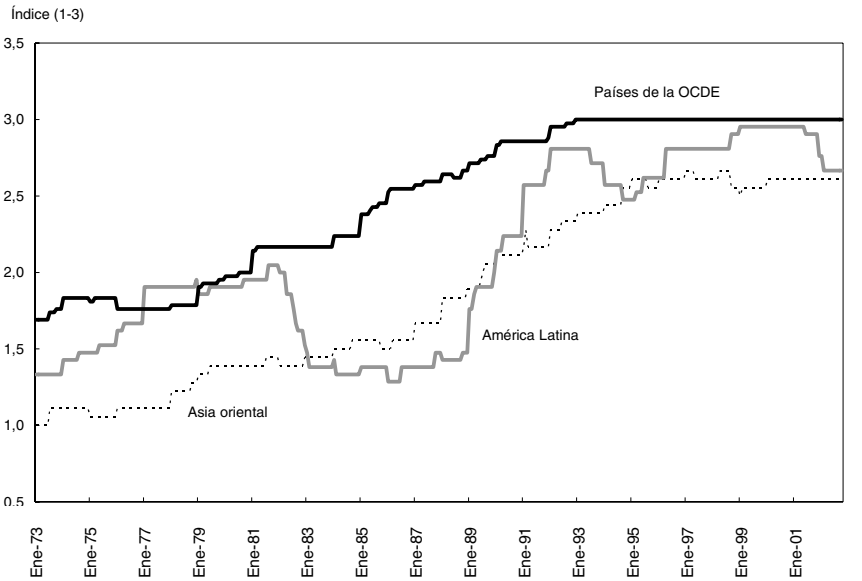
[5] Solo se incluyen 14 países de la OCDE: Alemania, Canadá, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia, Japón, Noruega, Portugal, Reino Unido y Suecia. Corea y México, miembros de la OCDE, se incluyen en sus respectivas regiones. Los siete países de América Latina son Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y República Bolivariana de Venezuela. Los casos de Asia oriental son Corea, Filipinas, Hong Kong (región administrativa especial de China), Indonesia, Malasia, Tailandia y provincia china de Taiwán. Se ha excluido a Hong Kong, (región administrativa especial de China) ya que su carácter de puerto de tránsito (*entrepôt)* ofrece características atípicas.

[6] El índice se describe en Kaminsky y Schmukler (2003). Los datos numéricos se encuentran en [en línea] <http://www.siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/financial_liberalization_index.xls>.

[7] El pequeño descenso en el índice de la OCDE se debió a la influencia de Dinamarca, Italia y especialmente Portugal, que tuvieron gobiernos intervencionistas a mediados de la década de 1970.

mantuvieron allí a lo largo de los años siguientes. Los países de Asia oriental siguieron un camino similar, pero comenzaron en un punto mucho más bajo y en el 2002 aún estaban por alcanzar una liberalización completa. La región alcanzó su punto más elevado de 2,7 en el índice a mediados de la década de 1990 y continuó en ese nivel excepto por un leve descenso, aproximadamente en la época de la crisis financiera de Asia. La reversión fue muy pequeña si se considera el impacto tremendamente negativo de esa crisis.

Gráfico 2.1
ÍNDICE DE LIBERALIZACIÓN FINANCIERA POR REGIÓN, 1973–2002[a]



Fuente: Banco Mundial [en línea] <http://www.siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/financial_liberalization_index.xls>.

[a] Véase el texto para la definición de índice. De la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) se incluyen Dinamarca, España, Finlandia, Irlanda, Noruega, Portugal y Suecia. De América Latina se incluyen Argentina, Brasil, Chile, México, Perú y República Bolivariana de Venezuela. De Asia oriental se incluyen Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia y provincia china de Taiwán.

En algunos aspectos América Latina se ubica entre los países de la OCDE y los de Asia. Comenzó en una posición intermedia en 1973 y también terminó entre ambos grupos en el 2002. Sin embargo, en el transcurso de esos años, América Latina mostró características distintivas. En primer lugar, el incremento inicial en el índice de liberalización en la década de 1970 fue muy rápido; de hecho, el índice de América Latina

superó al de los países de la OCDE durante un breve período a mediados de esa década. Este incremento fue seguido por una reversión marcada y extensa durante la crisis de la deuda en la década de 1980, contrariamente a la reacción mucho menos intensa en la región asiática en la década de 1990. Solo en 1988 el proceso de liberalización comenzó de nuevo y durante los años siguientes su velocidad superó la de cualquier período en cualquier otra región. Desde el año 1994 hasta el año 2002 hubo nuevamente muchos vaivenes. En otras palabras, América Latina como región siguió un camino de liberalización mucho más volátil que Asia oriental o los países de la OCDE.[8]

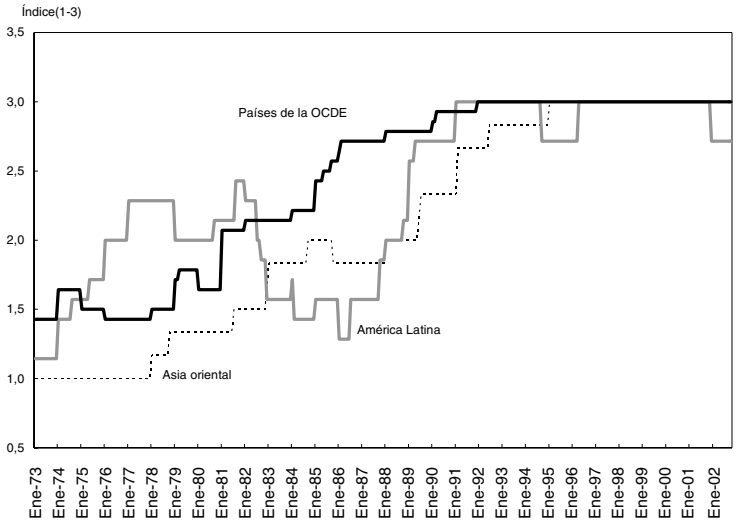
Como nuestra definición de liberalización financiera se centra en la liberalización interna, analizamos ese componente del índice en forma separada para las tres regiones (véase el gráfico 2.2). El patrón de los países de la OCDE y de Asia oriental refleja las tendencias ya observadas en el gráfico 2.1, mientras que la liberalización en América Latina muestra una volatilidad aún mayor a la observada en el índice general. En la década de 1970, los mercados financieros internos en América Latina mostraron una apertura significativamente mayor a la de los de la región de la OCDE. Sin embargo, esa brecha desapareció con la crisis de la deuda cuando los gobiernos de América Latina cambiaron completamente de postura respecto de sus políticas. Hacia la década de 1990, América Latina se había unido a los países de la OCDE en el nivel más elevado de la liberalización, con excepción de reversiones limitadas en el período de la crisis de México en 1995 y más tarde en Argentina en el período 2001–2002. Asia oriental siguió estando un poco menos abierta que los países de América Latina y la OCDE hasta 1995, al igual que lo hizo en el índice más amplio.

El índice de liberalización en América Latina y Asia oriental

En el gráfico 2.3 se desagregan los componentes del índice correspondiente a América Latina. El índice general y el componente financiero interno ofrecen las mismas tendencias presentadas arriba; se suman los datos acerca de la liberalización de la cuenta de capital de la balanza de pagos y el mercado de acciones. En el gráfico se muestra que el sector financiero interno estuvo a la vanguardia de la liberalización y que casi siempre superó el índice general. La cuenta de capital mostró la mayor volatilidad. Comenzó en la parte más liberalizada del índice, descendió completamente a fines de la década de 1980, se liberalizó completamente a fines de la década de 1990 y descendió nuevamente. Los mercados de acciones se liberalizaron más gradualmente.

[8] Esta conclusión coincide con otras caracterizaciones de América Latina como región extremadamente volátil con respecto a muchos indicadores. Véase, por ejemplo, BID (1995).

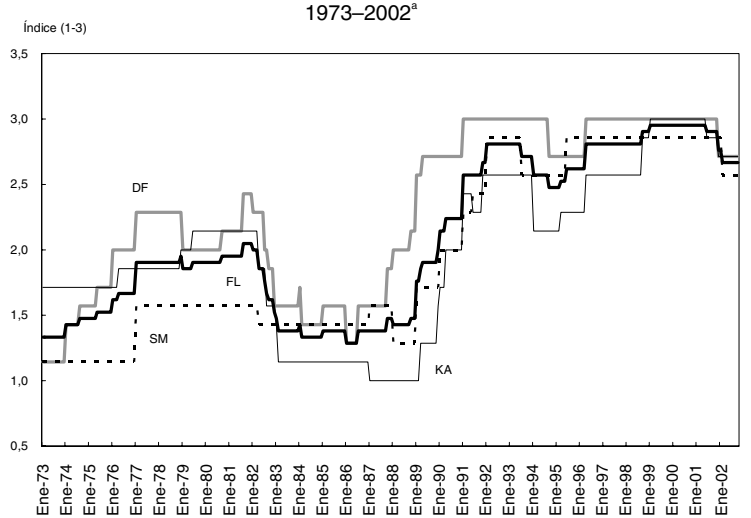
Gráfico 2.2
ÍNDICE DE LIBERALIZACIÓN FINANCIERA INTERNA POR REGIÓN, 1973–2002[a]



Fuente: Banco Mundial [en línea] <http://www.siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/financial_liberalization_ index.xls>.

[a] Véase la gráfico 2.1 para obtener las listas de los países incluidos; véase el texto para la definición de índice.

Gráfico 2.3
AMÉRICA LATINA: COMPONENTES DEL ÍNDICE DE LIBERALIZACIÓN FINANCIERA, 1973–2002[a]



Fuente: Banco Mundial [en línea] <http://www.siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/financial_liberalization_ index.xls>.

[a] FL es el índice de liberalización financiera total; DF es el índice de liberalización financiera interna; SM es el índice de liberalización de los mercados de acciones; KA es el índice de liberalización de la cuenta de capital. Véase el texto para las definiciones.

En general, los siete países de América Latina respecto de los cuales hay información disponible siguieron el mismo camino de volatilidad mostrado por la región en su conjunto. La principal excepción fue Colombia, como se muestra en el cuadro 2.2 que ofrece los datos de cada país con respecto al índice general. Excepto unos pocos meses en 1986, Colombia siguió una estrategia gradual de apertura financiera en el período 1973–2002 y fue el único de los siete países que no tenía una apertura financiera total hacia el 2002. Chile también siguió un camino menos volátil que el de sus vecinos. Luego de alcanzar un nivel en el índice de 2,0 en 1980, en vísperas de su mayor crisis financiera, el índice volvió a 1,0 durante un año, pero luego hubo una nueva apertura gradual hasta llegar a 3,0 a fines de la década de 1990.

El componente interno del índice de liberalización financiera fue paralelo al del índice general. Nuevamente, Colombia fue el reformador más estable y logró una liberalización completa en 1981, permaneciendo en ese nivel con una reversión muy parcial en 1986. En Chile se llegó antes a una liberalización completa, en 1976, pero tuvo una retracción más prolongada en la década de 1980. Los restantes cinco países tuvieron historias mucho más volátiles con respecto a la liberalización financiera.[9] Otra información en el índice del Banco Mundial que es especialmente útil a nuestros propósitos tiene que ver con las tendencias de la liberalización financiera internacional (apertura de la cuenta de capital) y su relación con la liberalización financiera interna. En Brasil, Chile y Colombia, la apertura de la cuenta de capital retrasó las tendencias financieras internas durante la mayor parte del período 1973–2002. En estos tres países, la apertura total de la cuenta de capital ocurrió recién a fines de la década de 1990. En Argentina y Perú, las tendencias en la política interna e internacional fueron bastante similares, mientras que la política internacional fue más abierta que la política interna en México y República Bolivariana de Venezuela. La mayoría de los países se desviaron de nuestra expectativa de que los dos procesos evolucionarían a más o menos al mismo ritmo. En el caso de México y República Bolivariana de Venezuela, las relaciones económicas más estrechas con Estados Unidos y la influencia de los mercados de petróleo son probablemente importantes factores explicativos para la apertura internacional. En el caso de Brasil, Chile y Colombia, el patrón refleja el intento de mantener el control sobre la política macroeconómica y financiera mediante una apertura internacional restringida.[10]

[9] Calculado sobre la base de datos desagregados del índice; véase la nota 6 en este capítulo para obtener información acerca de la fuente.

[10] Si bien esta preferencia política de Chile es bien conocida en los últimos tiempos, es interesante hallarla también en los primeros años del gobierno militar.

Cuadro 2.2
AMÉRICA LATINA: ÍNDICE DE LIBERALIZACIÓN FINANCIERA, 1973–2002[a]

Año	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú	Venezuela (Rep. Bolivariana de)
1973	1,0	1,3	1,0	1,0	1,7	1,7	1,7
1974	1,0	1,3	1,3	1,1	2,0	1,7	1,7
1975	1,0	1,3	1,6	1,3	2,0	1,7	1,7
1976	1,3	2,0	1,7	1,3	2,0	1,7	1,7
1977	2,3	2,0	1,7	1,3	2,0	1,7	2,3
1978	2,4	2,0	1,7	1,3	2,0	1,7	2,3
1979	2,7	1,3	1,9	1,3	2,0	1,7	2,3
1980	2,7	1,3	2,0	1,4	2,0	1,7	2,3
1981	2,7	1,3	2,0	1,7	2,0	1,7	2,6
1982	1,6	1,3	1,9	1,7	1,6	1,3	3,0
1983	1,0	1,3	1,0	1,7	1,0	1,3	2,4
1984	1,0	1,3	1,3	1,7	1,0	1,3	1,7
1985	1,0	1,3	1,7	1,7	1,0	1,3	1,7
1986	1,0	1,3	1,7	1,3	1,0	1,3	1,7
1987	1,2	1,3	2,0	1,7	1,0	1,0	1,7
1988	1,7	1,7	2,0	1,7	1,1	1,0	1,0
1989	2,4	2,0	2,0	1,7	1,9	1,0	2,2
1990	3,0	2,3	2,5	1,7	2,0	1,0	3,0
1991	3,0	2,5	2,5	2,3	2,4	2,3	3,0
1992	3,0	2,7	2,7	2,3	3,0	3,0	3,0
1993	3,0	2,7	2,7	2,3	3,0	3,0	2,7
1994	3,0	2,3	2,7	2,3	3,0	3,0	1,4
1995	3,0	2,6	2,7	2,3	3,0	3,0	1,4
1996	3,0	2,7	2,7	2,3	3,0	3,0	2,7
1997	3,0	2,7	2,7	2,3	3,0	3,0	3,0
1998	3,0	2,7	2,8	2,4	3,0	3,0	3,0
1999	3,0	3,0	3,0	2,7	3,0	3,0	3,0
2000	3,0	3,0	3,0	2,7	3,0	3,0	3,0
2001	2,7	3,0	3,0	2,7	3,0	3,0	3,0
2002	1,1	3,0	3,0	2,7	3,0	3,0	3,0

Fuente: Banco Mundial [en línea] <http://www.siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/financial_liberalization_index.xls>.

[a] Para la definición de índice, véase el texto.

Los países de Asia oriental, considerados individualmente, también muestran diferencias entre sí y con los países de América Latina, tal como se muestra en el cuadro 2.3. Sobre todo, los países de Asia oriental se inclinaron menos hacia la liberalización financiera que sus similares de América Latina. Hacia el año 2002, solamente dos países, Tailandia y provincia china de Taiwán, tenían una apertura total de acuerdo con el índice del Banco Mundial de liberalización financiera general y llegaron a esa posición recién a fines de la década de 1990. En términos de proceso de liberalización, Filipinas y provincia china de Taiwán pusieron en práctica una apertura fluida y gradual; lo mismo ocurrió en Corea, excepto por una reversión luego de la crisis de 1997–1998. Malasia y Tailandia fueron especialmente proclives a las reversiones, que ocurrieron en diversos momentos, incluso durante la crisis, mientras los gobiernos intentaban administrar el proceso de liberalización. En Indonesia la apertura fue más rápida que en el caso de sus vecinos, pero luego modificó su curso, aun antes de que golpeara la crisis.

A diferencia de América Latina, la liberalización financiera interna se vio rezagada en Asia oriental hasta mediados de la década de 1980 (véase el gráfico 2.4). Hacia fines de 1980, cuatro países estaban aún completamente cerrados en lo que a indicadores internos se refiere; la liberalización se había llevado a cabo en la cuenta de capital o el mercado de acciones. Sin embargo, hacia mediados de la década de 1990, los índices de todos los países eran 3,0 respecto de la liberalización interna y estas cifras no variaron durante la crisis. La cuenta de capital se cerró parcial o completamente en este último período.[11] La información señala una actitud más cautelosa hacia la liberalización financiera que la que se observa en América Latina.

Resumiendo, lo ocurrido en América Latina fue similar a lo ocurrido en Asia oriental y en los países de la OCDE en cuanto a que la liberalización financiera fue la política elegida en los tres grupos de países en el período 1973–2002. No obstante, en los países de América Latina ocurrió algo diferente, ya que la región mostró una mayor volatilidad en el proceso de liberalización respecto de sus similares de otras partes. Esta volatilidad abarcó todo el período al que se hace referencia en el índice del Banco Mundial, pero fue especialmente pronunciada durante la crisis de la deuda de la década de 1980, cuando todos los países tuvieron una reversión en sus políticas de liberalización.

[11] Calculado sobre la base de datos desagregados del índice; véase la nota 6 en este capítulo para obtener información acerca de la fuente.

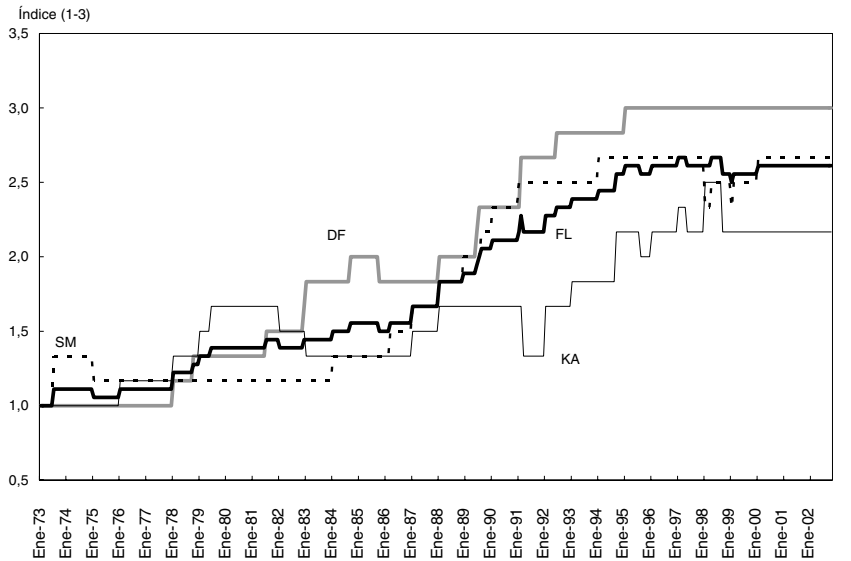
Cuadro 2.3
ASIA ORIENTAL: ÍNDICE DE LIBERALIZACIÓN FINANCIERA, 1973–2002[a]

Años	Corea	Filipinas	Indonesia	Malasia	Tailandia	Provincia china de Taiwán
1973	1,0	1,0	1,0	1,3	1,0	1,0
1974	1,0	1,0	1,0	1,7	1,0	1,0
1975	1,0	1,0	1,0	1,3	1,0	1,0
1976	1,0	1,3	1,0	1,3	1,0	1,0
1977	1,0	1,3	1,0	1,3	1,0	1,0
1978	1,0	1,3	1,7	1,4	1,0	1,0
1979	1,0	1,3	1,7	1,9	1,3	1,0
1980	1,0	1,3	1,7	2,0	1,3	1,0
1981	1,0	1,5	1,7	2,0	1,3	1,0
1982	1,0	1,7	1,7	2,0	1,0	1,0
1983	1,0	1,7	2,0	2,0	1,0	1,0
1984	1,0	1,7	2,0	2,3	1,0	1,1
1985	1,0	1,7	2,0	2,3	1,0	1,3
1986	1,0	1,9	2,0	2,0	1,0	1,3
1987	1,0	2,0	2,0	2,0	1,0	2,0
1988	1,3	2,0	2,4	2,0	1,3	2,0
1989	1,3	2,0	2,8	2,0	2,0	2,2
1990	1,3	2,0	3,0	2,0	2,0	2,3
1991	1,7	2,0	2,4	2,6	2,0	2,3
1992	1,7	2,0	2,3	2,7	2,9	2,3
1993	2,0	2,0	2,3	2,7	3,0	2,3
1994	2,0	2,7	2,3	2,6	3,0	2,3
1995	2,3	2,7	2,3	3,0	2,9	2,3
1996	2,7	2,7	2,3	3,0	2,7	2,3
1997	2,7	2,7	2,3	3,0	2,4	2,7
1998	2,7	2,7	2,3	2,1	3,0	2,9
1999	2,3	2,7	2,3	2,0	3,0	3,0
2000	2,3	2,7	2,3	2,3	3,0	3,0
2001	2,3	2,7	2,3	2,3	3,0	3,0
2002	2,3	2,7	2,3	2,3	3,0	3,0

Fuente: Banco Mundial [en línea] <http://www.siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/financial_liberalization_index.xls>

[a] Para la definición de índice, véase el texto.

Gráfico 2.4
ASIA ORIENTAL: COMPONENTES DEL ÍNDICE DE LIBERALIZACIÓN FINANCIERA, 1973–2002[a]



Fuente: Banco Mundial [en línea] <http://www.siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/financial_liberalization_index.xls>.

[a] FL es el índice de liberalización financiera total; DF es el índice de liberalización financiera interna; SM es el índice de liberalización de los mercados de acciones; KA es el índice de liberalización de la cuenta de capital. Véase el texto para las definiciones

No se observa ningún cambio similar en las políticas de Asia en la década de 1990; hubo solamente una reversión muy breve en algunos pocos países, como Corea, Malasia y Tailandia. Los países de América Latina también se dispusieron más favorablemente para la liberalización que sus similares de Asia. Las comparaciones entre los países de América Latina ofrecen algunas diferencias interesantes. Chile y Colombia mostraron menos volatilidad que los demás países; junto con Brasil, también fueron reticentes a la apertura completa de su cuenta de capital hasta los últimos años del período de la muestra. Argentina, México, Perú y República Bolivariana de Venezuela tuvieron reversiones más agudas y más frecuentes en las políticas que los otros tres países, y la liberalización internacional acompañó o anticipó la liberalización interna. En la próxima sección se plantea si esas diferencias se relacionan con la presencia o la ausencia de crisis en la región.

Liberalización financiera y crisis

La crisis de Asia y la experiencia anterior de México dieron lugar a una extensa literatura acerca de las nuevas causas de las crisis. Además, aunque Camdessus (1995) se refirió a la crisis de México como la primera del siglo XXI, el caso muestra similitudes con la crisis de Chile de 1981–1983.[12] El análisis de nuevas causas comenzó con el argumento de que las crisis recientes no eran ejemplos del viejo síndrome macroeconómico observado durante el período de la posguerra, por el cual un gran déficit fiscal y una política monetaria expansiva se tradujeron en una devaluación que tuvo un impacto negativo en la economía y, por lo tanto, en la cartera de préstamos bancarios.[13] Tampoco eran el resultado de problemas microeconómicos en determinados bancos que hubieran causado pánico en el sector bancario en general y que hubieran perjudicado la moneda como resultado de políticas de rescate, sino que habían comenzado a aparecer nuevas relaciones.

Nuevas explicaciones de las crisis

Mientras que la mayoría de los economistas estuvieron de acuerdo en que algo nuevo estaba sucediendo, discreparon acerca de los elementos clave del nuevo paradigma. En un comienzo surgieron dos nuevos enfoques: uno de ellos centrado en las características internas y otro dirigido a los factores externos y el contagio. Con el tiempo, se logró cierto grado de consenso y los procesos internos y externos se relacionaron.

En enfoque dirigido a los aspectos internos sostenía que las distorsiones estructurales y de políticas en los países que se analizaban eran las causas principales de las crisis, aunque la reacción desmedida del mercado las hizo más graves de lo que de otra manera hubieran sido. La primera versión de este enfoque, planteada por el Fondo Monetario Internacional con respecto a la crisis de Asia, se centró en cuatro problemas.[14] El primero fue el exceso de inversión con respecto al ahorro interno, lo que, dada la falta de déficit fiscal, fue la contraparte de grandes déficit de cuenta corriente y afluencias de capital extranjero cada vez mayores y de corto

[12] Véase Edwards (1996) acerca de la comparación entre Chile y México.

[13] Es común hablar de dos generaciones de esos modelos. La primera de ellas se centra en los intentos gubernamentales de defender la divisa, seguidos del ataque especulativo luego de que las reservas descendieron a un nivel crítico (véase, por ejemplo, Krugman, 1979). La segunda es más compleja: un ataque especulativo puede resultar de un deterioro previsto de los aspectos fundamentales de la economía o de una profecía autocumplida (véase, por ejemplo, Obstfeld, 1986).

[14] Véase FMI (1997). En las ediciones sucesivas de esta publicación, luego de esta reacción inicial en los primeros meses de la crisis, se reflejó una convergencia de opiniones cada vez mayor con respecto a las divisiones iniciales entre el enfoque interno y externo.

plazo.[15] El segundo fueron las deficiencias en la gestión macroeconómica, principalmente en los tipos de cambio fijos con respecto al dólar, y también el dejar de lado algunas presiones subyacentes de la demanda. El tercero fue la debilidad del sector financiero, lo que incluye la regulación y la supervisión inadecuadas, el gobierno corporativo insatisfactorio, la falta de transparencia y los préstamos imprudentes. El cuarto fue el entorno internacional, pero el hincapié se hizo en el comercio y la falta de competitividad, más que en los flujos financieros y el contagio.

Uno de los análisis académicos que ha ejercido más influencia dentro del enfoque dirigido a los aspectos internos fue el de Corsetti, Pesenti y Roubini, que centraron su argumentación en tres manifestaciones de riesgo moral.[16] En el ámbito corporativo, las empresas hicieron inversiones poco sensatas suponiendo que se las rescataría si se veían en dificultades graves. En el ámbito financiero, los bancos pidieron préstamos en el exterior en forma excesiva y prestaron en forma excesiva en el país haciendo posible que continuaran las inversiones no rentables. Aunque el sector financiero se caracterizó por una regulación y supervisión débiles, la poca adecuación del capital, los criterios alejados del mercado para la selección de proyectos y una corrupción manifiesta, el nexo estrecho entre bancos, corporaciones y gobierno nuevamente planteó la expectativa de que no se permitiría a ningún banco quebrar. La dimensión internacional del riesgo moral alcanzó a los bancos extranjeros que prestaban de manera parecida a la de sus similares locales, asumiendo que serían rescatados por los gobiernos locales o el Fondo Monetario Internacional en caso de ser necesario. Estas debilidades internas volvieron a los países vulnerables a reversiones en las afluencias de capital.

Quienes consideraron el enfoque dirigido a los factores externos y el contagio para explicar las crisis estuvieron de acuerdo en que estas debilidades internas estaban presentes, pero destacaron que habían existido durante mucho tiempo y que, aun así, los países en crisis habían tenido muy buenos resultados. Se argumentó que para entender las razones de las crisis era necesario dirigir la atención a las nuevas relaciones con los mercados financieros internacionales. En particular, la liberalización de la cuenta de capital de la balanza de pagos en los países en desarrollo había posibilitado a los bancos y las corporaciones pedir prestadas grandes cantidades de capital del exterior, pero esos mismos flujos fácilmente

[15] En el análisis de 1997, el Fondo Monetario Internacional destacó que en México el problema era el exceso de consumo, no el exceso de inversión. Véase FMI (1997, pp. 10-11). Lo mismo puede decirse de otros países de América Latina, en los que el ahorro y la inversión siempre han sido mucho más bajos que los de Asia oriental.

[16] Corsetti, Pesenti y Roubini (1998a, 1998b). La versión más conocida del argumento del riesgo moral se centra en el concepto de capitalismo favorecedor del amiguismo (*crony capitalism*). Véanse, por ejemplo, Kang (2001) acerca de Asia y Haber (2002) acerca de América Latina.

podían revertirse si ocurría un *shock* político, económico y, aun, psicológico. Estas salidas o "interrupciones súbitas" en los ingresos de capitales eran la principal fuente de crisis.[17] Este argumento fue acompañado, con frecuencia, por una crítica aguda de las instituciones financieras internacionales, especialmente del Fondo Monetario Internacional, tanto por promover la apertura de la cuenta de capital como por la condicionalidad que acompañaba sus medidas de rescate, lo que, según se ha dicho, exacerbó las crisis.[18]

Radelet y Sachs (1998) ofrecen una versión técnica de este argumento y centran su análisis en la inestabilidad intrínseca del préstamo internacional, o lo que denominan crisis autocumplidas. Los prestamistas en un comienzo estaban deseosos de inyectar grandes cantidades de dinero en países con un riesgo aceptable por su crecimiento rápido y sus características positivas. Sin embargo, un *shock* de cualquier clase podría generar demandas súbitas de reembolso, lo que causaría pánico ya que cada acreedor intentaría liberarse antes que los otros. En esos casos, los acreedores individuales actuaron en forma racional, pero el resultado colectivo se tradujo en crisis costosas que no eran necesarias. En el centro del argumento se encuentra la distinción entre iliquidez e insolvencia. Una crisis de liquidez ocurre cuando un prestatario solvente pero ilíquido no puede obtener fondos frescos de los mercados internacionales por los problemas de acción colectiva. Una situación como esta crea equilibrios múltiples. Un equilibrio ocurre cuando la mayoría o todos los prestamistas refinancian los préstamos, el prestatario solvente sigue realizando sus actividades comerciales y los prestamistas reciben sus pagos según lo previsto. Un equilibrio muy diferente supone un pánico entre los prestamistas y que ninguno esté dispuesto a refinanciar préstamos; esto a menudo se denomina comportamiento de rebaño. La situación es inestable porque es posible pasar de un equilibrio a otro casi instantáneamente, sobre la base de la psicología cambiante del mercado.[19]

Uno de los problemas de ambos enfoques, además de la tendencia a centrarse en una explicación o en la otra, más que en la relación entre ellas, es la confusión entre las crisis bancarias y cambiarias. La literatura acerca de las denominadas crisis gemelas trata esta distinción. Kaminsky y Reinhart (1999), junto con otros que han seguido su trabajo innovador, hacen hincapié en la necesidad de distinguir entre los dos tipos de crisis, ya que están relacionadas pero son diferentes. En términos históricos, Kaminsky y Reinhart observan la existencia de muchas crisis cambiarias pero pocas crisis bancarias antes de

---

[17] Véase Calvo (1998) respecto de una elaboración de la expresión "interrupciones súbitas" (*sudden stops*).

[18] Véase, por ejemplo, Stiglitz (2002, cap. IV). Un enfoque crítico, pero más mesurado, acerca del papel de las instituciones financieras internacionales puede encontrarse en Dooley y Frankel (2002, caps. X y XI).

[19] Véase Masson (1999) respecto de un análisis de equilibrios múltiples.

que la liberalización financiera terminara con los sistemas financieros fuertemente controlados en los países en desarrollo. En las décadas de 1980 y 1990, por el contrario, ambas fueron frecuentes. El patrón general fue que las crisis bancarias precedieran a las crisis cambiarias, siendo causadas por la liberalización financiera, el auge del crédito y el exceso de liquidez. Una crisis bancaria perjudicaba la moneda, lo que llevaba a una devaluación que, a su vez, exacerbaba los problemas bancarios. El punto máximo de la crisis bancaria generalmente se daba luego de la crisis cambiaria.

Otros análisis de las crisis gemelas ponen aún más el énfasis en la relación con la liberalización financiera. Glick y Hutchison (2001), empleando una muestra mucho más grande que la de Kaminsky y Reinhart, llegan a la conclusión de que las crisis gemelas están limitadas a las economías emergentes financieramente liberalizadas; solo en ese grupo se obtuvieron resultados sólidos. Demirgüç-Kunt y Detragiache (1998a) también concluyeron que la liberalización financiera incrementa la posibilidad de que ocurran crisis bancarias, aun después de controlar diversos factores macroeconómicos. Al mismo tiempo, sus resultados indican que las instituciones fuertes (como el respeto por el estado de derecho, un nivel de corrupción bajo y una buena ejecución de los contratos) son un factor mitigante. Consideran que esta es una razón para una política gradual hacia la liberalización financiera, ya que las instituciones no pueden construirse rápidamente. Mehrez y Kaufmann (2000) llegan a conclusiones complementarias y destacan que la falta de transparencia incrementa la probabilidad de que a la liberalización financiera le siga una crisis.

Crisis financieras en América Latina y Asia oriental

En los países América Latina se han sufrido muchas crisis financieras en el período de la posguerra. La inmensa mayoría fueron crisis cambiarias surgidas de un exceso de demanda interna o crisis bancarias causadas por problemas en instituciones individuales que se extendieron a todo el sistema. Luego del comienzo del proceso de reforma económica, que incluyó tanto la liberalización financiera interna como la apertura de la cuenta de capital, la región fue testigo de tres graves crisis gemelas del "nuevo" tipo. Una de ellas se remonta a comienzos de la década de 1980 y, no por casualidad ocurrió en Chile, el primer país en asumir reformas económicas sostenidas desde comienzos de la década de 1970. La segunda crisis fue la de México en 1994–1995, acompañada por sus secuelas en Argentina. La tercera crisis ocurrió nuevamente en Argentina a comienzos del año 2001.[20]

[20] En América Latina han ocurrido muchas otras crisis bancarias en los últimos años, pero generalmente se han debido a problemas en bancos individuales que se transmitieron a otras instituciones.

En Asia oriental, las crisis cambiarias y bancarias fueron mucho menos frecuentes y más moderadas cuando ocurrieron. En efecto, las profundas crisis de 1997–1998 fueron descritas por casi todos como inesperadas y los gobiernos no estaban preparados para responder de manera adecuada, contrariamente a lo ocurrido con sus similares de América Latina que tenían mucha más experiencia, aunque habían enfrentado crisis diferentes en el pasado. Los casos de América Latina se analizan en detalle en los próximos capítulos; aquí se resumen los principales puntos para ver la manera en que estos casos se adecuan a las propuestas teóricas de la literatura. El objetivo también es ver la manera en que las crisis de América Latina fueron similares y diferentes respecto de las de Asia oriental. En el cuadro 2.4 se suministran datos que contribuyen a la comparación y se incluyen variables que se han relacionado con las crisis financieras.

El primer caso de crisis gemelas de nuestra muestra es el de Chile. La crisis de Chile deriva en gran medida de una versión extrema de la liberalización financiera y refleja la ideología antiestatista del régimen militar que tomó el poder en 1973. Los bancos estatales se vendieron rápidamente a compradores privados subsidiados, se abolieron los extensos controles del sector financiero y la cuenta de capital se abrió parcialmente. Al mismo tiempo, la política macroeconómica empleó el tipo de cambio como ancla nominal para reducir la inflación, y las afluencias de capital compensaron los grandes déficit de la cuenta corriente en vista de los excedentes fiscales. Los bancos aprovecharon las condiciones de ausencia de regulación para aumentar los préstamos, incluyendo muchos dirigidos a prestatarios relacionados, e ignoraron las posibles pérdidas. En 1981 surgió una grave crisis bancaria. Durante el año siguiente la situación se complicó por una crisis cambiaria, lo que condujo a una devaluación del tipo de cambio fijo que empeoró la crisis bancaria. Esta última se vio marcada por la insolvencia de la mayoría de los bancos privados nacionales y las casas financieras, que fueron adquiridos o liquidados por la Superintendencia de Bancos. A mediados de 1982, la crisis se había vuelto sistémica y se había extendido a muchas de las corporaciones más grandes, que también terminaron en manos del gobierno.[21]

[21] Véase el cap. 6 para obtener referencias.

Cuadro 2.4
AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL: CARACTERÍSTICAS ANTERIORES A LAS CRISIS FINANCIERAS

Región y país	Fecha de la crisis[a]	Índice de liberalización[b]		Déficit fiscal[c]	Cuenta corriente[c]	Deuda a corto plazo[d]	Crédito[e]
		Interna	Internacional				
América Latina[f]		3,0	2,6	–1,4	–4,0	149,2	10,5
Argentina	2001	3,0	3,0	–2,4	–3,2	112,6	–7,2
Brasil	1999[g]	3,0	2,0	–7,7	–4,3	70,2	4,9
Chile	1981	3,0	2,0	5,4	–7,1	82,0	36,8
Colombia	1998	3,0	2,0	–3,7	–4,9	58,7	8,2
México	1994	3,0	3,0	0,0	–7,0	610,5	26,9
Perú	1994–1999[g]	3,0	3,0	0,7	–5,9	76,5	23,0
Venezuela (Rep. Bolivariana de)	1994	3,0	3,0	–2,3	4,3	34,2	–19,0
Asia oriental[f]		3,0	2,0	–0,5	–2,5	167,9	17,0
Corea	1997	3,0	2,0	–1,5	–1,6	262,8	13,8
Filipinas	1997[g]	3,0	2,0	0,1	–5,3	162,3	30,8
Indonesia	1997	3,0	1,0	–0,7	–2,3	198,1	15,1
Malasia	1997	3,0	3,0	2,4	–5,9	71,9	21,0
Tailandia	1997	3,0	2,0	–1,9	–2,0	144,5	13,5
Provincia china de Taiwán	1997[g]	3,0	2,0	–1,6	2,4	n.d.	7,7

Fuente: Banco Mundial [en línea] <http:www.siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/financial_liberalization_index.xls> para el índice de liberalización; Fondo Monetario Internacional (FMI), *International Financial Statistics Yearbook* (2004, líneas 80, 78ald y 22d) para el déficit fiscal, la cuenta corriente y el crédito; Banco Mundial (2004a) para la deuda a corto plazo; Banco Asiático de Desarrollo (BAsD) (2004) para los datos de provincia china de Taiwán.

n.d. No hay datos.
[a] Año en que comenzó la crisis.
[b] Un año antes de la crisis; datos de México para 1994 y de países de Asia para 1997 (porque la crisis ocurrió cerca de fin de año).
[c] Déficit fiscal y cuenta corriente como porcentaje del PIB; un año antes de la crisis.
[d] Deuda a corto plazo como porcentaje de reservas; un año antes de la crisis.
[e] Cambio en el crédito al sector privado; tres años antes de la crisis.
[f] Promedio no ponderado de los países que se muestran en el cuadro.
[g] Fecha en que hubiera podido esperarse la crisis.

La crisis de México, 13 años después, fue muy similar. De hecho, los expertos se preguntaron cómo México no había tomado en cuenta las lecciones del caso relativamente reciente en su propia región.[22] En México también se evolucionó de un entorno de bancos propiedad del Estado y una represión financiera fuerte a un sistema financiero dominado por el sector privado y ligeramente regulado, en un período de pocos años desde fines de los años ochenta a comienzos de los noventa. El auge del crédito fue muy similar, así como también lo fueron los préstamos relacionados y la falta de reservas adecuadas ante posibles pérdidas. Aunque México no tuvo un tipo de cambio fijo, la moneda se vinculó informalmente al dólar en el contexto de un acuerdo tripartito diseñado para reducir la inflación. Al igual que lo ocurrido en Chile, no hubo un déficit presupuestario importante, pero los grandes flujos de capital compensaron los grandes déficit de la cuenta corriente, impulsados por un peso sobrevaluado. La primera diferencia con respecto a Chile fue superficial, ya que la crisis cambiaria estalló primero, en diciembre de 1994, y la devaluación afectó negativamente a los bancos. No obstante, muchos de los bancos habían sido insolventes antes, aunque su condición se ocultaba detrás de las normas de contabilidad laxas del gobierno.[23] Resulta más importante que las relaciones internacionales de México fueran mucho más favorables que las de Chile una década antes. México se unió a la OCDE y el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLC) entró en vigencia unos meses antes de que golpeara la crisis. Las dimensiones externas de la crisis de México fueron mitigadas por un importante préstamo del Tesoro de Estados Unidos y del Fondo Monetario Internacional, mientras que Chile tuvo que lidiar solo con sus problemas.[24]

La tercera crisis gemela en la región de América Latina ocurrió en Argentina. Paradójicamente, el de Argentina a mediados de la década de 1990 parecía un buen ejemplo de crisis superada mediante la acción rápida y eficaz del gobierno. Atrapado por las secuelas de la debacle en México y limitado porque su sistema de caja de conversión impedía que el banco central funcionara como prestamista de última instancia, el país sufrió una corrida bancaria que generó pérdidas del 12% de sus depósitos en cuatro meses. La corrida se detuvo mediante un importante préstamo del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial, junto con la compra de un "bono patriótico" por parte de los bancos y las grandes corporaciones. Las autoridades fortalecieron el sistema de regulación y supervisión, y negociaron una línea de crédito contingente con bancos extranjeros que constituyeron un prestamista de última instancia. Se reinició el crecimiento y los bancos recuperaron los depósitos que habían

[22] Véase, por ejemplo, Edwards (1996).
[23] Véase el análisis de diferentes definiciones de cartera vencida en Haber (2005).
[24] Para obtener referencias acerca de México, véase el cap. 7.

perdido. En términos de coeficientes de adecuación de capital, los bancos de Argentina se encontraban entre los más sólidos del mundo, aunque otros indicadores eran menos positivos.

Sin embargo, el panorama se tornó oscuro nuevamente hacia fines de la década debido a una combinación de *shocks* internacionales y factores políticos y económicos internos. El tipo de cambio sobrevaluado dio lugar a un déficit creciente de la cuenta corriente y la grave recesión luego de 1998 perjudicó los ingresos fiscales y las carteras de los bancos. La caja de conversión evitó que el banco central suministrara liquidez, aunque se emplearon otros mecanismos de compensación en alguna medida. A pesar de que hubo una breve tregua luego de la elección de un nuevo presidente y de un nuevo conjunto de medidas del Fondo Monetario Internacional, las condiciones se deterioraron marcadamente en el año 2001. Se llevó a cabo una reestructura "voluntaria" de la deuda para ayudar a aliviar las presiones fiscales, pero hacia fines del año el gobierno congeló todos los depósitos bancarios para evitar la devaluación de la moneda. Debido, en parte, a las acciones en contra de esta medida, siguieron meses de caos político. A comienzos del 2002 hubo una gran devaluación y llegó a su fin la caja de conversión. También hubo un incumplimiento en el pago de la deuda externa del país. El factor único del caso de Argentina, contrariamente a lo ocurrido en Chile o México, fue que el gobierno apuntó a los bancos para pagar gran parte del costo de la crisis. Para proteger a los deudores, los activos y pasivos bancarios se convirtieron a moneda local a diferentes tipos de cambio, lo que dejó a los bancos en la insolvencia. El incumplimiento del gobierno de sus propias obligaciones, de las cuales los bancos eran acreedores en gran parte, profundizó los problemas de estos últimos.[25]

Aunque América Latina y Asia oriental parecen compartir características similares de represión financiera en el pasado, hay diferencias importantes entre las dos regiones. En particular, los sistemas bancarios de Asia oriental fueron parte fundamental de una estrategia de desarrollo que produjo las tasas de crecimiento más elevadas del mundo en el período de 35 años comprendido entre 1960 y 1995.[26] Sin embargo, durante la mayor parte de ese período, los bancos de Asia oriental tuvieron muy poca autonomía para tomar decisiones financieras; en lugar de ello, las autoridades gubernamentales suministraron fondos y dirigieron su uso para promover industrias y empresas específicas. Esto significó que la regulación y la supervisión fueran débiles, en caso de existir, que los bancos centrales

[25] Acerca de Argentina, véanse Kiguel (2001); De la Torre, Levy-Yeyati y Schmukler (2003); Fanelli (2003); Daseking y otros (2004); Díaz-Bonilla y otros (2004).

[26] Hay un resumen en Banco Mundial (1993). Se encuentran interpretaciones alternativas en Amsden (1994); Fishlow y otros (1994); Stiglitz y Yusuf (2001).

estuvieran bajo el control de los ministerios de finanzas y que los bancos comerciales carecieran de habilidades para la evaluación del crédito. En una comparación entre Asia oriental y América Latina, las diferencias que existieron entre los países fueron menos importantes que las similitudes.[27]

Hacia mediados de la década de 1980, los sistemas bancarios de Asia oriental ya estaban comenzando a cambiar. Esto se debió, en parte, a las modificaciones estructurales en sus propias economías, pero también reflejó el hecho de que los países de Asia oriental se transformaron en protagonistas principales de los mercados mundiales y los países desarrollados se quejaron de que sus bancos ofrecían ventajas injustas. Un análisis del cuadro 2.3 muestra que las seis economías —Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia en el sudeste asiático, y Corea y provincia china de Taiwán en el noreste asiático— se volvieron más abiertas en este período, independientemente del nivel de apertura que prevaleció anteriormente. El primer grupo inició el proceso de liberalización mucho antes que el segundo, pero las seis economías siguieron adelante entre 1983 y 1987. Sin embargo, el modelo particular de liberalización varió, según se analiza más abajo.

De las seis economías, cuatro se vieron sumergidas en crisis financieras graves una década más tarde.[28] Para el mundo exterior, estos acontecimientos parecieron ocurrir repentinamente en julio de 1997, cuando Tailandia se vio obligada a devaluar su moneda. En realidad, los problemas comenzaron mucho antes y la liberalización financiera nuevamente marcó las pautas, tal como había ocurrido en América Latina. Luego de sufrir un período de inestabilidad financiera a comienzos de 1980, Tailandia se recuperó y creció a una tasa promedio del 9% entre 1987 y 1996. Se implementaron muchas reformas estructurales en esa década que incluyeron una liberalización financiera interna completa y la apertura de la cuenta de capital. Sin embargo, los resguardos institucionales adecuados no funcionaban antes de realizarse las modificaciones. La combinación se tradujo en un auge del crédito, que se vio estimulado por las afluencias de capital que promediaron el 9% del PIB durante el período y que generaron una inversión muy elevada en los sectores productivos y un incremento en los precios de los activos. Hacia mediados de la década de 1990, la consecuencias negativas del auge, además de las condiciones internacionales adversas, comenzaron a aparecer: las exportaciones se enlentecieron, el déficit de la cuenta corriente aumentó, los precios de la bolsa descendieron, varias corporaciones tuvieron

[27] Las diferencias más importantes fueron entre los países del noreste de Asia (Corea y provincia china de Taiwán, así como Japón) y los del sudeste de Asia (Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia). Los primeros fueron mucho más cerrados y estuvieron mucho más dominados por el Estado, mientras que los últimos fueron más abiertos y más dependientes del sector privado, incluyendo el capital extranjero.

[28] Pueden encontrarse análisis útiles acerca de la crisis de Asia en Lindgren y otros (1999); Lee (2003).

dificultades y las carteras de los bancos y las empresas financieras se vieron deterioradas. El gobierno intentó aplicar diversas medidas de emergencia, pero no pudo emplear una política de altas tasas de interés por la debilidad del sector financiero. Las autoridades, en última instancia, hicieron flotar la moneda, que se depreció rápidamente, lo cual exacerbó la situación insostenible de los bancos.[29]

Los problemas de un país se transformaron en una crisis regional cuando el contagio desde Tailandia llegó a tres de sus vecinos durante el segundo semestre de 1997, pero varias debilidades internas ya habían surgido en estas otras economías. Los demás países del sudeste de Asia que sufrieron grandes perjuicios por la crisis —Indonesia y Malasia— compartieron algunas características con Tailandia, aunque Malasia tuvo una actitud política más heterodoxa antes y después de la crisis. Indonesia llevó a cabo su liberalización financiera en dos etapas, 1983 y 1988, como resultado del descenso del precio del petróleo, una exportación clave. Una consecuencia importante fue el rápido incremento de la cantidad de bancos y del volumen de los créditos, así como el desplazamiento de los bancos estatales de su posición previamente dominante. Las autoridades de Indonesia trataron de mejorar las regulaciones de acuerdo con la liberalización, pero no fueron puestas en práctica. Además, hubo grandes cantidades de préstamos relacionados y los bancos fueron sometidos a presiones políticas de grupos cercanos al gobierno de Suharto. A nivel macroeconómico, las políticas gubernamentales permitieron a los agentes del sector privado pedir préstamos en el extranjero y se los alentó a hacerlo mediante tasas nacionales de interés elevadas y obstáculos a ciertos tipos de financiamiento interno. Las afluencias de capital, con frecuencia flujos de corto plazo, se tradujeron en un tipo de cambio sobrevaluado y un mayor déficit de la cuenta corriente. El contagio desde Tailandia llegó por medio de la presión sobre la moneda y la reticencia de los bancos extranjeros a refinanciar sus préstamos.[30] Las principales diferencias en el caso de Malasia fueron una liberalización financiera más gradual y el mantenimiento de más controles aun a fines de los años noventa. El nivel de conocimiento y experiencia técnica en el banco central y los organismos reguladores fue también más elevado que en otras partes del sudeste de Asia. Juntos, estos factores significaron que el nivel de vulnerabilidad de Malasia fuera menor en comparación con el de sus vecinos.[31]

---

[29] Acerca de la crisis financiera en Tailandia, véase Vajragupta y Vichyanond (1999); Alba, Hernández y Klingebiel (2001); Nidhiprabha (2003) y Warr (2004).

[30] La crisis de Indonesia se analiza en Ghosh y Pangestu (1999); Nasution (1999, 2002); Pangestu y Habir (2002).

[31] Acerca de Malasia, véanse Jomo (2001); Dornbusch (2002); Kaplan y Rodrik (2002); Chin y Jomo (2003). Para una comparación de las experiencias de Indonesia y Malasia, veáse Nasution (1998).

El país cuya crisis constituyó la mayor sorpresa para quienes estaban dentro y fuera de él fue Corea, que se había transformado en una economía poderosa, especialmente en términos de su capacidad de exportación. En parte como resultado de su fuerte posición económica, Corea se encontraba bajo presión para liberalizar su sistema financiero y comenzó a hacerlo a fines de los años ochenta. El plan era llevar a cabo la liberalización en forma gradual para evitar la vulnerabilidad que otros habían tenido. Sin embargo, a comienzos de los años noventa, Corea comenzó las negociaciones para unirse a la OCDE, lo que condujo a una aceleración tanto de las reformas internas como externas. Como se reconoce actualmente, la secuencia del proceso de liberalización fue mal planeada y se generó una deuda muy grande a corto plazo por los préstamos de empresas financieras y no financieras. Estos procesos ofrecieron las condiciones para la expansión del contagio desde el sudeste de Asia a lo que parecía ser una de las economías más fuertes del mundo.[32]

Análisis de la liberalización financiera y las crisis

Este breve recuento, junto con la literatura basada en muestras más amplias de países y el empleo de métodos cuantitativos, demuestra el vínculo estrecho entre la liberalización financiera y las crisis gemelas. Asimismo, una mirada al cuadro 2.4 confirma que las crisis gemelas del estudio fueron del nuevo tipo. Es decir, se llevaron a cabo cuando los indicadores fiscales y monetarios estaban en relativo equilibrio, aunque ciertamente existían otros varios problemas, especialmente los déficit de la cuenta corriente.[33] En esta sección se finaliza volviendo a las hipótesis presentadas antes para determinar si las variables citadas pueden ayudar a determinar la naturaleza de la relación entre la liberalización financiera y las crisis. También presentamos algunos casos en que las crisis no ocurrieron o en los que fueron de un tipo diferente al de las nuevas crisis gemelas para contribuir a aclarar nuestro argumento.

De los 13 países de América Latina y Asia oriental incluidos en los índices del Banco Mundial, 7 han tenido problemas financieros que

---

[32] Acerca de la crisis de Corea, véanse Hahm (1999); Cho (2002); Coe y Kim (2002); Ahn y Cha (2004).

[33] En este sentido, coincidimos con Kaminsky y Reinhart (1999), quienes insisten en que no todo se hizo bien en estos países, ya que había más en juego que un ataque especulativo no merecido. Han surgido algunos desacuerdos en particular con respecto a los déficit de la cuenta corriente. Puede mencionarse el hecho de que en el período anterior a la crisis de México, el ministro de finanzas argumentó que el déficit existía porque los inversionistas querían colocar dinero en México y, por lo tanto, era un signo positivo más que un peligro. No es necesario decir que otros manifestaron firmemente su desacuerdo.

pertenecen a la categoría de las nuevas crisis gemelas.[34] En cada caso, la liberalización financiera parece haber disparado un proceso que condujo a la crisis. En el cuadro 2.1 se proponen tres conjuntos de variables para desagregar el concepto de liberalización financiera y ayudar a explicar la yuxtaposición entre liberalización y crisis. Estas variables fueron la velocidad, la extensión y la secuencia de la desregulación financiera interna, las políticas que acompañaron a esta última y las instituciones que respaldaron el nuevo sistema.

Si se analizan los datos nuevamente, el primer conjunto de variables parece menos importante que las demás. Los 13 países, con crisis y sin ellas, habían abierto sus sistemas financieros internos en el período inmediatamente anterior a las crisis. Asimismo, que la apertura fuera gradual o abrupta no parece ser un factor fundamental en la distinción entre los casos. Algunos países cuya apertura ocurrió rápidamente sufrieron crisis, entre ellos, Argentina y Chile, mientras que en otros, como Perú, no ocurrió así. En términos de secuencia, la relación entre apertura externa e interna, junto con la presencia o ausencia de una regulación y supervisión adecuadas, fue más importante que la secuencia de las dimensiones de la apertura interna.

Las diferencias fundamentales entre los casos se vieron determinadas por las políticas que acompañaron a la liberalización financiera interna. La variable macroeconómica clave resultó ser el tipo de cambio. Si el tipo era fijo, ya sea formal o informalmente, tendió a la sobrevaluación y, por lo tanto, a los déficit de la cuenta corriente, especialmente en presencia de una cuenta de capital abierta. La política aplicada a la cuenta de capital, a su vez, también fue fundamental, especialmente con respecto a las reglas de las afluencias de corto plazo; la inversión extranjera directa y los préstamos oficiales fueron mucho menos perturbadores. La combinación más explosiva fue una apertura abrupta a los flujos de corto plazo mientras ocurría la liberalización financiera interna o apenas ocurrida esta. En esas condiciones, hubo una demanda reprimida de financiamiento externo, mientras que las instituciones nacionales tenían poca o ninguna experiencia en los mercados internacionales. Por último, la regulación y la supervisión adecuadas rara vez funcionaron antes de la liberalización financiera interna, lo que llevó al conocido fenómeno del auge de los préstamos sin tener en cuenta las pérdidas. El patrón típico fue el fortalecimiento de la regulación y la supervisión, una forma de lograr una depuración luego de la crisis más que de establecer una estrategia preventiva.

[34] Los índices del Banco Mundial abarcan 14 países, pero como se dijo antes, no se incluye a Hong Kong (región administrativa especial de China) por sus características particulares de *entrepôt*.

El tercer conjunto de variables del cuadro 2.1 fue importante porque las buenas políticas no podían diseñarse e implementarse sin el funcionamiento de instituciones adecuadas. Desde un punto de vista amplio, la adhesión al estado de derecho y la existencia de un sistema judicial que proteja la propiedad privada brindan un entorno adecuado con respecto a las expectativas, y lo mismo ocurre con los mecanismos para la aplicación de la ley que permiten a los bancos el empleo de prácticas de préstamo prudentes. Los ejemplos más concretos de instituciones importantes en el sector público incluyen a los bancos centrales, que están libres de intensas presiones políticas sobre la política monetaria, y organismos reguladores y supervisores que establecen y ponen en práctica las normas. Desde el punto de vista privado, los bancos comerciales deben tener tanto habilidades como incentivos para llevar a cabo el análisis del crédito de posibles prestatarios y tomar decisiones acerca de los préstamos sobre la base de las posibilidades que ofrecen los proyectos, más que por los vínculos con personas relacionadas. Los organismos de verificación de antecedentes de crédito y las agencias calificadoras brindan un respaldo útil a los bancos en el proceso de otorgamiento de préstamos.[35]

¿Qué ocurre en los países que no sufrieron crisis gemelas? ¿Pueden echar alguna luz sobre la relación entre la liberalización financiera y las crisis? Seis de los trece casos —Brasil, Colombia, Perú y República Bolivariana de Venezuela en América Latina, y Filipinas y provincia china de Taiwán en Asia oriental— no sufrieron crisis gemelas del nuevo tipo, aunque la mayoría tuvieron graves problemas con sus bancos. Estos casos pueden dividirse en tres categorías: situaciones de posibles crisis gemelas en las que los gobiernos actuaron en forma preventiva; economías menos desarrolladas que no atrajeron mucho capital de corto plazo y economías que tenían otros tipos de problemas bancarios.

Los casos más sobresalientes de la primera categoría son Brasil en América Latina y Filipinas en Asia oriental. Cuando ocurrió la crisis de México, los bancos de Brasil ya eran débiles por la hiperinflación que el país había sufrido y el ajuste que habían tenido que hacer luego del exitoso programa de estabilización de 1994. La desaparición de ganancias inflacionarias como fuente de beneficios condujo a los bancos privados de Brasil a ampliar el crédito, especialmente a los consumidores. En presencia de una política de tasas de interés elevadas y un desempleo en aumento, el auge del crédito se tradujo en un incremento de la cartera vencida. Los bancos públicos enfrentaron dificultades especiales como resultado de su capacidad limitada para reestructurar sus carteras y sus altos costos operativos. El punto fundamental es que las autoridades de Brasil no esperaron que estallara una crisis sistémica, sino que tomaron la

[35] Véanse resultados similares en Demirgüç-Kunt y Detragiache (1998a).

iniciativa de reducir el número de bancos, reestructurar los que estaban en dificultades pero podían salvarse, recapitalizar el sistema en general, permitir a los bancos extranjeros ingresar en el mercado, ampliar las facultades de los reguladores bancarios e incrementar los requisitos de adecuación de capital y transparencia. Prueba de la eficacia de estas medidas fue la ausencia de una crisis bancaria grave ante la devaluación de enero de 1999.[36] En el caso de Filipinas, el gobierno también tomó medidas preventivas durante los gobiernos de Aquino y Ramos. Los balances se sanearon luego de los abusos del período de Marcos y se fortalecieron las regulaciones prudenciales en términos de exigencias de capitalización, auditorías, reservas para pérdidas por préstamos y limitaciones en los préstamos relacionados.[37]

Filipinas también entra en la segunda categoría de países que muy bien podrían haber tenido crisis gemelas, pero no las tuvieron porque no recibieron mucha afluencia de capital de corto plazo. Tanto Filipinas como Perú habían liberalizado sus sistemas financieros internos y habían abierto sus cuentas de capital. En el caso de Perú las reformas financieras fueron de las más radicales del mundo. No obstante, estos dos países tuvieron pocos problemas en términos relativos, en parte porque se los consideró lugares de inversión poco atractivos en comparación con sus vecinos en Asia y América Latina. Una mayor parte de su deuda externa se debía a acreedores oficiales, en comparación con lo que ocurría con sus similares regionales. Perú también tenía una gran cantidad de reservas para respaldar su deuda y uno de los pocos tipos de cambio flotantes en los mercados emergentes en la década de 1990.[38]

La tercera categoría, es decir la de los países con otros tipos de crisis bancarias, también comprende casos en Asia oriental y América Latina. provincia china de Taiwán escapó a la crisis de 1997 que hizo estragos en otros países de Asia oriental, en gran medida, por sus enormes reservas de divisas y quizás por su liberalización más lenta; sin embargo, tuvo serios problemas bancarios. La diferencia con respecto a sus vecinos es que estos problemas no tuvieron un detonador externo. Fueron el resultado del estallido de burbujas de activos en el mercado de bienes inmuebles y acciones, junto con problemas en el antiguo sector bancario público, lo cual se tradujo en una baja rentabilidad y un elevado porcentaje de cartera vencida.[39] En América Latina, Colombia y República Bolivariana de Venezuela sufrieron crisis que recordaron los problemas

[36] Véase el cap. 8 para obtener referencias.

[37] Acerca de los problemas financieros en Filipinas, véanse Hutchcroft (1999); Montes (1999); Gochoco-Bautista (2003).

[38] Dada la ausencia de crisis en Perú, la literatura es escasa; véase FMI (1998b, 2004d).

[39] Acerca de provincia china de Taiwán, véanse Yang y Shea (1999); Chow y Gill (2000); Montgomery (2002, 2003).

financieros al viejo estilo. Ambos países tuvieron elevados déficit fiscales y las crisis se propagaron desde determinados bancos, como el Banco Latino en República Bolivariana de Venezuela, o segmentos particulares del sector financiero, como las cooperativas y las instituciones de ahorro y préstamo en Colombia.[40]

En resumen, estos ejemplos de países que no sufrieron el nuevo tipo de crisis gemela muestran que las políticas gubernamentales pueden ser importantes para la prevención de la crisis. Una experiencia se centra en mejorar la regulación y la supervisión antes de que estalle la crisis gemela, como en el caso de Brasil y Filipinas. Otra experiencia enseña acerca de la gestión de la deuda y la necesidad de evitar grandes deudas externas de corto plazo, como en el caso de provincia china de Taiwán que tiene poca deuda, y Perú y Filipinas, en los que se destaca especialmente la deuda de largo plazo de los prestamistas oficiales. Paradójicamente, varios países que escaparon a la crisis lo hicieron porque fueron considerados menos atractivos que sus vecinos, ya sea por razones políticas o económicas. Los países exitosos deben ser particularmente conscientes de las dificultades que los buenos resultados pueden generar.[41]

Programas de rescate: costos y resultados

Los programas de rescate generalmente consisten en elementos tanto de corto plazo como de largo plazo. Estos últimos, que suponen una modificación estructural, así como nuevas instituciones y directrices políticas, son objeto de análisis en los próximos tres capítulos. Aquí la atención se dirige a la respuesta inmediata, incluso las características y los costos de los programas de rescate. También se examinan los resultados cinco años después de las crisis en los países de la muestra, o las observaciones disponibles más recientemente, para ver si las operaciones de rescate fueron exitosas. El éxito se define por el desempeño de un país con respecto a tres variables económicas: la tasa de crecimiento del PIB, el coeficiente entre inversión y PIB, y el coeficiente entre crédito y PIB.

En la literatura se plantean varias taxonomías de medidas de rescate de corto plazo. En este trabajo se presta especial atención a la provisión de liquidez, la recapitalización, la eliminación de la cartera vencida de los balances bancarios y la adquisición temporal o el cierre de instituciones insolventes. En orden ascendente de intervencionismo, estas son las medidas más comunes en los casos que examinamos. Su propósito

[40] Acerca de República Bolivariana de Venezuela, véanse García-Herrero (1997); De Krivoy (2000). Acerca de Colombia, véase Uribe y Vargas (2002).

[41] Véase en Ffrench-Davis (2001) un análisis de los problemas especiales de los países exitosos.

es tratar la sangría inmediata de las instituciones financieras mediante el reestablecimiento de la confianza en el sistema bancario y mantener el flujo de crédito mediante la mejora de los balances. Que estas metas a corto plazo se logren depende de la gravedad de la crisis y del contexto en el que ocurre: por ejemplo, el nivel de confianza en el gobierno, el apoyo de los actores internacionales, el comportamiento de otras variables económicas y la capacidad de las instituciones existentes para funcionar en tiempos tumultuosos. También es común tomar medidas para ayudar a los deudores y si bien estas están íntimamente vinculadas al respaldo a los acreedores, superan el alcance de este análisis.[42]

La necesidad de liquidez puede afectar a la moneda nacional o extranjera. En el primer caso, se trata sencillamente de una extrapolación de la función normal de un banco central como prestamista de última instancia. La dificultad microeconómica en una situación de crisis consiste en decidir si un determinado banco es solvente pero ilíquido y, por lo tanto, si es un candidato para recibir apoyo, o si es insolvente, en cuyo caso serán necesarias otras medidas. El problema macroeconómico es la compensación entre el suministro de liquidez suficiente para satisfacer las necesidades de los bancos y el suministro en una medida que incremente la inflación y socave el valor de la moneda, y que contribuya a provocar una crisis gemela, como se analizó antes. La situación es más compleja si la necesidad de liquidez afecta a la moneda extranjera, ya que requiere el uso de las siempre limitadas reservas internacionales. La posibilidad de convocar la asistencia internacional es fundamental en estas circunstancias. Si el banco central no puede brindar liquidez en el caso de la moneda local, o si la asistencia internacional no está disponible o no se considera deseable en el caso de la moneda extranjera, entonces es probable que se empleen soluciones fuera del mercado, como el congelamiento de los depósitos o los controles de capital. Esto fue lo que ocurrió en Argentina y Malasia, respectivamente, en comparación con las otras crisis que se han examinado.

La recapitalización va más allá de la necesidad temporal de mayor liquidez para tratar la solvencia de una institución. Actualmente, el Banco de Pagos Internacionales fija un coeficiente mínimo entre capital y activos del 8% para bancos con actividad internacional; algunos reguladores piden un coeficiente aún más elevado. Si un banco se ubica en un nivel por debajo del requerido, la solución intervencionista mínima es que el gobierno exija

[42] Las medidas para ayudar a los deudores pueden ayudar o perjudicar a los acreedores. En Argentina, se aplicó un tipo de cambio más favorable a los pasivos bancarios que a los activos, lo que condujo a la insolvencia de los bancos. Acerca de las medidas para ayudar a los deudores, entre las que se incluye la reestructuración corporativa y su relación con la reestructuración bancaria, véanse Collyns y Kincaid (2003, cap. V); Hoelscher y Quintyn (2003, cap. VII).

la recapitalización. La recapitalización puede provenir de operaciones de mercado, por las cuales los accionistas suministran capital adicional o los bancos emiten nuevas acciones. Si esto no es posible, el gobierno puede brindar asistencia temporal. A menudo, se aplica una combinación de ambas medidas. En el caso de México, por ejemplo, por cada dos pesos que el gobierno prestó, los bancos debieron contribuir con un peso.

Puede suministrarse apoyo adicional mediante la eliminación de la cartera vencida de los balances bancarios. Se han probado un conjunto de técnicas, algunas con mejores resultados que otras. En principio, cada banco o grupo de bancos puede hacer su propio arreglo; en Tailandia se optó por este camino en los primeros meses de su crisis. Un enfoque más común supone la participación de una empresa de gestión de activos controlada por el gobierno, como en el caso de Corea, Indonesia, Malasia y Tailandia. El organismo de seguros de depósitos de México cumplió una función similar, al igual que el Banco Central de Chile. Aún resta determinar la solución de Argentina. Los incentivos integrados en los arreglos específicos son muy importantes en cuanto a si se traducen en el nuevo otorgamiento de préstamos por parte de los bancos. Muchos expertos creen que esos incentivos no se suministraron en el caso de México, donde el crédito como porcentaje del PIB siguió descendiendo hasta hace poco, mientras que sí se suministraron en Chile, donde el crédito comenzó a expandirse antes en el proceso. En Asia, lo ocurrido en Corea fue similar a lo ocurrido en Chile, mientras que en Indonesia y Tailandia la situación fue similar a la de México.

Por último, en situaciones más extremas, un organismo del gobierno puede tomar el control de los bancos y aun cerrarlos. Según el tratamiento que se dé a los depositantes, esta última medida puede ser muy costosa. Además, si se hace de manera insatisfactoria, el cierre de los bancos puede empeorar las crisis, como ocurrió en Indonesia. Sin embargo, si la insolvencia de los bancos no tiene solución, mantenerlos abiertos puede ser la peor decisión. Cuando los bancos son potencialmente viables, la intervención temporal del gobierno ofrece una oportunidad para reestructurarlos y recapitalizarlos antes de reprivatizarlos en una etapa posterior. El propósito es generalmente mantener los bancos en funcionamiento, es decir, adoptar una solución de "banco abierto" como parte de la meta de mantener el crédito, pero es casi seguro que ocurra una modificación en la administración. En los casos que se analizaron, todos los gobiernos cerraron o fusionaron los bancos, y la cantidad de instituciones financieras disminuyó marcadamente en comparación con el período anterior a la crisis. Además, todos los gobiernos se hicieron cargo de algunos o de la mayoría de los bancos y luego comenzaron a reprivatizarlos.

Es probable que estos diversos tipos de apoyo, junto con la asistencia tanto a los deudores individuales como corporativos, sean extremadamente

costosos en los países en los que se aplican. Los costos citados más comúnmente son las erogaciones fiscales. Como se muestra en el cuadro 2.5, estos varían del 4% al 52% del PIB en los casos que se examinan y la media del 28% fue similar en América Latina y Asia oriental. Aunque no están incluidos en el cuadro, en los países sin crisis gemelas los costos son sustancialmente menores. Varios estudios intentan determinar la razón por la cual los costos fiscales varían de un caso a otro.[43] En este trabajo nos interesa principalmente destacar la magnitud de las oportunidades perdidas, ya que los fondos del gobierno dirigidos a los rescates de los bancos no pueden emplearse en otras actividades, ya sean proyectos de inversión del sector público o servicios sociales, y se plantea la interrogante de cómo le fue a América Latina en comparación con Asia oriental.

Cuadro 2.5
AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL: COSTO DE LAS CRISIS FINANCIERAS
(Porcentaje)

Región y país	Año de la crisis[a]	Costo fiscal[b]	Pérdida de PIB[c]	Tasas de interés[d]	Precios de activos[e]	Inflación[f]
América Latina[g]		26,4	-10,2	38,4	-54,0	41,6
Argentina	2002	n.d.	-11,0	44,6	-54,7	40,3
Chile	1982	33,5	-13,4	46,0	n.d.	31,2
México	1995	19,3	-6,2	24,7	-53,3	53,3
Asia oriental[g]		28,6	- 9,5	11,9	-70,4	47,2
Corea	1998	23,1	-6,7	21,6	-45,9	7,2
Indonesia	1998	52,3	-13,1	3,3	-78,5	79,4
Malasia	1998	4,0[h]	-7,4	5,3	-79,9	5,0
Tailandia	1998	34,8	-10,8	17,2	-77,4	10,7

Fuente: Hoelscher y Quintyn (2003, p. 41) para el costo fiscal; Collyns y Kinkaid (2003, pp. 27, 30) para la pérdida de PIB; Claessens, Klingebiel y Laeven (2003, p. 150) para las tasas de interés, excepto para Argentina y Chile que fueron calculadas sobre la base de datos de Fondo Monetario Internacional (FMI), *International Financial Statistics Yearbook* (2001, 2004); Claessens, Klingebiel y Laeven (2003, p. 3) para los precios de activos, excepto para Argentina que fueron calculados sobre la base de datos de Standard and Poor's (2005); Collyns y Kinkaid (2003, pp. 29, 31) para la inflación, excepto para Argentina que fue calculada sobre la base de datos de Fondo Monetario Internacional (FMI), *International Financial Statistics Yearbook* (2004).

n.d. No hay datos.
[a] Año de nivel máximo de la crisis.
[b] Costo fiscal neto como porcentaje del PIB.
[c] Disminución del PIB en el primer año de la crisis.
[d] Tasa de interés real máxima durante el año de la crisis.
[e] Disminución máxima mensual del índice real del mercado de acciones durante el año de la crisis con relación a enero del año anterior.
[f] Índice de precios al consumidor acumulativo para el período de 12 meses que comenzó un mes antes de la crisis.
[g] Promedio sin ponderar de los países que se muestran en el cuadro.
[h] Honohan y Klingebiel (2003) —fuente alternativa del costo fiscal, cuyos datos son generalmente similares a los de la fuente empleada aquí— ofrecen una cifra muy diferente para Malasia (16,4%).

[43] Honohan y Klingebiel (2003), por ejemplo, argumentan que las políticas de adaptación se traducen en costos fiscales más elevados, mientras que Claessens, Klingebiel y Laeven (2004) hacen hincapié en el papel de las instituciones en la determinación del costo de las crisis.

Los costos no se limitan a la absorción de los ingresos del gobierno, sino que comprenden el PIB perdido, la mayor deuda del gobierno, la falta de crédito, las empresas más débiles y quizás la inflación elevada.[44] Además, los rescates con frecuencia suponen una transferencia de ingreso al grupo más rico de la sociedad, lo cual puede debilitar al gobierno desde el punto de vista político, y es probable que la pobreza se vea afectada negativamente, lo que también tiene un costo social y económico.[45] En el cuadro 2.5 se suministran indicadores de algunos de estos costos. Las pérdidas de PIB en el peor año de las crisis promedió un 10%, las tasas de interés y la inflación aumentaron marcadamente y los precios de los activos se desplomaron. Las principales diferencias entre América Latina y Asia oriental fueron las tasas de interés real mucho más elevadas en América Latina y una disminución más marcada en el precio de los activos en Asia.

Un último punto que hay que considerar es que las crisis generalmente no se resuelven rápido. Por el contrario, los efectos de una crisis grave duran años.[46] Aunque la medición del impacto persistente de una crisis es muy difícil, en el cuadro 2.6 se suministran algunos cálculos estimados sobre la base de la observación de las variables antes mencionadas —el crecimiento del PIB, la inversión y el crédito al sector privado— en los cinco años posteriores a la crisis. El PIB, corregido para eliminar la porción de recuperación del crecimiento en el período posterior a la crisis fue sustancialmente menor en los cinco años que siguieron a la crisis respecto del período comparable anterior. Los datos regionales correspondientes a América Latina y Asia oriental muestran que las tasas de crecimiento corregidas disminuyeron, en promedio, más de dos tercios. La única excepción fue México, cuya importante devaluación le permitió incrementar sus exportaciones a un promedio del 14% anual entre 1995 y 2000; esto significó que la disminución en el crecimiento fue menor que en otros países.[47]

---

[44] En Dell'Ariccia, Detragiache y Rajan (2005), quienes comparan sectores que son más o menos dependientes del financiamiento externo, se encuentran pruebas recientes de los efectos negativos independientes de las crisis bancarias sobre el PIB (por oposición a los efectos de un descenso de la actividad económica general). Sus conclusiones acerca de que el PIB se ve especialmente afectado en los países más dependientes del financiamiento externo se interpretan en el sentido de que las crisis en sí mismas están causando pérdidas de PIB.

[45] Acerca de la pobreza y las crisis, véanse Cline (2002); Baldacci, De Mello, Inchauste (2002).

[46] Otros análisis acerca de la duración de la crisis observan una recuperación más rápida, especialmente con respecto al crecimiento del PIB. Una de las razones es que los estudios no hacen correcciones en función de la recuperación, combinando así la recuperación y el crecimiento. Véanse, por ejemplo, Demirgüç-Kunt, Detragiache y Gupta (2000).

[47] Calculado sobre la base de datos del sitio web de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) [en línea] <http://www.eclac.cl/estadisticas>.

Cuadro 2.6
AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL: DESEMPEÑO CINCO AÑOS ANTES Y DESPUÉS DE LAS CRISIS GEMELAS
(Porcentaje)

Región y país	Año de la crisis[a]	PIB antes de la crisis[b]	PIB después de la crisis[c]	Inversión antes de la crisis[d]	Inversión después de la crisis[e]	Crédito antes de la crisis[f]	Crédito después de la crisis[g]
América Latina[h]		4,8	1,5	20,3	20,7	38,7	27,7
Argentina[i]	2002	2,6	-2,0	16,0	15,0	24,0	11,0
Chile	1982	7,9	2,9	23,0	23,0	53,0	54,0
México	1995	3,9	3,5	22,0	24,0	39,0	18,0
Asia oriental[h]		7,8	2,5	38,4	23,1	114,5	93,3
Corea	1998	7,1	4,2	38,2	29,4	73,0	104,0
Indonesia	1998	7,6	0,6	31,6	16,0	61,0	24,0
Malasia	1998	8,7	2,8	42,0	21,8	158,0	142,0
Tailandia	1998	7,9	2,2	41,7	25,2	166,0	103,0

Fuente: Banco Mundial, *World Development Indicators* [en línea] <http://www.worldbank.org>.

[a] Año de nivel máximo de la crisis.
[b] Tasa promedio de crecimiento cinco años antes de la crisis.
[c] Tasa promedio de crecimiento cinco años después de la crisis (restando el descenso de la crisis para corregir por la recuperación).
[d] Coeficiente promedio de inversión respecto del PIB cinco años antes de la crisis.
[e] Coeficiente promedio de inversión respecto del PIB cinco años después de la crisis.
[f] Coeficiente promedio de crédito al sector privado respecto del PIB cinco años antes de la crisis.
[g] Coeficiente promedio de crédito al sector privado respecto del PIB cinco años después de la crisis.
[h] Promedio sin ponderar de los países que se muestran en el cuadro.
[i] Solo un año después de la crisis (2003).

El coeficiente de inversión en los países de Asia oriental sufrió un descenso, si se compara el período de cinco años anterior a la crisis con el período de cinco años posterior a esta. El impacto fue menor en América Latina, quizás porque los coeficientes de inversión ya eran muy bajos. Con respecto al crédito al sector privado, el coeficiente generalmente tendió a seguir siendo mucho más bajo cinco años después de la crisis que en el punto más elevado anterior. Sin embargo, hubo dos excepciones. En Chile y Corea, los dos países que respondieron mejor a sus respectivas crisis financieras, el crédito aumentó como porcentaje del PIB, aunque las cifras de la etapa posterior a la crisis respecto de Chile son artificialmente elevadas a causa de los procedimientos contables que se vincularon con la resolución de la crisis.[48]

[48] Lo mismo ocurrió en México, pero la disminución del crédito en México fue tan importante que aun la inflación contable no arrojaba cifras positivas.

Conclusiones

La liberalización financiera ha transformado al sector financiero de países desarrollados y en desarrollo por igual en las últimas décadas. Estas transformaciones han sido especialmente importantes en América Latina y Asia oriental por la medida en que las autoridades gubernamentales intervinieron en la adopción de decisiones financieras en el período anterior a la liberalización. En ambas regiones, el sistema financiero había sido una herramienta clave para los gobiernos en sus intentos de industrializar sus economías y determinar quién debía tener acceso al crédito. La liberalización financiera modificó este enfoque de un modo profundo que aún resta comprender.

Una primera modificación se relacionó con los actores que toman las decisiones acerca del crédito bancario. En el nivel más superficial, esto suponía una transferencia de autoridad de los funcionarios del gobierno a los banqueros del sector privado. En realidad, la modificación fue más compleja. El gobierno no se ha retirado completamente, aunque su nuevo papel varía de un país a otro. En la mayoría de los casos algunos bancos públicos permanecen, aunque se dirigen habitualmente de acuerdo con normas similares a las del sector privado. Además, el gobierno continúa regulando al sector financiero, como en el resto del mundo, pero ahora sus herramientas son diferentes. En particular, los gobiernos emplean técnicas prudenciales más que directivas verticales. La supervisión gubernamental de los bancos también puede complementarse mediante el monitoreo privado (divulgación, calificaciones externas y auditorías externas, entre otros elementos).

Un cambio relacionado tuvo que ver con la base para la adopción de decisiones. Nuevamente, una caracterización superficial es que la maximización de los beneficios a nivel institucional individual ha reemplazado el uso del financiamiento como elemento de estrategia de desarrollo nacional. Esto es cierto, pero siempre existieron otros propósitos que siguen siendo importantes actualmente. Un ejemplo de ello es que la participación en el mercado sigue siendo una preocupación de muchos bancos, aun cuando esto interfiere con la maximización de los beneficios. Del mismo modo, el suministro de asistencia a los amigos, la familia y otros conocidos puede oponerse al interés de un banco en cuanto institución. Los bancos que son propiedad familiar son particularmente propensos a actuar en función de tales motivaciones, aunque esta forma de propiedad es cada vez menos común.

Por último, estas modificaciones han tenido consecuencias importantes para la economía. El crédito para el consumo está aumentando a cuenta de la inversión; este cambio surge, en parte, por el papel decreciente de los bancos públicos, pero también se exige menos

crédito dirigido de los bancos privados. Las asignaciones especiales de crédito para la agricultura, la industria y las pequeñas empresas están disminuyendo a favor del crédito al sector de los servicios y a las empresas más grandes. El mercado determina las tasas de interés, y las tasas reales tienden a ser más elevadas que en el pasado; los vencimientos también pueden ser más cortos. Todos estos factores significan que los gobiernos deben pensar nuevamente acerca de las herramientas que tienen a su disposición para la gestión de sus respectivas economías.

Además de estas importantes modificaciones en las reglas del juego, la liberalización financiera también se ha relacionado frecuentemente con las crisis financieras. Como se ha mostrado, las crisis financieras son muy costosas. Los costos fiscales han llegado al 50% del PIB en el caso de las crisis gemelas, con costos claros de oportunidad en términos de fondos empleados para las operaciones de rescate. Las pérdidas de PIB, los aumentos de las tasas de interés, la disminución en el precio de los activos y otros problemas aumentan los costos más allá del enfoque habitual en las erogaciones fiscales. Otro aspecto es que esos costos no se pagan íntegramente en un solo año; nuestros datos muestran que un menor crecimiento del PIB, menos inversión y menos crédito aún prevalecían media década después de las crisis. La información también indica que las crisis son especialmente costosas para los pobres, lo que constituye un problema grave en los países en desarrollo.

La idea no es que la liberalización financiera deba evitarse. Muchos aspectos de la liberalización financiera se aceptan ampliamente en la actualidad tanto en América Latina como en Asia oriental. Pero es necesario un mayor cuidado con respecto a las políticas que acompañan la liberalización financiera interna, como la política macroeconómica, la apertura de la cuenta de capital y la regulación y la supervisión. Las instituciones que hacen posible que estas políticas se implementen adecuadamente necesitan tiempo para su creación y fortalecimiento, lo cual favorece un enfoque gradual hacia la liberalización financiera y, probablemente, hacia cualquier otro cambio estructural.

En los siguientes capítulos se analizan los resultados a largo plazo de las crisis financieras y las tendencias generales en el sector financiero de los países en desarrollo. Esto incluye modificaciones en la propiedad, especialmente el incremento de la propiedad extranjera de los bancos, una mejora en la calidad de la regulación y la supervisión del sector bancario, y el cambio de la dependencia prácticamente exclusiva de los bancos a la expansión de los mercados de capital. Estas tres tendencias ofrecen ventajas —aunque la propiedad extranjera provoca más controversias que las otras dos— y pueden concretarse sin los enormes costos de las crisis financieras. Esta debería ser la meta de los países en desarrollo, tanto por parte del sector público como del sector privado.

Capítulo 3

Cambios en la estructura de propiedad: bancos públicos, privados y extranjeros

La estructura de propiedad de los bancos en las economías emergentes se ha visto transformada a partir de la liberalización financiera. Hubo dos cambios principales en las políticas que han impulsado este proceso: la disminución de la participación en el mercado de los bancos del sector público y una mayor participación de los bancos extranjeros. Como consecuencia secundaria, los bancos privados de propiedad nacional generalmente perdieron participación. A este resultado, que aún evoluciona y varía según las regiones y los países, se llegó en dos etapas. Como parte del proceso de liberalización, los bancos públicos se vendieron al sector privado, tanto nacional como extranjero. Sin embargo, en caso de crisis, los gobiernos a menudo se vieron obligados a nacionalizar nuevamente muchos bancos, a lo que siguió una nueva ronda de privatizaciones. El segundo cambio, tendiente a una mayor propiedad extranjera, ocurrió en ambas etapas. Los bancos extranjeros a veces participaron en las privatizaciones originales, pero más frecuentemente esperaron hasta la segunda ronda. Los extranjeros también compraron los bancos locales de propiedad privada mediante fusiones y adquisiciones.

¿Por qué la estructura de propiedad es importante? ¿Las diferentes estructuras de propiedad conducen a diferentes resultados económicos, sociales o políticos? ¿Quién se beneficia y quién se perjudica con la propiedad pública o privada, nacional o internacional de los bancos? Al igual que la liberalización financiera, estos son temas muy controvertidos

y cargados de ideología y la corriente de opinión ha cambiado sustancialmente en los últimos años. A comienzos del período de la posguerra se consideró a los bancos públicos como una fuerza positiva para el desarrollo y a los bancos extranjeros como extractores de recursos. La posición dominante hoy en día es la opuesta.

Nuestra contribución a estos debates se basa en un análisis comparativo de la estructura de propiedad de los bancos en América Latina y Asia oriental. Si bien confirmamos la tendencia generalmente aceptada hacia una propiedad menos pública y más extranjera, creemos que la heterogeneidad sustancial aún existe. Si se observan las características de la estructura de propiedad de los sistemas bancarios dentro de los países, más que la de los bancos individuales comparados entre países, se advierte que en Asia oriental el comportamiento es el que la nueva literatura predice: los sistemas bancarios dominados por extranjeros tienen el mejor desempeño, los sistemas públicos tienen el peor desempeño y los sistemas privados nacionales se encuentran en un punto medio. La situación en América Latina es más compleja ya que los sistemas bancarios dominados por extranjeros no tienen un comportamiento tan bueno como el que se prevé, y los sistemas públicos tienen un mejor desempeño. Para explicar esos resultados inesperados, analizamos los trabajos realizados acerca de las instituciones. La incorporación de variables institucionales fortalece los resultados de Asia oriental y nos permite explicar los hallazgos imprevistos de América Latina. Concluimos que con instituciones fuertes, los bancos públicos pueden desempeñarse razonablemente bien, mientras que las instituciones débiles pueden socavar las operaciones aun de los bancos extranjeros de clase mundial.

El capítulo se organiza en cinco secciones. En la primera se analiza la literatura acerca de la propiedad, el entorno institucional y el desempeño, y se presentan dos hipótesis para su evaluación. En la segunda sección se examinan los datos acerca de las tendencias de la propiedad en los últimos 15 años, y se presta especial atención a América Latina y Asia oriental. En la tercera sección se evalúa la información acerca del desempeño de los diferentes patrones de propiedad con respecto a la eficiencia y la estabilidad, mientras que en la cuarta sección se estudia el efecto de las instituciones sobre el desempeño. En la sección final se presentan las conclusiones.

Propiedad de los bancos, desempeño e instituciones: literatura e hipótesis

El propósito general de esta sección es sugerir hipótesis acerca del efecto de las estructuras de propiedad en el desempeño de los sistemas

bancarios, pero debemos comenzar por los componentes que se estudian en la literatura: los bancos del sector público y los bancos extranjeros. Se ha escrito muy poco acerca de los bancos privados nacionales o acerca de las ventajas de las diferentes combinaciones de formas de propiedad. Hacemos una contribución en este sentido y también analizamos el efecto del entorno institucional en el que funcionan los diferentes tipos de sistemas bancarios.

Bancos del sector público

Las opiniones acerca de los bancos del sector público han cambiado significativamente en las últimas dos décadas, al igual que las opiniones acerca del papel del sector público en la economía de los países en desarrollo. Durante gran parte del período de la posguerra, los bancos públicos se consideraron un componente importante de las estrategias de desarrollo, en particular, de las estrategias dirigidas a la industrialización. Este fue el caso de América Latina y de Asia oriental.[1]

Los economistas de la influyente escuela estructuralista en América Latina consideraron necesarios los bancos estatales de desarrollo para el suministro de financiamiento para la inversión por parte de empresas públicas y privadas en el creciente sector industrial, ya que los bancos del sector privado no estaban dispuestos a ofrecer préstamos de largo plazo (Cárdenas, Ocampo y Thorp, 2000; Bulmer-Thomas, 2003). Sobre la base de esta idea, en la década de 1930 se establecieron bancos como el Nacional Financiera (Nafin) en México y la Corporación de Fomento de la Producción (CORFO) en Chile para intermediar entre las fuentes de finanzas internacionales y las empresas locales. El Banco Nacional para el Desarrollo Económico y Social de Brasil (BNDES) les siguió en la década de 1950.[2] En los países en desarrollo de Asia oriental, el control estatal de los bancos se dio mediante la influencia del modelo económico de Japón en el cual el control público era un elemento principal. La defensa intelectual más clara en la

[1] Ha habido algún malentendido en la fundamentación histórica de la existencia de los bancos públicos. Siguiendo a La Porta, López-de-Silanes y Shleifer (2002), diversos autores citan a algunos de los economistas que estudiaron el proceso de desarrollo del período de posguerra —Lewis, Myrdal y Gerschenkron— como defensores de los bancos del sector público en los países en desarrollo. En realidad, estos economistas analizaban la necesidad de un fuerte papel del Estado en general. Asimismo, todos ellos hablaban de las economías socialistas: Lewis (1950) escribía acerca de un modelo de planificación central; Myrdal (1968) se refería a los países del sur de Asia, a los que caracterizaba como socialistas, y Gerschenkron (1962) analizaba a Rusia, tanto antes como después de la revolución bolchevique. Daban poco énfasis a los bancos, excepto por el planteo de Gerschenkron acerca de los bancos privados en Europa occidental.

[2] Véanse Brothers y Solís (1966), Larraín y Selowsky (1991) acerca de Nafin y CORFO, respectivamente. La historia del BNDES, que fue BNDE hasta la década de 1980, se estudia en BNDES (2002).

literatura occidental del papel del Estado en esa región surgió recientemente como un intento por explicar las extraordinarias tasas de crecimiento de Asia oriental. Autores como Amsden y Wade elogian las virtudes de la propiedad estatal o el control de los bancos, y aun la publicación sobre el milagro de Asia oriental del Banco Mundial tiene cosas positivas que decir acerca del control de las finanzas por parte del gobierno, aunque limita su apoyo a Corea, Japón y a la provincia china de Taiwán (Amsden, 1989; Wade, 1990; Banco Mundial, 1993).

El estudio del Banco Mundial identifica tres objetivos del crédito controlado por el Estado: respaldar las industrias o las empresas que se consideran fundamentales para la inversión y el crecimiento y que producen externalidades para el resto de la economía; respaldar determinados tipos de empresas que, según se considera, necesitan apoyo, como los exportadores o las pymes, y cumplir los objetivos sociales, como la ampliación de la atención sanitaria y el suministro de vivienda o la extensión de los servicios financieros a las áreas rurales. Al igual que los estructuralistas latinoamericanos, Amsden y Wade se concentran en el primer conjunto de objetivos y ofrecen varios ejemplos de Corea y la provincia china de Taiwán, respectivamente, donde el crédito dirigido estimuló la inversión. Amsden también destaca la habilidad de Corea de disciplinar a las empresas que no se desempeñan adecuadamente para evitar las grandes pérdidas que han caracterizado a la mayoría de las instituciones financieras estatales; el Banco Mundial se hace eco de su análisis con respecto a este punto.

Además del crecimiento, había otras justificaciones para la propiedad estatal de los bancos, entre ellas la de que promueve las metas del gobierno respecto de la estabilidad y la equidad. Frecuentemente se considera que los bancos privados son procíclicos, incrementando el crédito en los buenos tiempos y retirándolo cuando la economía se deteriora. En casos extremos esta conducta puede traducirse en crisis financieras. Se dice que los bancos públicos, a su vez, son capaces y están dispuestos a prestar en forma contracíclica, lo que constituye un bien público en el sector financiero.[3] Se argumenta además que se necesita de los bancos estatales para atender a los grupos e individuos menos privilegiados. En este libro se presta especial atención a las pequeñas empresas, pero otros estudios incluyen a los sectores vulnerables como la agricultura y la vivienda, y los hogares en barrios pobres o lugares distantes. Como las instituciones financieras del sector privado tienden a

[3] Esto incluye los bancos del sector público regionales o internacionales. Véase CEPAL (2002); Titelman (2003).

considerar que estos clientes no son rentables, los bancos públicos nuevamente suministran un bien público.[4]

En la última ola de la literatura sobre financiamiento y crecimiento, por el contrario, las instituciones estatales han sido muy criticadas. El principal argumento teórico en su contra es la supuesta motivación política detrás del préstamo, contrariamente a los motivos orientados al desarrollo o a los aspectos sociales que dominaron los análisis anteriores. Este argumento se vincula estrechamente con las críticas a la búsqueda de renta en la economía en general, que sostienen que los gobiernos adquieren el control de los bancos para suministrar empleo, subsidios y otros beneficios a quienes los respaldan, que devuelven favores en forma de votos, contribuciones políticas y sobornos (La Porta, López-de-Silanes y Shleifer, 2002, p. 266). Dados esos motivos, es probable que el crédito financie proyectos ineficientes que, aunque efectivamente se realicen, tendrán bajas tasas de retorno desde el punto de vista microeconómico y perjudicarán la productividad y el crecimiento desde un punto de vista macroeconómico.

Recientemente han aparecido muchos estudios empíricos que analizan el efecto de los bancos públicos. Estos se basan en análisis de regresión con muestras grandes de países, más que en experiencias de países individuales. Esta nueva literatura concluye que la existencia de un elevado porcentaje de bancos públicos se correlaciona con bajas tasas de crecimiento, poca eficiencia, pocos beneficios, altos volúmenes de cartera vencida y corrupción. La Porta, López-de-Silanes y Shleifer encabezan esta corriente. Argumentan que sus hallazgos apoyan un enfoque político por parte de los bancos públicos más que de desarrollo, ya que la eficiencia, el crecimiento y la productividad tienen coeficientes negativos, y a veces estadísticamente significativos, en las regresiones que realizan, mientras que se controlan otras variables relevantes (La Porta, López-de-Silanes y Shleifer, 2002).[5]

Levy-Yeyati, Micco y Panizza llegan a conclusiones con ciertos matices al analizar una variedad de estudios acerca de los efectos de los bancos públicos. Entre otras cosas, observan que los resultados de La Porta y otros colegas cambian según la muestra y el período: cuando repiten el análisis con otra muestra, los coeficientes pierden su significación estadística. Además, citan otros estudios empíricos que

[4] Los bancos como Nafin y CORFO se han transformado en bancos de segundo piso que trabajan con bancos privados de primer piso; las pymes son sus principales clientes. El BNDES opera mediante acuerdos con bancos de primer y segundo piso, y también se dirige a las pymes.

[5] Se encuentran conclusiones similares en Barth, Caprio y Levine (2001a); Banco Mundial (2001); Galindo y Micco (2003); Caprio y otros (2004).

hallan resultados más positivos, como el de Micco y Panizza (2004) en el que se informa que los préstamos del sector público son menos procíclicos que los de los bancos privados. Su conclusión es que si bien no hallan pruebas de que la presencia de bancos estatales promueva el crecimiento económico o el desarrollo financiero, también ven que la prueba de que la presencia de los bancos estatales se traduce en un menor crecimiento y un menor desarrollo financiero no es tan firme como se pensaba anteriormente (Levy-Yeyati, Micco y Panizza, 2004, resumen).

En el trabajo de Levy-Yeyati, Micco y Panizza también se introduce un tema que es importante para nuestro análisis. Además de los enfoques sobre el desarrollo, los aspectos sociales y los motivos políticos relacionados con la propiedad estatal de los bancos, agregan el enfoque de agencia. Este enfoque destaca las dificultades que tienen los bancos públicos para cumplir las metas de desarrollo propuestas, dadas las presiones políticas a las que están sujetos. Otros abordan el mismo punto cuando dicen que las reformas de los bancos públicos tienden a no cumplir con sus propósitos de ofrecer una mejor gestión.[6] Volvemos a la cuestión de los bancos públicos "buenos" y "malos" en nuestro análisis del entorno institucional en el que funcionan.

Bancos de propiedad extranjera

Los bancos extranjeros aparecieron antes que los bancos estatales en las economías de América Latina, en el siglo XIX y principios del siglo XX, cuando suministraban la principal fuente de financiamiento para la acumulación de capital en los sectores de exportación. Las emisiones de bonos internacionales también eran importantes a pesar de los incumplimientos frecuentes (Stallings, 1990; Bulmer-Thomas, 2003). En los años de la posguerra, por el contrario, los bancos extranjeros a menudo fueron nacionalizados o marginados ya que los gobiernos asumieron un papel mayor en los asuntos económicos. En Asia oriental, donde el control colonial duró más que en América Latina, existió una relación más compleja.[7]

No resulta sorprendente que el nuevo surgimiento de los bancos extranjeros, principalmente como resultado del proceso de liberalización en la década de 1990, introdujera muchos nuevos problemas y marcadas

[6] Véase, por ejemplo, Hanson (2004). Una variante del nuevo argumento se encuentra en De la Torre (2002), que identifica un síndrome por el cual los bancos públicos intentan mejorar la eficiencia y la rentabilidad al punto de perder de vista el fundamento social de su existencia. Por lo tanto, vuelven a las metas sociales donde encuentran nuevamente problemas económicos.

[7] Acerca del control de Japón sobre las finanzas de Corea, véanse, por ejemplo, Eckert (1991) y Woo (1991).

diferencias de opinión acerca de las ventajas y desventajas de su presencia en los países en desarrollo. Se presentaron tres argumentos principales a favor de una mayor presencia extranjera. El primero era que los bancos extranjeros aportarían una nueva tecnología, tanto en equipos como en técnicas de administración, lo que elevaría la productividad en sus propias instituciones y repercutiría en las instituciones locales y el sector en general se volvería entonces más eficiente. En segundo lugar, los bancos extranjeros tendrían acceso a fuentes internacionales de capital, tanto de sus casas matrices como de los mercados internacionales de capitales y, por lo tanto, contribuirían a la profundización de los sectores financieros locales. En tercer lugar, debido a su acceso a las fuentes externas de financiamiento, los bancos extranjeros serían una fuerza positiva para la estabilidad ante la turbulencia financiera. Otra contribución a la estabilidad provendría de los bancos centrales y los organismos reguladores en los países de origen, que monitorearían la conducta de sus propios bancos y ayudarían a los reguladores locales a incrementar sus habilidades.[8]

Si bien no se oponen a los bancos extranjeros, otros expertos y oficiales gubernamentales son muy cautelosos. Detrás de su reticencia a abrir demasiado las puertas a un ingreso extranjero existen dos preocupaciones principales que reflejan las razones planteadas antes para el apoyo de los bancos públicos. En términos de estabilidad macroeconómica y financiera, muchos se preocupan de que los bancos extranjeros sean demasiado grandes para que los organismos locales puedan supervisarlos. Les preocupa también que los bancos extranjeros sirvan de conducto para las afluencias de grandes capitales que pueden desestabilizar el comportamiento macroeconómico. Finalmente, estos expertos y oficiales gubernamentales temen que los grupos vulnerables en las sociedades locales —hogares de bajos ingresos, habitantes de regiones distantes, sectores en retroceso y las pequeñas empresas— queden sin crédito y sin otros servicios financieros.[9]

Se han llevado a cabo muchas investigaciones para medir el efecto de los bancos extranjeros en las economías en desarrollo. En estos estudios se sostiene que existe una relación positiva con la eficiencia y la estabilidad en los mercados financieros locales; el efecto en el acceso es menos claro. En general, el efecto de los bancos extranjeros parece ser menos positivo en las economías desarrolladas que en las economías en desarrollo. Como la mayoría de la información proviene de las economías

[8] Hay bastante consenso respecto de estos argumentos; véase, por ejemplo, Mathieson y Roldós (2001).

[9] Una de las críticas de mayor peso es la de Stiglitz (1994). Recientemente se llevó a cabo un estudio útil y equilibrado de los efectos de la inversión extranjera directa en el sector financiero por parte del Banco de Pagos Internacionales; véase BPI (2004).

desarrolladas, Clarke y otros (2003) señalan que esto puede conducir a una subestimación de los beneficios en las economías en desarrollo.

Varios estudios muestran que los bancos extranjeros son más eficientes que sus similares nacionales en los países en desarrollo, pero no en las economías avanzadas. Los indicadores empleados para medir la eficiencia incluyen la rentabilidad, los costos fijos y los préstamos problemáticos; los valores más elevados en cada uno de ellos se interpretan como indicadores de menor competencia y eficiencia (Demirgüç-Kunt y Huizinga, 1999; Claessens, Demirgüç-Kunt y Huizinga, 2001; Mathieson y Roldós, 2001). Claessens, Demirgüç-Kunt y Huizinga (2001) observan los cambios que ocurren cuando los bancos extranjeros ingresan al mercado nacional. Sostienen que una mayor presencia de los bancos extranjeros tiene un efecto estadísticamente significativo en la disminución de los beneficios y los costos fijos; encuentran relaciones negativas pero no significativas con respecto a los márgenes netos de interés y las reservas para pérdidas por préstamos. El efecto positivo en la eficiencia se encuentra en el ingreso inicial de los bancos extranjeros, antes de que adquieran una gran participación en el mercado. Lensink y Hermes (2004) extienden este análisis al desagregar los datos de países de altos y bajos ingresos. Encuentran que la relación varía entre ambos grupos. Específicamente, en los países de bajos ingresos, los costos de los bancos nacionales aumentan con el ingreso de bancos extranjeros ya que deben hacer nuevas inversiones para competir. En los países de altos ingresos, los costos bajan o permanecen iguales.

Otro tema es la relación entre los bancos extranjeros y la estabilidad. Varios analistas concluyen que luego de controlar otras variables que pueden producir crisis bancarias, una mayor presencia extranjera es un factor estabilizador. Usan la propiedad extranjera como una de las variables en el análisis de regresión diseñado para explicar las crisis bancarias mundiales; la relación resulta negativa (Demirgüç-Kunt y Detragiache, 1998b). Otros estudios se concentran en América Latina, lo cual no es sorprendente dado lo proclive que es la región a las crisis. Crystal, Dages y Goldberg (2001) informan que los bancos extranjeros tienen una cobertura mayor de reservas que los bancos locales y son generalmente más firmes en el tratamiento del deterioro de la calidad de los préstamos. Otros observan que los préstamos de los bancos extranjeros no han disminuido marcadamente durante los períodos de crisis en América Latina, si provienen de las subsidiarias locales en vez de las casas matrices. Existen conclusiones similares que indican que las subsidiarias extranjeras moderan la tendencia hacia la fuga del capital internacional durante las crisis al suministrar un espacio local en el que los nerviosos depositantes puedan colocar su dinero

(Dages, Goldberg, y Kinney, 2000; Peek y Rosengren, 2000; García-Herrero y Martínez Peria, 2005).

Por último, con respecto al acceso, la información acerca de los bancos extranjeros es escasa. En uno de los estudios más citados, Clarke y otros (2002) analizan los patrones de préstamos en cuatro países de América Latina a fines de la década de 1990. Concluyen que los bancos extranjeros generalmente prestan una proporción menor de sus fondos a las pymes en comparación con los bancos nacionales, pero este resultado se explica por el comportamiento de los pequeños bancos extranjeros. Las instituciones más grandes en dos de los cuatro países de hecho prestan más a las pymes que los bancos locales. En otro estudio realizado por algunos de estos mismos autores se emplean datos de encuestas sobre financiamiento para las pymes. Se señala en ese estudio que los bancos extranjeros otorgan más financiamiento a las grandes empresas que a las pequeñas, sin embargo, las pequeñas empresas obtienen más crédito del que obtendrían sin la presencia extranjera (Clarke, Cull y Martínez Peria, 2001). Otros investigadores señalan que si los bancos extranjeros se concentran en las grandes empresas, esto puede alentar a otros bancos a buscar clientes más pequeños (Bonin y Abel, 2000; Jenkins, 2000). Por supuesto, no es probable que ocurra este efecto positivo si muchos bancos locales cesan sus actividades.

Hipótesis acerca de la propiedad y el desempeño

A comienzos de la década del 2000, los argumentos a favor y en contra de los bancos públicos y privados se han vuelto bastante conocidos. Se ha dicho mucho menos acerca de los méritos relativos de los bancos privados nacionales.[10] Se considera implícitamente que esas instituciones se encuentran en medio de los otros dos tipos de bancos. Como instituciones privadas, están regidas por la búsqueda de beneficios, por lo que es menos probable que hagan préstamos por razones políticas y que sufran las consecuencias negativas. Al mismo tiempo, es menos probable que estén actualizadas con respecto a la tecnología bancaria o que tengan acceso a las mismas fuentes de financiamiento de sus competidores extranjeros. No obstante, están más familiarizadas con las condiciones locales y por ello quizás están más dispuestas a respaldar a las empresas locales, especialmente a las pymes que son fundamentales para los procesos de desarrollo económico y social.

Otro tema que no se ha analizado anteriormente es si determinadas combinaciones de propiedad pueden ser particularmente ventajosas. Sabemos que las economías dominadas por cualquiera de los tres tipos de

[10] Mian (2005) compara a los tres.

propiedad tienen problemas. Una economía completamente dependiente de los bancos privados nacionales se verá excluida de las fuentes externas de capital e innovación, lo que perjudica el potencial crecimiento del sector financiero y de la economía en general. En el otro extremo, el dominio por parte de los bancos extranjeros puede ser bueno para las empresas más grandes, pero es probable que la brecha con respecto a las pymes se amplíe. Además, el dominio extranjero puede generar protestas políticas contra una supuesta pérdida de soberanía, lo que a su vez puede tener efectos negativos en el entorno de negocios.[11] Por último, las economías en las que los bancos públicos tienen una importante participación en el mercado tendrán las mismas desventajas que las economías en las que dominan los bancos nacionales privados, pero es probable que la ineficiencia sea mayor. Dado que la competencia puede ayudar a generar aspectos positivos en todo tipo de bancos y eliminar los negativos, un marco financiero mixto podría ofrecer más ventajas que las estructuras de propiedad "puras".

Sobre la base de la literatura reciente y las elaboraciones mencionadas, nuestra primera hipótesis es que los sistemas bancarios dominados por bancos extranjeros tendrán un mejor desempeño, mientras que los sistemas dominados por bancos públicos ofrecerán el peor desempeño y los sistemas dominados por los bancos privados nacionales tendrán un desempeño que se ubica en un punto medio. Podríamos esperar que los sistemas combinados se desempeñen bien, pero no tenemos pruebas suficientes para calificarlos.

Entorno institucional

Cuando pasamos del análisis comparativo entre países, en que las unidades son los bancos individuales, al análisis dentro del país, donde las unidades son los sistemas bancarios, es posible y deseable tomar en cuenta el entorno en el que operan los bancos. El entorno está integrado por muchos factores, que van desde la ubicación geográfica al sistema político y la cultura. Estamos particularmente interesados en el entorno institucional y en la manera en que afecta el desempeño del sistema bancario. Las instituciones se definen como normas formales e informales que dan forma a la conducta de las personas y las organizaciones al reducir la incertidumbre.[12]

---

[11] Acerca de la propiedad de los bancos y la soberanía, véase Makler y Ness (2002).

[12] Esta definición proviene del trabajo de North (1990) y de quienes siguen sus pasos; una alternativa común es definir a las instituciones como organizaciones. Acerca de las consecuencias de usar una u otra definición en el contexto de América Latina, véase Graham y Naím (1998).

Un número creciente de autores sostiene que las instituciones se encuentran entre los determinantes más importantes del crecimiento económico y algunos afirman que las instituciones superan todos los demás factores. Gran parte de la literatura contemporánea acerca de las instituciones y el crecimiento se remonta al trabajo de North (1961) acerca de la historia económica de Estados Unidos. El enfoque actual, no obstante, se dirige principalmente al mundo en desarrollo.[13] Existen muchos análisis econométricos de la relación. Acemoglu, Johnson y Robinson los encabezan y también se encuentran entre los más férreos defensores de la primacía de las instituciones como factor causal. En su análisis de la literatura acerca de las instituciones y el crecimiento, afirman que aunque los factores geográficos y culturales pueden ser importantes para el desempeño económico, las diferencias en las instituciones económicas son el principal origen de las diferencias entre los países respecto del crecimiento económico y la prosperidad.[14]

Un aspecto importante del debate acerca de las instituciones y el crecimiento es el tema de la causalidad inversa. Es decir, ¿mejores instituciones generan un mayor crecimiento y un ingreso más elevado? ¿o un ingreso más elevado genera mejores instituciones? ¿u ocurren ambas cosas? Los defensores más firmes de las instituciones como variable independiente son un grupo de economistas del Banco Mundial que han creado una base de datos para medir las instituciones.[15] Mediante el uso de nuevas técnicas empíricas, Kaufmann y Kraay (2002) reconfirman el vínculo estrecho y positivo entre las instituciones (o la gobernabilidad, en su terminología) y el crecimiento. Resulta más controvertida la débil o aun negativa relación que encuentran en sentido opuesto. Otros siguen creyendo en un proceso de doble vía (Lora, 2002; Pritchett, 2002) o sostienen que las instituciones son la variable dependiente (Glaeser y otros, 2004).

A medida que pasamos del crecimiento económico en general al papel del sector financiero en particular, la atención se dirige a la

---

[13] Engerman y Sokoloff (1997, 2002) contribuyeron a la transición con su análisis comparativo de crecimiento en Estados Unidos y otros países del nuevo mundo. Acemoglu, Johnson y Robinson (2001, 2002) amplían esta línea de investigación a otras partes del mundo en desarrollo.

[14] Acemoglu, Johnson y Robinson (2004, pp. 2-3). Entre otros que están de acuerdo con esta conclusión se incluyen Rodrik, Subramanian y Trebbi (2002); Easterly y Levine (2003). La decepción respecto de los procesos de reforma económica de los años ochenta y noventa dio lugar a otra corriente de literatura sobre las instituciones y el crecimiento que se dirige más a las políticas públicas. Aquí se destaca la necesidad de una "segunda generación de reformas" que se centraría en mejores instituciones, lo cual supondría un crecimiento más sólido. Véanse, por ejemplo, Burki y Perry (1998); Kuczynski y Williamson (2003).

[15] Véase Kaufmann, Kraay y Mastruzzi (2004). Ofrecemos más información acerca de esta base de datos más adelante en el capítulo.

influencia positiva de las instituciones de alta calidad tanto en la profundidad del sector bancario como en el desarrollo de mercados de capital. Se dice, a su vez, que los dos promueven el crecimiento. La Porta, Lopéz-de-Silanes y Shleifer nuevamente tienen un papel fundamental, no solo al elaborar el argumento de que el sistema legal, especialmente la protección a los derechos de propiedad, es esencial en la determinación del desarrollo financiero, sino también al diseñar una metodología y una base de datos para someter a prueba la hipótesis. Su idea clave es que las reglas financieras actuales y, por lo tanto, los resultados varían según el origen legal. Específicamente, los países que siguen el sistema inglés de derecho común (*common law*) protegen los derechos de propiedad de una forma más estricta y, por lo tanto, tienen sistemas financieros más profundos, mientras que los que siguen el sistema francés de derecho civil se encuentran en el extremo opuesto. Las tradiciones alemana y escandinava se hallan en medio de ambos (La Porta y otros, 1997, 1998).

Levine y diversos colegas desarrollan más la idea del origen legal para establecer el vínculo entre las instituciones y las finanzas. Muestran que el aspecto más importante del origen legal es la diferencia en la adaptabilidad y argumentan que la tradición francesa es más rígida que la británica o la germana. Los sistemas que pueden adaptarse a las condiciones cambiantes promueven el desarrollo financiero más eficazmente que los que no pueden hacerlo (Levine, 1998, 1999; Beck, Demirgüç-Kunt y Levine, 2003). En un estudio de caso de México, Haber va más allá del enfoque del origen legal para analizar más ampliamente la relación entre las instituciones, las finanzas y el desarrollo. Sostiene que tres tipos de instituciones llevarán a los banqueros a incrementar la disponibilidad del crédito: las que los protegen de que su propiedad sea expropiada, las que les permiten exigir el cumplimiento de los contratos que establecen deudas y las que los alientan a comportarse con prudencia. Agrega algo que genera cierta controversia y es que los tres tipos derivan de un conjunto fundamental de instituciones que limitan la autoridad y la discrecionalidad del gobierno (Haber, 2004). Sean cuales sean los canales, las pruebas demuestran cada vez más que las instituciones, en parte mediante su efecto en las finanzas, son fundamentales en la promoción del crecimiento económico.[16]

[16] Acerca de las instituciones y las finanzas en varios países de América Latina, véase un libro de proyectos del Banco Interamericano de Desarrollo editado por Marco Pagano, especialmente los capítulos de Cristini, Moya y Powell (2001); Fuentes y Maquieira (2001); Monge-Naranjo, Cascante y Hall (2001); Pinheiro y Cabral (2001).

Hipótesis sobre la propiedad, las instituciones y el desempeño

Las instituciones no han recibido mucha atención en la literatura acerca de la estructura de propiedad y el desempeño bancario, como resultado de la metodología empleada para estudiar el tema. Inspirándonos en los trabajos recién mencionados, queremos introducir a las instituciones en el debate. Específicamente, nuestra segunda hipótesis afirma que el entorno institucional dentro del país puede reforzar o contrarrestar las ventajas o las desventajas esperadas que derivan de un tipo dado de propiedad. Las instituciones fuertes son particularmente importantes en los países con sistemas dominados por el Estado, ya que pueden contrarrestar los problemas habituales de los bancos públicos. Lo mismo ocurre en los sistemas mixtos, en que los bancos públicos son parte de la combinación de estructura de propiedad. En el caso de los sistemas privados o extranjeros, las instituciones fuertes pueden reforzar sus características positivas, mientras que las instituciones débiles pueden perjudicarlas. ¿Qué instituciones son más relevantes? La regulación y la supervisión son decididamente importantes y nos referimos a ellas en el próximo capítulo. Aquí seguimos un enfoque más amplio y ponemos el énfasis en el estado de derecho y en las características generales del gobierno, además de la regulación.

Tendencias en la propiedad de los bancos

Más allá de las diferentes perspectivas acerca de las ventajas y desventajas de la propiedad pública o privada de los bancos, existe un claro consenso acerca de las tendencias recientes. En todo el mundo en desarrollo ha surgido una estructura de propiedad con menos bancos públicos y más extranjeros durante los últimos 15 años. Sin embargo, siguen existiendo diferencias importantes entre las regiones y países como resultado de los contextos históricos y las decisiones políticas.

Tendencias regionales en la propiedad de los bancos

Es difícil conseguir datos comparables con respecto a la estructura de propiedad. Una razón es que las definiciones generan muchos problemas. En algunos estudios se informa acerca de la proporción de activos, préstamos o depósitos para definir la estructura de propiedad; en otros, las categorías acerca de la propiedad se basan en cierta proporción de activos (50% es generalmente el límite) para definir el control por parte de un grupo dado. El primer enfoque tiende a mostrar una propiedad mayor de los bancos extranjeros, aunque no necesariamente de los bancos públicos, ya que es probable que la participación de estos sea muy

elevada, si es que existe. Además, algunos estudios acerca de los bancos del sector público se limitan a los bancos comerciales, mientras que otros incluyen bancos de desarrollo; si los bancos de desarrollo existen, obviamente incrementarán la participación pública. Por último, el tratamiento de las sucursales de bancos extranjeros en comparación con las subsidiarias a menudo varía, lo que da lugar, nuevamente, a las diferencias entre los estudios de los mismos fenómenos.[17]

En el cuadro 3.1 se muestran las mejores estimaciones para los cambios de largo plazo en la propiedad bancaria, sobre la base de los conjuntos de datos compilados por La Porta, López-de-Silanes y Shleifer (2000, 2002). Se suministra información acerca de la situación de propiedad de los 10 mayores bancos en 92 países en 1970, 1985 y 1995 sobre la base de la proporción de activos. La muestra incluye economías desarrolladas, en desarrollo y de transición. Si bien esos datos no distinguen entre propiedad nacional y extranjera, son útiles por dos razones.[18] La primera de ellas es que ofrecen una perspectiva de 25 años que comienza antes de la liberalización financiera y termina luego de que una parte importante de la misma se realizara. La segunda es que nos permiten hacer comparaciones entre regiones, que incluyen a los países desarrollados así como a subgrupos de economías en desarrollo y transición.

Cuadro 3.1
ESTRUCTURA DE PROPIEDAD DE LOS SISTEMAS BANCARIOS EN EL MUNDO, 1970–1995
(Promedio sin ponderar, en porcentajes)

	1970		1985		1995	
Región	Estatal	Privada	Estatal	Privada	Estatal	Privada
Desarrollada	37,0	63,0	31,6	68,4	21,8	78,2
En desarrollo	65,6	34,4	62,6	37,4	48,8	51,2
Asia oriental, Pacífico	49,1	50,9	45,7	54,3	41,1	58,9
Europa oriental	90,2	9,8	96,0	4,0	49,9	50,1
América Latina	65,8	34,2	54,8	45,2	40,1	59,9
Oriente Medio	55,4	44,6	5,1	44,9	54,2	45,8
Asia meridional	94,7	5,3	97,9	2,1	87,5	12,5
África subsahariana	40,8	59,2	48,5	51,5	33,6	66,4

Fuente: Calculado sobre la base de datos de La Porta, López-de-Silanes y Shleifer (2000, 2002).

[17] El problema más grande con esas diferencias en las definiciones es que los autores con frecuencia no especifican qué definición están usando.

[18] Calculamos la propiedad privada como residual de los datos de La Porta, López-de-Silanes y Shleifer, que se limitan a la participación de la propiedad pública.

Comenzando por las categorías más amplias, vemos un cambio de la banca pública a la privada tanto en países desarrollados como en desarrollo, aunque el porcentaje de cambio es mucho mayor en estos últimos. La participación en la propiedad del sector privado aumentó un 24% en los países desarrollados entre 1970 y 1995, pero se incrementó un 49% en el mundo en desarrollo. En ambos casos, la mayoría de los cambios surgieron en los 10 años comprendidos entre 1985 y 1995. En las regiones en desarrollo, el cambio más drástico ocurrió en el ex bloque socialista en el que casi todos los bancos estaban en manos estatales. La participación bajó a poco más de la mitad durante el período en estudio. La otra gran modificación ocurrió en América Latina, donde casi dos tercios de bancos eran públicos en 1970, disminuyendo esa cifra a dos quintos hacia 1995.[19] Otras regiones, entre ellas Asia oriental, tuvieron cambios más pequeños, aunque esa región es particularmente heterogénea.

En el cuadro 3.2 se ofrece un panorama más detallado de tres regiones en desarrollo durante un período más reciente. Se basa en los datos del Banco de Pagos Internacionales para las tres categorías de propiedad —pública, privada y extranjera— con respecto a los años 1990 y 2002. Las tendencias coinciden con las del cuadro 3.1. En América Latina y en Europa oriental, la propiedad del gobierno disminuyó, la propiedad extranjera aumentó y la propiedad privada nacional se contrajo en cierta medida. La situación fue más compleja en Asia oriental. Si bien la propiedad extranjera aumentó en la mayoría de los casos, disminuyó en dos lugares en los que la propiedad extranjera era la más elevada de la región. La propiedad del gobierno también aumentó, especialmente en los países en que ocurrieron crisis financieras a fines de la década de 1990. Este resultado aparentemente contradictorio surgió porque los gobiernos se sintieron obligados a intervenir cuando la supervivencia de los bancos se vio afectada o cuando pareció probable que las crisis bancarias se extendieran al resto de la economía. Ahora se hallan en proceso de enajenación de estos activos, pero el proceso aún no se ha completado.

Propiedad de los bancos en América Latina

Los dos conjuntos de datos ya analizados ofrecen una idea de las tendencias generales en la propiedad de los bancos en América Latina. La disminución sustancial del control del gobierno y el aumento de la propiedad extranjera coinciden con el análisis del capítulo anterior, que registró una liberalización financiera rápida, pero volátil, en la región. En el cuadro 3.3 la atención se dirige al comportamiento de países individuales e incluye el de

[19] En términos porcentuales, el segundo cambio más grande fue el del sur de Asia, pero ocurrió a partir de una base muy baja y el total de 1995 respecto de la propiedad del sector privado fue solamente un 12,5%.

algunos de los países más pequeños. La fuente es una base de datos recientes del Banco Mundial que ofrece información para el año 2001.[20]

Cuadro 3.2
ESTRUCTURA DE PROPIEDAD DE LOS SISTEMAS BANCARIOS EN LOS MERCADOS EMERGENTES, 1990 Y 2002
(Promedio sin ponderar, en porcentajes)

Región y país	1990			2002		
	Estatal	Privada	Extranjera	Estatal	Privada	Extranjera
Asia						
China	100	0	0	98[a]		2
Corea	21	75	4	30	62	8
Filipinas	7	84	9	12	70	18
Hong Kong (región administrativa especial de China)	0	11	89	28[a]		72
India	91	4	5	80	12	8
Indonesia	96[a]		4	51	37	13
Malasia	n.d.	n.d.	n.d.	72[a]		18
Singapur	0	11	89	0	24	76
Tailandia	13	82	5	31	51	18
América Latina						
Argentina	36	54	10	33	19	48
Brasil	64	30	6	46	19	27
Chile	19	62	19	13	46	42
México	97	1	2	0	18	82
Perú	55	41	4	11	43	46
Venezuela (Rep. Bolivariana de)	6	93	1	27	39	34
Europa oriental						
Bulgaria	100[a]		0	13	20	67
Estonia	n.d.	n.d.	n.d.	0	1	99
Hungría	81	9	10	27	11	62
Polonia	80	17	3	17	10	63
República Checa	78	12	10	4	14	82
Rusia	94[a]		6	68	23	9
Eslovaquia	100[a]		0	5	9	85

Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BPI) (2004, p. 9).

n.d. No hay datos.
[a] No están disponibles los datos desagregados.

[20] La definición de propiedad se basa en las respuestas a una pregunta que consta de dos artes: ¿qué parte de los activos del sistema bancario se encuentra en bancos que sean a) 50% o más propiedad del gobierno y b) 50% o más propiedad extranjera a fines del año 2001? Véase Banco Mundial [en línea] <http://www.econ.worldbank.org/external/default/main?theSitePK=478060&contentMDK=20345037&menuPK=546154&pagePK=64168182&piPK=64168060>, preguntas 3.8.1 y 3.8.2.

Cuadro 3.3
AMÉRICA LATINA: ESTRUCTURA DE PROPIEDAD DE LOS SISTEMAS BANCARIOS, 2001
(Porcentaje)

Categoría y país	Tipo de propiedad		
	Estatal	Privada	Extranjera
Principalmente extranjera			
México	0	17	83
Panamá	12	29	59
Principalmente privada			
Colombia	18	60	22
Ecuador	14	79	7
El Salvador	4	84	12
Guatemala	3	88	9
Honduras	0	81	19
Perú	0	57	43
Venezuela (Rep. Bolivariana de)	7	50	43
Principalmente pública			
Costa Rica	62	15	23
Mixta			
Argentina	32	36	32
Brasil	32	38	30
Chile	13	40	47

Fuente: Banco Mundial, *World Development Indicators* [en línea] <http://www.worldbank.org>.

En el cuadro se muestra que las estructuras de propiedad están lejos de ser homogéneas. Es posible identificar cuatro subgrupos. El primero de ellos consiste en países en los que el capital extranjero domina el sistema bancario. Solo dos países de América Latina se ubican claramente en esta categoría: México, donde los bancos extranjeros representan casi el 85% de los activos bancarios, y Panamá, un centro financiero regional en el que casi un 60% de los bancos son de propiedad extranjera. El segundo subgrupo está integrado por países donde las instituciones privadas nacionales representan la mayoría del sistema bancario. Los países que más claramente se ajustan a este patrón se encuentran entre los más pequeños. En Ecuador, El Salvador, Guatemala y Honduras los bancos privados nacionales representan alrededor del 80% de los activos. En Colombia, Perú y República Bolivariana de Venezuela, los bancos privados representan entre el 50% y el 60% del total. El tercer subgrupo está integrado por países en que los bancos son propiedad estatal. Si bien esta situación era bastante habitual en América Latina en los primeros años de la posguerra, hacia el año 2000 solamente Costa Rica había mantenido este tipo de sistema y la mayoría de su sector bancario (62%) se hallaba en manos públicas. El cuarto subgrupo de

países se caracteriza por tener una propiedad mixta en la que no existe un solo tipo de propiedad que constituya más de la mitad de todos los activos y donde todos los tipos de propiedad se hallan representados. En este grupo se incluyen Argentina, Brasil y Chile.

Propiedad de los bancos en Asia oriental

Asia oriental también muestra una gran heterogeneidad en la propiedad de los bancos. En el cuadro 3.4, que tiene como fuente la misma base de datos del Banco Mundial que el cuadro anterior, se muestran varias categorías que son, en apariencia, similares a las halladas en América Latina. Cuando observamos más de cerca, sin embargo, sus características y distribución varían significativamente.

Cuadro 3.4
ASIA ORIENTAL: ESTRUCTURA DE PROPIEDAD DE LOS SISTEMAS BANCARIOS, 2001
(Porcentaje)

Categoría y país	Tipo de propiedad		
	Estatal	Privada	Extranjera
Principalmente extranjera			
Hong Kong (región administrativa especial de China)	0	11	89
Singapur	0	11	89
Principalmente privada			
Filipinas	11	74	15
Malasia	0	81	19
Tailandia	31	62	7
Principalmente pública			
China	98	0	2
India	75	18	7
Indonesia	51	37	13
Vietnam	75	10	15
Mixta			
Corea	40	30	30

Fuente: Banco Mundial, *World Development Indicators* [en línea] <http://www.worldbank.org>; Fitch Ratings (2003) y Fondo Monetario Internacional (FMI) (2003d) para Vietnam.

Destacamos, en primer lugar, que dos países de Asia oriental (Hong Kong (región administrativa especial de China) y Singapur) dependen en gran medida de los bancos extranjeros que poseen casi el 90% de sus activos. Estas dos ciudades estado, que son centros financieros regionales, también tienen sectores de producción extranjeros muy grandes que coinciden con sus instalaciones bancarias. En este sentido, son similares a

Panamá, pero muy diferentes de México. Un segundo grupo está integrado por países que tienen principalmente bancos privados nacionales. En el sudeste de Asia (Malasia, Filipinas y Tailandia) más del 60% del sistema bancario está en manos privadas nacionales; muchos de estos bancos han sido tradicionalmente franquicias familiares. En tercer lugar, una gran mayoría del sector bancario en China y Vietnam aún está en manos del Estado lo que refleja su historia económica socialista. Ubicamos a Indonesia en ese grupo también. Aunque la propiedad pública supera apenas el 50%, las características de su sector bancario son similares a las del grupo de países en que el sector bancario está dominado por el Estado. El cuarto grupo, integrado por bancos con propiedad mixta, es reducido en la región de Asia oriental. Corea del sur actualmente es el único ejemplo, pero varios países de Asia oriental están pasando a sistemas mixtos a medida que los bancos cuya dirección el Estado asumió durante la crisis se privatizan nuevamente y a menudo se venden a propietarios extranjeros.

Propiedad y desempeño

Habiendo examinado la literatura acerca de la propiedad de los bancos, así como las características de la propiedad y las tendencias en las dos regiones, se analizan ahora las dos hipótesis presentadas antes. La primera de ellas nos lleva a preguntarnos acerca del desempeño de los diferentes tipos de sistemas bancarios, definidos según las características de propiedad. También examinamos si las regiones de América Latina y Asia oriental muestran diferencias significativas con respecto a este tema y, si es así, por qué. Es muy difícil someter a prueba esta hipótesis por diversas razones. La primera de ellas es el problema de las definiciones y de las diferenciaciones claras (*cut-off points*). ¿Qué porcentaje de los activos bancarios debe corresponder a un determinado tipo de propiedad para ser calificado como dominio? En segundo lugar, tenemos muy pocos ejemplos de cada tipo de propiedad. En tercer lugar, la obtención de datos adecuados y comparables es problemática. Este ejercicio debe, por lo tanto, considerarse exploratorio de algunos datos iniciales que, en caso de resultar útiles, deben reconsiderarse luego con una muestra más amplia.

En los cuadros 3.5 y 3.6 se muestran algunos indicadores de los bancos en Asia oriental y América Latina, y se los agrupa en las categorías que se identificaron en la sección anterior. Los indicadores incluyen una amplia característica de las economías (el ingreso per cápita); cuatro indicadores de la eficiencia bancaria (crédito del sector privado/PIB, costos fijos/ingreso neto, cartera vencida/crédito, y rentabilidad),[21] y hay

[21] Aquí se incluye la rentabilidad ya que se emplea generalmente en este tipo de análisis. La rentabilidad ha sido interpretada en dos sentidos opuestos. Por una parte la baja

tres indicadores de estabilidad (coeficiente de capital, reservas/cartera vencida, y calificaciones bancarias de Moody's).[22] Desafortunadamente, la falta de datos hace imposible brindar un tratamiento sistemático del acceso al financiamiento.

Dada la naturaleza exploratoria del ejercicio, comenzamos por formularnos dos preguntas con respecto a los cuadros. La primera es si las variables que caracterizan los cuatro tipos de propiedad se aglomeran en torno a ciertos valores y la segunda es si estos valores coinciden con las predicciones de la literatura que hemos examinado. Si las respuestas son afirmativas en los dos casos, especialmente en el primero, habría una validación inicial de las categorías que hemos definido.

Observemos a Asia oriental en primer lugar, ya que su relación entre propiedad y desempeño es la más clara, y luego comparemos los casos de América Latina con los de Asia. Como se indica en el cuadro 3.5, el mejor desempeño en la mayoría de los indicadores se encuentra en los países de alto ingreso, Hong Kong (región administrativa especial de China) y Singapur, con sus sistemas bancarios dominados por extranjeros. De hecho, los bancos de estos dos centros financieros se encuentran entre los más fuertes del mundo. Los sectores financieros de ambos países son profundos y estables, los bancos son extremadamente eficientes, la cartera vencida es reducida, los coeficientes de capital y las reservas son altos y reciben muy altas calificaciones de las agencias calificadoras. Si bien la rentabilidad es poca, en este caso interpretamos los bajos beneficios como un indicador de la competencia más que de la debilidad sistémica. Los sistemas bancarios cuya propiedad corresponde a extranjeros en estas ciudades estado coinciden con los sistemas productivos, en los que la inversión extranjera también es muy importante. En parte como consecuencia de ello, el elevado porcentaje de propiedad extranjera no ha despertado la hostilidad local como sí lo ha hecho en algunos países de América Latina.

---

rentabilidad se toma a veces como indicador de un mal desempeño y de poca eficiencia, especialmente entre los bancos del sector público (véase, por ejemplo, Levy-Yeyati, Micco y Panizza, 2004). Por otra parte, la baja rentabilidad se considera el resultado de una competencia y de una mayor eficiencia (véase, por ejemplo, Demirgüç-Kunt, Levine y Min, 1998). Debido a esta ambigüedad, interpretamos la rentabilidad sobre la base de otras características en cada caso.

[22] La calificación de Moody's es una evaluación de la fortaleza financiera de cada banco en un país dado, ponderada por activos. Mide la probabilidad de que un banco necesite asistencia externa, no si la recibirá. Los factores que se tienen en cuenta incluyen los aspectos fundamentales de cada banco y el entorno operativo (como la perspectiva de desempeño de la economía, la estructura y la relativa fragilidad del sistema financiero y la calidad de la regulación y la supervisión bancaria).Véase la definición de calificación de fortaleza financiera bancaria en Moody's [en línea] <http://www.moodys.com>.

Los países con sistemas bancarios principalmente privados (Malasia, Tailandia y Filipinas) se encuentran entre los países de ingreso medio del sudeste de Asia. Los países del sudeste de Asia tradicionalmente han sido economías abiertas que dependían mucho del comercio y desde mediados de la década de 1980 recibieron grandes cantidades de inversión extranjera, especialmente de sus vecinos del noreste de Asia. No obstante, sus grandes bancos de propiedad familiar estaban protegidos de la propiedad extranjera. El rápido crecimiento de estas economías en las últimas décadas se detuvo abruptamente en 1997 por una crisis financiera de la cual recién ahora se están recuperando. Por lo tanto, a pesar de su profundidad financiera, tienen mucha cartera vencida, pocas reservas y bajas calificaciones en cuanto a su estabilidad, según las agencias calificadoras. Filipinas, si bien se ajusta en muchos aspectos a esta categoría, muestra diferencias que han hecho que se la considere como un país "casi latinoamericano" en Asia. Como era relativamente pobre y menos atractiva para el capital extranjero que sus vecinos en la década de 1990, no se vio inicialmente tan afectada como esos países cuando el capital extranjero se retiró después de la crisis. Más tarde, la crisis se extendió a la economía de Filipinas, lo que aumentó la cartera vencida y disminuyó la eficiencia.

Los sistemas bancarios públicos en Asia oriental son ejemplos arquetípicos de las características negativas analizadas en los trabajos sobre el tema. Se encuentran en los países más pobres de la región, aunque han crecido rápidamente. Con la importante excepción de China, tienen los coeficientes de crédito más bajos de la región. También tienen mucha cartera vencida y bajas calificaciones de estabilidad. Tanto China como Vietnam se encuentran en transición hacia economías capitalistas, a pesar de los intentos por mantener sus actuales sistemas políticos. Muchos de sus problemas actuales derivan de sus pasados socialistas, cuando los bancos estatales financiaban las empresas estatales que perdían dinero, lo que los llevó a tener grandes cantidades de cartera vencida.[23] Indonesia es un caso diferente ya que no se trata de una economía de transición, pero la mayoría de su historia de posguerra transcurrió bajo un gobierno autoritario que usó el sistema bancario para financiar objetivos personales y políticos. Esta experiencia dejó a los bancos con una gran carga de cartera vencida.

[23] Si bien las medidas respecto de la cartera vencida son difíciles de definir en la mayoría de los países, lo son sobre todo en estos dos casos. En China, algunos expertos creen que la cartera vencida por lo menos duplicaba la cifra oficial que se muestra en el cuadro 3.5; véase, por ejemplo, Lardy (2001).

Cuadro 3.5
ASIA ORIENTAL: DESEMPEÑO POR TIPO DE PROPIEDAD DE LOS SISTEMAS BANCARIOS, 2003

Categoría y país	Ingreso per cápita[b]	Coeficiente de crédito[c]	Eficiencia[d]	Cartera vencida[e]	Retorno sobre activos[f]	Retorno sobre capital[g]	Coeficiente de capital[h]	Reservas[i]	Calificación de Moody's[j]
Principalmente extranjera[a]	26 730	132	45,3	3,6	0,9	11,8	16,7	107,8	68,5
Hong Kong (región administrativa especial de China)	26 189	151	47,2	3,9	0,8	13,5	15,4	n.d.	62,3
Singapur	27 270	112	43,3	3,2	0,9	10,1	17,9	107,8	74,7
Principalmente privada[a]	3 129	69	68,8	14,3	1,1	12,0	14,7	54,4	23,2
Malasia	4 965	97	n.d.	13,9	1,4	17,1	13,7	38,9	33,3
Filipinas	1 239	31	68,8	16,1	1,1	8,5	16,3	51,5	20,4
Tailandia	3 182	79	n.d.	12,8	0,7	10,5	14,0	72,8	15,8
Principalmente pública[a]	851	84	n.d.	18,2	0,9	22,1	16,8	143,2	6,5
China	1 024	148	n.d.	22,0	0,1	n.d.	11,2	n.d.	10,0
Indonesia	1 090	20	n.d.	17,9	1,6	22,1	22,3	143,2	3,0
Vietnam	438	n.d.	n.d.	15,0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Mixta	15 291	95	43,3	2,6	0,5	12,3	10,5	109,4	18,3
Corea	15 291	95	43,3	2,6	0,5[k]	12,3[k]	10,5	109,4	18,3

Fuente: Banco Mundial, *World Development Indicators* [en línea] <http://www.worldbank.org> para el ingreso per cápita y el crédito; Fondo Monetario Internacional (FMI) (informes por país) para la eficiencia y los datos de Vietnam; Fondo Monetario Internacional (FMI), *Global Financial Stability Report* (septiembre de 2004 y abril de 2005) para la cartera vencida, el retorno sobre activos, el retorno sobre capital, el coeficiente de capital, las reservas y las calificaciones de Moody's.

n.d. No hay datos.
[a] Promedios sin ponderar de los países que se muestran en el cuadro.
[b] PIB per cápita en dólares de 1995.
[c] Crédito al sector privado como porcentaje del PIB.
[d] Gastos operativos como porcentaje del margen operativo bruto.
[e] Cartera vencida como porcentaje de préstamos totales, sin incluir préstamos vendidos a empresas de gestión de activos.
[f] Beneficios como porcentaje de los activos.
[g] Beneficios como porcentaje del capital.
[h] Capital regulador bancario como porcentaje de activos ponderados por riesgo.
[i] Reservas como porcentaje de la cartera vencida.
[j] Índice de fortaleza financiera (0=más bajo, 100=más elevado).
[k] Promedio de 2002–2004.

Corea, el único ejemplo del sistema bancario mixto en Asia oriental, fue el país que más hizo para controlar la crisis financiera. La disminución de la cartera vencida a menos del 3% es el mejor indicador de sus buenos resultados, junto con su alta calificación en eficiencia. Una de las maneras en que se combatieron en Corea los efectos de la crisis fue la apertura de su sector bancario a la propiedad extranjera cuando se comenzaron a reprivatizar los bancos nacionalizados durante la crisis. En un comienzo, los propietarios extranjeros fueron fondos de inversión, pero más recientemente algunos importantes bancos internacionales han ingresado en el mercado. Al mismo tiempo, Corea mantiene varios bancos de desarrollo bien administrados a pesar de la intención declarada del gobierno de reprivatizar todos los bancos comerciales. Esta combinación condujo al actual sistema mixto que otros en la región están comenzando a imitar. La baja calificación de Moody's, cuando se la compara con otros indicadores favorables de desempeño, se debe al cambio excesivamente rápido de prestar a las empresas a prestar a los consumidores como otro resultado de la crisis. Como consecuencia de ello, los problemas significativos en la industria de las tarjetas de crédito desaceleraron el crecimiento económico a partir del año 2003 y causaron nuevas dificultades para el sector bancario.[24]

En general, los sistemas bancarios en los países de Asia oriental no solo compartieron las características dentro de cada grupo, sino que los grupos se comportaron como se había previsto con respecto a los tipos específicos de bancos. Los sistemas dominados por extranjeros son los más fuertes, los sistemas del sector público son los más débiles y los sistemas privados nacionales se ubican en medio de ambos. El nuevo sistema mixto de Corea también parece funcionar bien, acercándose a los buenos resultados de los países con propiedad extranjera respecto de varios indicadores.

En América Latina se ven algunas excepciones interesantes a este patrón (véase el cuadro 3.6). Comenzamos el análisis, como lo hicimos antes, por los países caracterizados por la dominación extranjera de sus sistemas bancarios: México y Panamá. Ambos son países de ingresos medios dentro de la región de América Latina, pero sus economías y sistemas bancarios difieren en aspectos importantes. El buen desempeño de Panamá es similar al de otros centros financieros, con un coeficiente elevado entre crédito y PIB, junto con una elevada eficiencia y rentabilidad. El desempeño de México ha sido mucho más débil. Después de la crisis de 1994–1995, cuando los bancos extranjeros compraron la gran mayoría de los activos bancarios, México no ha experimentado muchas de las ventajas que se espera que las instituciones extranjeras brinden. Los nuevos propietarios extranjeros han recapitalizado los

[24] Sobre estos problemas actuales en Corea, véase FMI (2003c, 2005b).

bancos, disminuido la cartera vencida e incrementado los beneficios. Sin embargo, han ganado dinero principalmente mediante comisiones cada vez mayores y la tenencia de bonos del gobierno libres de riesgo, más que financiando nuevas actividades que necesitan capital. México es un caso particularmente poco propicio para una estructura de propiedad extranjera. A diferencia de Panamá y de los dos centros financieros de Asia oriental, su sector productivo interno se basa en el país, por lo que la producción y el financiamiento están desajustados.[25] Si bien el mal desempeño en los últimos años podría representar una transición necesaria hacia un sistema bancario más fuerte, esto resta por verse.

En América Latina, a diferencia de Asia oriental, los países dominados por los bancos privados nacionales son los más pobres de la región. Se trata de países de Centroamérica y países de la región andina que no se han desarrollado en la misma medida que sus vecinos. En los últimos años, los conflictos políticos han exacerbado los problemas económicos, sobre todo en la región andina. Los conflictos políticos anteriores en Centroamérica han disminuido, aunque no se han superado enteramente. Como era de esperar, el bajo nivel de desarrollo e inestabilidad política de estos países han limitado su atractivo para los inversionistas extranjeros, incluso para los bancos. En El Salvador, Guatemala y Honduras solo el 13% de los activos son propiedad de bancos extranjeros, mientras que la cifra es menos del 30% en los países de la región andina. Sus instituciones financieras siguen siendo propiedad local, pero los bancos nacionales no han podido respaldar adecuadamente sus economías. Se caracterizan por tener los coeficientes más bajos entre crédito y PIB, las menores calificaciones de eficiencia, la mayor cantidad de cartera vencida, la rentabilidad más baja y las calificaciones de estabilidad más bajas de América Latina. Si bien los subgrupos de Centroamérica y de la región andina muestran importantes diferencias, ambos tienen un desempeño pobre.

[25] Uno de los resultados de la falta de coincidencia es la oposición política a la propiedad extranjera. En México, esa oposición se manifestó principalmente en ataques a los propietarios de los bancos por las supuestas actividades fraudulentas de sus predecesores al hacer préstamos fallidos que finalmente pagaron los contribuyentes. El hecho de que los bancos hubieran sido adquiridos por extranjeros indudablemente incrementó la oposición, lo que, quizás, hubiera ocurrido en cualquier caso.

Cuadro 3.6
AMÉRICA LATINA: DESEMPEÑO POR TIPO DE PROPIEDAD DE LOS SISTEMAS BANCARIOS, 2003

Categoría y país	Ingreso per cápita[b]	Coeficiente de crédito[c]	Eficiencia[d]	Cartera vencida[e]	Retorno sobre activos[f]	Retorno sobre capital[g]	Coeficiente de capital[h]	Reservas[i]	Calificación de Moody's[j]
Principalmente extranjera[a]	3 607	52	55,8	3,2	1,9	20,0	14,2	167,1	39,6
México	3 717	16	74,2	3,2	1,7	14,2	14,2	167,1	39,6
Panamá	3 496	87	37,4	n.d.	2,0	25,7	n.d.	n.d.	n.d.
Principalmente privada[a]	1 896	24	77,5	5,4	1,1	16,1	12,7	101,4	16,0
Colombia	2 321	20	79,7	6,8	2,4	17,0	12,4	98,3	24,2
Ecuador	1 812	20	88,5	7,9	1,9	12,7	12,2	127,3	8,3
El Salvador	1 790	41	73,1	2,8	1,0	9,8	n.d.	n.d.	n.d.
Guatemala	1 544	18	78,4	7,1	0,4	6,8	n.d.	n.d.	n.d.
Honduras	713	38	81,9	3,8	1,1	12,0	13,0	36,8	n.d.
Perú	2 438	22	81,1	5,8	1,1	10,8	13,3	141,1	23,3
Venezuela (Rep. Bolivariana de)	2 655	10	60,1	7,7	6,2	44,0	n.d.	103,7	8,3
Principalmente pública	4 093	31	69,2	1,7	2,1	19,5	16,5	145,9	n.d.
Costa Rica	4 093	31	69,2	1,7	2,1	19,5	16,5	145,9	n.d.
Mixta[a]	5 733	34	65,6	12,2	0,1	4,2	15,7	125,9	26,9
Argentina	7 071	11	n.d.	30,5	–2,5	–20,6	14,0	81,2	0,0
Brasil	4 577	29	65,7	4,4	1,6	16,4	18,9	165,6	24,3
Chile	5 552	62	65,4	1,6	1,3	16,7	14,1	130,9	56,5

Fuente: Banco Mundial, *World Development Indicators* [en línea] <http://www.worldbank.org> para el ingreso per cápita y el crédito; *Latin Finance* (agosto de 2004) para la eficiencia, la cartera vencida, el retorno sobre activos, el retorno sobre capital para El Salvador, Guatemala, Honduras, Panamá; Fondo Monetario Internacional (FMI), *Global Financial Stability Report* (septiembre de 2004) para la cartera vencida, el retorno sobre activos, el retorno sobre capital, el coeficiente de capital, las reservas y las calificaciones de Moody's.

n.d. No hay datos.
[a] Promedios sin ponderar de los países que se muestran en el cuadro.
[b] PIB per cápita en dólares de 1995.
[c] Crédito al sector privado como porcentaje del PIB.
[d] Gastos operativos como porcentaje del margen operativo bruto.
[e] Cartera vencida como porcentaje de préstamos totales, sin incluir préstamos vendidos a empresas de gestión de activos.
[f] Beneficios como porcentaje de los activos.
[g] Beneficios como porcentaje del capital.
[h] Capital regulador bancario como porcentaje de activos ponderados por riesgo.
[i] Reservas como porcentaje de cartera vencida.
[j] Índice de fortaleza financiera (0=más bajo, 100=más elevado).

Una de las sorpresas es el desempeño relativamente bueno de Costa Rica, a pesar de que los bancos públicos representan casi dos tercios de los activos totales. Los trabajos sobre el tema, así como los casos de Asia oriental, nos llevarían a esperar resultados mucho más débiles. En comparación con sus similares de América Latina, Costa Rica tiene un ingreso bastante elevado per cápita, y tradicionalmente ha sido una excepción rica y estable con respecto a sus vecinos de Centroamérica. De los 13 países de América Latina que figuran en el cuadro 3.6, Costa Rica se ubica en el segundo lugar con respecto a la cartera vencida y el coeficiente de capital, en el tercero en rentabilidad y en el quinto en eficiencia y crédito como porcentaje del PIB.[26] Los ciudadanos de Costa Rica han dejado en claro que no quieren privatizar importantes activos que son propiedad estatal y que incluyen al sistema bancario. Al mismo tiempo, los gobiernos de Costa Rica han reconocido que si han de mantener el control económico, deben suministrar un sistema estable y eficiente. Han sido relativamente eficaces, de acuerdo con los indicadores citados, aunque Costa Rica no ha escapado al problema habitual de América Latina de falta de profundidad financiera en el sistema bancario. No obstante, el país demuestra que es posible mantener un sistema bancario saludable ante la oposición democrática a la privatización.

Por último, los tres países en el grupo de propiedad mixta son los más ricos de la muestra de América Latina (aunque están muy por debajo de los casos de ingreso elevado de Asia). A diferencia de los tres grupos anteriores, este grupo muestra una amplia variación en su desempeño. Cada país tiene una presencia importante del sector bancario público, pero los resultados varían mucho. Argentina, que aún tiene una crisis financiera sin resolver, tiene dos de los bancos estatales con peor desempeño de América Latina. Los otros dos países de este grupo, Chile y Brasil, tienen algunos de los bancos más sólidos de la región, incluyendo sus instituciones del sector público. En general, ambos tienen sectores financieros relativamente profundos, muy buenas calificaciones de eficiencia, poca cartera vencida y elevadas calificaciones de estabilidad. Chile es marcadamente más fuerte que Brasil respecto de la cartera vencida y las calificaciones de estabilidad, mientras que Brasil tiene los coeficientes de capital y las reservas más elevados. Con respecto a la rentabilidad, ambos se ubican en los niveles medios por la considerable competencia en los dos mercados. El buen desempeño de los bancos del

[26] Esta información corresponde solamente a las operaciones de banca dentro del territorio nacional (*onshore*). Los bancos privados de Costa Rica también tienen operaciones extraterritoriales (*offshore*), que son supervisadas solo parcialmente por autoridades nacionales. Las operaciones extraterritoriales comenzaron cuando los bancos privados estaban muy restringidos en cuanto a las actividades que podían realizar; se está considerando eliminar este tipo de operaciones.

sector público (así como de los sistemas bancarios en general) es destacable. Ambos gobiernos han dado pasos decisivos para sanear sus sistemas bancarios, mejorar su gobierno corporativo y fortalecer la regulación con resultados positivos.

Propiedad, instituciones y desempeño

Nuestra segunda hipótesis, relativa al efecto del entorno institucional en el desempeño bancario, también es difícil de estudiar. A los problemas de la medición del desempeño bancario, como se planteó anteriormente, se agrega ahora el problema de la medición del efecto de las instituciones. Queremos un concepto amplio de instituciones que vaya más allá de la regulación y la supervisión de los bancos, que es el tema del próximo capítulo. Un proyecto del Banco Mundial acerca de la gobernabilidad ofrece una metodología útil y un conjunto de datos que desagregan la gobernabilidad en seis componentes. Cuatro de ellos son factores institucionales importantes que puede esperarse que afecten el comportamiento de los bancos: la eficacia gubernamental (calidad de la burocracia, credibilidad de los compromisos del gobierno hacia las políticas, calidad del suministro de servicios públicos); la calidad reguladora (equilibrio adecuado entre la orientación del mercado y el control del gobierno); el estado de derecho (eficacia y previsibilidad del poder judicial, posibilidad de ejecución de los contratos) y control de la corrupción (medida en la cual la sociedad no necesita pagar sobornos en el nivel microeconómico y se evita que una elite capture al Estado en el nivel macroeconómico). El proyecto combina 25 bases de datos creadas por 18 organizaciones para cuantificar los componentes de la gobernabilidad en 199 países que se incluyen en la base de datos.[27]

Empleando los datos del año 2002 acerca de la eficacia del gobierno, la calidad reguladora, el estado de derecho y el control de la corrupción como elementos para medir la calidad institucional, asignamos una calificación y una clasificación a 13 países de América Latina y 9 países de Asia oriental, como se muestra en el cuadro 3.7. Varios puntos son interesantes para nuestro análisis. El primero de ellos es que la calidad

[27] Kaufmann, Kraay y Mastruzzi (2004) explican la metodología del proyecto y los archivos de datos relacionados brindan datos para cada país y cada variable para 1996, 1998, 2000 y 2002. Han surgido críticas a estos datos, algunas de las cuales son tratadas por los mismos autores. Quienes están de acuerdo con el espíritu del ejercicio critican el uso de información sobre la base de las percepciones, más que de los factores subyacentes; el posible sesgo de estas percepciones, y las modificaciones a veces rápidas en las instituciones que se espera, por definición, que cambien lentamente. Otros plantean objeciones más profundas a la idea de medición del efecto en las instituciones, dados los problemas metodológicos de emplear casos hipotéticos (Przeworski, 2004a, 2004b).

institucional en América Latina, de acuerdo con esta medición, es muy inferior a la de Asia oriental. Las calificaciones promedio no ponderadas son -0,21 para América Latina en comparación con 0,36 para Asia oriental. Del mismo modo, solamente 4 de 13 países de América Latina reciben calificaciones positivas en comparación con 5 de 9 en Asia oriental. Con respecto a los componentes individuales, América Latina es la más fuerte en calidad reguladora y la más débil en cuanto al estado de derecho, mientras que Asia oriental recibe las mejores calificaciones en eficacia gubernamental y las peores en control de la corrupción.

Cuadro 3.7
AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL: ÍNDICE DE CALIDAD INSTITUCIONAL, 2002[a]

Región y país	Calificación	Clasificación	Región y país	Calificación	Clasificación
América Latina	–0,21	n.d.	Asia oriental	0,36	n.d.
Chile	1,39	3,0	Singapur	2,05	1,0
Costa Rica	0,67	5,0	Hong Kong (region administrativa especial de China)	1,44	2,0
México	0,06	8,0	Corea	0,73	4,0
Panamá	0,03	9,0	Malasia	0,62	6,0
Brasil	–0,08	10,0	Tailandia	0,19	7,0
Perú	–0,30	13,0	China	–0,22	11,0
El Salvador	–0,37	14,0	Filipinas	–0,25	12,0
Colombia	–0,41	15,0	Vietnam	–0,51	16,0
Guatemala	–0,56	17,0	Indonesia	–0,80	20,5
Honduras	–0,67	18,0			
Argentina	–0,71	19,0			
Ecuador	–0,80	20,5			
Venezuela (Rep. Bolivariana de)	–0,92	22,0			

Fuente: Banco Mundial [en línea] <http://www.worldbank.org/wbi/governance/govdata>.

n.d. No hay datos.

[a] El Banco Mundial define las características institucionales como eficacia gubernamental, estado de derecho, calidad reguladora y control de la corrupción; véase el texto para más información.

En segundo lugar, una comparación de los cuadros 3.5 y 3.7 revela que las calificaciones institucionales de los países de Asia oriental se correlacionan en gran medida con los niveles de ingreso, lo que a su vez se encuentra muy correlacionado con el tipo de sistema bancario y su desempeño. Estas relaciones no son tan estrechas en América Latina. En la medida en que exista una correlación estrecha, surge un problema ya que nos interesa la relación entre las instituciones y el desempeño, y el ingreso

puede determinar ambos aspectos. Como se ha mencionado, hay un debate acerca de la relación entre las instituciones y el ingreso. Los economistas del Banco Mundial sostienen que la relación causal se da de las instituciones al ingreso y no en la dirección opuesta.[28] Nuestra preocupación es diferente, aunque está relacionada: ¿las instituciones afectan el desempeño bancario más allá de cualquier efecto que el nivel de ingreso per cápita pueda tener? Sospechamos que todas las relaciones se dan en ambas direcciones, pero, por lo menos, las instituciones son mecanismos mediante los cuales el ingreso afecta el desempeño bancario.

En tercer lugar, las características institucionales en Asia oriental parecen reforzar la propiedad como explicación del desempeño (véanse los cuadros 3.5 y 3.7). Es decir que las instituciones más fuertes se encuentran en los sistemas bancarios dominados por extranjeros que tienen el mejor desempeño en la región. Las instituciones que les siguen en fortaleza se encuentran en los sistemas dominados por actores privados, cuyo desempeño ocupa el segundo lugar, y las instituciones más débiles se encuentran en los sistemas bancarios públicos. Pero ¿cuáles son los mecanismos involucrados? ¿de qué manera las instituciones afectan el desempeño? Sobre la base de las mediciones institucionales del estudio del Banco Mundial, podemos delinear tres canales de influencia. El primero es que el respeto por el estado de derecho brinda a las instituciones privadas, incluso a los bancos, la confianza para hacer inversiones de largo plazo, ya que tienen una certeza razonable de que su dinero está seguro. El segundo es que la alta calidad en cuanto a regulación, en la definición del Banco Mundial, significa que las reglas serán establecidas de tal manera que sean consistentes con los mecanismos del mercado, lo cual también conduce a la iniciativa empresarial. Por último, una burocracia gubernamental eficaz y honesta ofrece alguna garantía de que las leyes y las normas se pondrán en práctica de manera justa. Todos estos mecanismos hacen que sea probable que los bancos asuman los compromisos que se traducirán en un mejor desempeño.[29]

En cuarto lugar, las instituciones ayudan a explicar algunos resultados inesperados en la relación entre la propiedad y el desempeño en América Latina (véanse los cuadros 3.6 y 3.7). Como hemos visto, los bancos de México no se desempeñan tan bien como se predijo para ser un sistema bancario dominado por extranjeros. Su eficiencia es baja y el volumen de crédito como porcentaje del PIB también es bajo. De hecho, el coeficiente de crédito descendió durante la mayor parte de la última década. Las razones se analizan con más detalle en el capítulo 7; aquí

[28] Véase Kaufmann y Kraay (2002), así como las críticas que acompañan su artículo (Lora, 2002; Pritchett, 2002).

[29] Volviendo al tema de las percepciones acerca de las instituciones en los indicadores del Banco Mundial, precisamente las percepciones son importantes en la determinación de si los inversores arriesgarán su dinero.

solamente se señala que cabe esperar que la baja calidad de las instituciones mexicanas inhiba el desempeño. Los dos componentes institucionales en los que México tiene una baja calificación son el estado de derecho y la corrupción. Estos problemas disminuyen la disposición de los nuevos propietarios extranjeros de bancos a asumir el riesgo de otorgar préstamos, ya que no están seguros de que puedan recuperar su dinero. Haber y Musacchio razonan en el mismo sentido y exponen razones más específicas para que la falta de seguridad contractual dé forma al desempeño bancario en México.[30]

En Costa Rica la situación parece haber sido la opuesta. Mientras que la literatura indica que los bancos del sector público se caracterizan generalmente por un bajo rendimiento, Costa Rica tiene un registro relativamente bueno en la región de América Latina, con una elevada eficiencia, poca cartera vencida, buena rentabilidad y una marcada estabilidad. Una parte importante de la explicación de este resultado inesperado es el entorno en el cual operan los bancos de Costa Rica. Por una parte, al país se lo conoce por su estabilidad económica y política. Por otra parte, sus fuertes instituciones (la buena regulación, la poca corrupción y la adhesión al estado de derecho) han permitido al gobierno de Costa Rica cumplir el deseo de sus ciudadanos de mantener en el sector público los servicios que funcionan con eficacia.[31] A mediados de los años noventa, la Agencia de los Estados Unidos para el Desarrollo Internacional (USAID) financió un programa específicamente diseñado para fortalecer las instituciones financieras en Costa Rica. Los bancos privados han sido promovidos para aumentar la competencia a los bancos públicos; se cerró uno de los bancos públicos más grandes por no cumplir las reglamentaciones del gobierno, y el banco central ha sido conservador en su estilo de gestión. Esto no significa que el sector financiero de Costa Rica no tenga problemas. Aunque el gobierno está tomando medidas para mejorar la situación, los bancos públicos aún disfrutan algunas ventajas en comparación con sus similares del sector privado y el sector bancario extraterritorial está supervisado solo parcialmente. Sin embargo, en comparación con sus vecinos, los bancos de Costa Rica tienen una buena calificación.[32]

---

30 Haber y Musacchio (2005). El uso del estudio de un solo país durante el tiempo es una metodología alternativa para estudiar el efecto de las instituciones en la conducta de los bancos.

31 Recientemente se descubrieron varios casos de alto nivel de corrupción en Costa Rica, pero en términos relativos y absolutos el país sigue siendo una excepción a las características de corrupción de los países vecinos.

32 Entrevista personal con un ex funcionario gubernamental de Costa Rica. Véanse también dos publicaciones de quien fuera durante mucho tiempo gobernador del Banco Central (Lizano, 2003, 2005). Para un análisis crítico, pero de apoyo al sistema bancario de Costa Rica, véase FMI (2003b, 2004c).

Por último, los tres países de América Latina con sistemas bancarios mixtos (Chile, Brasil y Argentina) tienen diferentes registros de desempeño. Chile tiene, por lejos, el sistema financiero más fuerte de la región, Brasil se encuentra en un situación intermedia en el contexto de América Latina y Argentina tiene un sistema bancario muy débil que no ha sido capaz de escapar a la crisis que ha arrasado al país desde fines de la década de 1990. Las características institucionales de los tres países harían pensar precisamente en estos resultados.

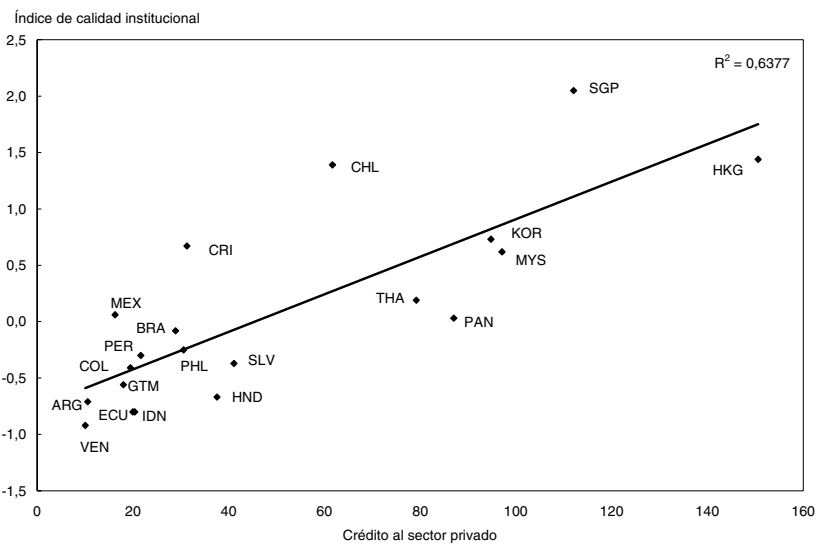
Las instituciones de Chile son las más fuertes de América Latina y se ven superadas solamente por las de Hong Kong (región administrativa especial de China) y Singapur en nuestra muestra. Chile es conocido por su adhesión al estado de derecho, la competencia de su banco central y Ministerio de Hacienda, y su desempeño macroeconómico estable desde que emergió de una crisis financiera a mediados de los años ochenta. Estas características han contribuido a que el único banco comercial estatal reciba altas calificaciones de las agencias calificadoras y las instituciones financieras internacionales. Brasil se ubica en el centro de la muestra de países de América Latina y Asia (en el décimo lugar de los 22 de nuestro índice de instituciones). Su único puntaje positivo corresponde a la calidad reguladora, pero también tiene economistas y banqueros muy capaces. El país privatizó muchos bancos públicos en los últimos años y se considera generalmente que los dos bancos públicos más grandes que quedan están administrados de manera muy profesional. Las instituciones bancarias de Argentina, por el contrario, compiten con las de Indonesia y República Bolivariana de Venezuela en el fondo de la escala. El desempeño económico del país ha sido particularmente volátil y la corrupción ha sido considerada durante mucho tiempo un problema. Sin embargo, otros indicadores han descendido marcadamente en los últimos años debido a la inestabilidad económica y política que incluye un importante incumplimiento en el pago de la deuda y el congelamiento de los depósitos bancarios. En este entorno, los dos principales bancos del sector público de Argentina han tenido un mal desempeño en lo referido a la cartera vencida, la eficiencia y los beneficios.

En suma, los países que tienen instituciones fuertes pueden tener bancos del sector público que funcionen bien, mientras que los que tienen instituciones débiles no solo tendrán dificultades claras con los bancos públicos, sino que no podrán beneficiarse de los bancos privados.[33] En los gráficos 3.1 a 3.3 se muestran las relaciones entre las instituciones y tres de las mediciones de desempeño que se muestran en los cuadros. Incluyen el

[33] América Latina brinda muchos ejemplos de esto último además de México. Los países dominados por los bancos privados nacionales tienen tanto los indicadores del desempeño más débiles como las instituciones más débiles.

crédito como porcentaje del PIB, la cartera vencida como porcentaje de los préstamos totales y las calificaciones de Moody's como indicadores de estabilidad. Todo confirma las relaciones esperadas: las mejores instituciones se relacionan con un mayor crédito, un menor volumen de cartera vencida y las mejores calificaciones de Moody's. La relación más estrecha se da entre las instituciones y las calificaciones de Moody's ($R^2 = 0{,}83$), seguidas por el crédito al sector privado ($R^2 = 0{,}64$).[34] La correlación más baja ($R^2 = 0{,}09$) es la de las instituciones y la cartera vencida, una variable que es notoriamente difícil de medir y que está sujeta a definiciones variadas en los diferentes países.

Gráfico 3.1
AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL: ÍNDICE DE CALIDAD INSTITUCIONAL VS. CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO[a]

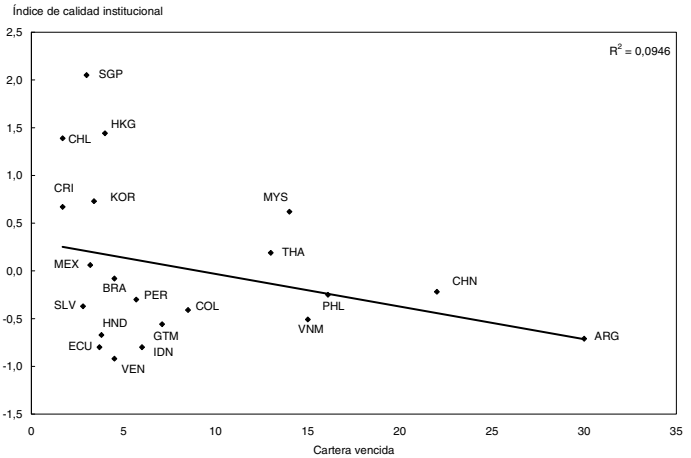


Fuente: Banco Mundial, *World Development Indicators* [en línea] <http://www.worldbank.org> para el crédito; cuadro 3.7 para el índice de calidad institucional.

[a] El índice de calidad institucional (para 2002) comprende la eficacia gubernamental, el estado de derecho, la calidad reguladora y el control de la corrupción. El crédito al sector privado (para 2003) es un porcentaje del PIB.

[34] Se ha eliminado a China de este gráfico porque el crédito a las empresas estatales (la mayoría del crédito total) se combina con el crédito al sector privado, lo que produce una estadística engañosa.

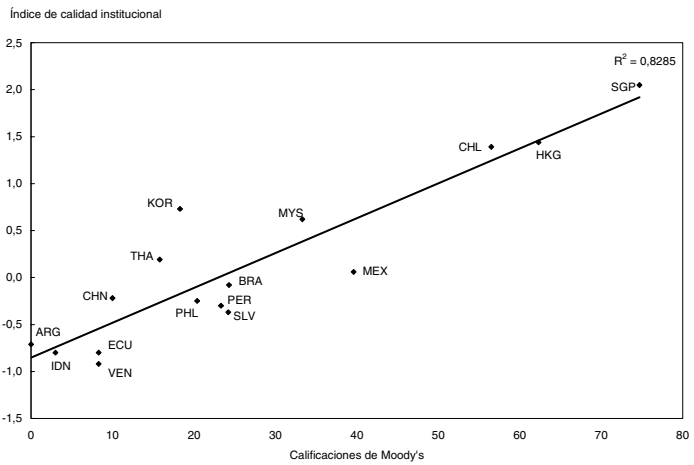
Gráfico 3.2
AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL: ÍNDICE DE CALIDAD INSTITUCIONAL VS. CARTERA VENCIDA[a]



Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), *Global Financial Stability Report* (septiembre 2004) y *Latin Finance* (agosto 2004) para la cartera vencida; cuadro 3.7 para el índice de calidad institucional.

[a] El índice de calidad institucional (para 2002) comprende la eficacia gubernamental, el estado de derecho, la calidad reguladora y el control de la corrupción. La cartera vencida corresponde al año 2003.

Gráfico 3.3
AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL: ÍNDICE DE CALIDAD INSTITUCIONAL VS. CALIFICACIONES DE MOODY'S[a]



Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), *Global Financial Stability Report* (septiembre 2004) para las calificaciones de Moody's; cuadro 3.7 para el índice de calidad institucional.

[a] El índice de calidad institucional (para 2002) comprende la eficacia gubernamental, el estado de derecho, la calidad reguladora y el control de la corrupción. Las calificaciones de Moody's corresponden al año 2003.

Como en los tres gráficos se muestran países de Asia oriental y de América Latina, se destacan algunas de las diferencias entre las dos regiones. Los países de Asia generalmente superan en desempeño a los de América Latina. La mayoría se ubican en los cuadrantes superiores, lo cual indica un puntaje positivo respecto de las instituciones: solamente China, Indonesia, Filipinas y Vietnam se ubican en la parte inferior del gráfico. Con respecto a América Latina, solo Chile y Costa Rica se encuentran claramente en los cuadrantes superiores; México, Panamá y Brasil se hallan cerca del centro; mientras que los demás se ubican en la parte inferior. Los países de Asia oriental tienden a ubicarse por encima de la línea tendencial, lo que indica que el desempeño es aún mejor de lo que el aspecto institucional haría pensar, mientras que los países de América Latina se ubican generalmente por debajo. Los países de América Latina con bancos del sector privado nacional se ubican todos en el cuadrante izquierdo inferior de los gráficos, lo que indica una combinación de instituciones de la peor calidad y el peor desempeño.

Conclusiones

Los datos presentados en este capítulo confirman la tendencia mundial con respecto a la propiedad de los bancos hacia un menor énfasis en la participación pública y un papel mayor de los propietarios extranjeros. Este proceso ocurrió tanto en América Latina como en Asia oriental. A pesar de estas tendencias comunes en ambas regiones, descubrimos que la propiedad sigue siendo heterogénea entre los países. A diferencia de la mayoría de la literatura, se presta especial atención a las características de la estructura de propiedad de los sistemas bancarios dentro de los países, más que a la de los bancos individuales comparados entre países. Sobre la base de las características de los sistemas bancarios, identificamos cuatro grupos de países en cada región: un primer grupo en el cual domina la propiedad extranjera, un segundo grupo en el que la forma más común es la propiedad privada local, un tercer grupo en el que los bancos públicos aún controlan la mayoría de los activos bancarios y un cuarto grupo en que la propiedad mixta prevalece.

Cuando intentamos hacer coincidir los datos acerca del desempeño y la estructura de la propiedad de los sistemas bancarios, vemos que las dos regiones se comportaron de diferente manera. El patrón en Asia oriental se ajusta a lo previsto en nuestra primera hipótesis, es decir, los sistemas dominados por extranjeros tienen un mejor desempeño y a ellos le sigue la propiedad privada local. Los países con una predominancia de bancos públicos tuvieron el peor desempeño. El desempeño del único país caracterizado por la propiedad mixta se ubicó entre los de los sistemas extranjeros y privados nacionales. En América Latina, por el contrario, la situación es menos definida. El sistema bancario con el mejor desempeño, el

de Chile, tiene propiedad mixta, seguido en primer lugar por el único sistema bancario dominado por el sector público en la región, el de Costa Rica, y luego por los dos sistemas bancarios dominados por extranjeros, los de México y Panamá. Los sistemas con peor desempeño tienden a ser los de los países en que predominan los bancos privados nacionales. El grupo mixto varía enormemente, incluyendo al país que tiene el mejor desempeño, uno que se ubica en un nivel medio y uno de los que tienen el peor desempeño.

Para explicar estas conclusiones hemos recurrido a la segunda hipótesis: la relación entre el desempeño y las características institucionales de los respectivos países. En Asia oriental, las instituciones reforzaron las conclusiones anteriores. Las mejores instituciones se hallaron en los países con los mejores sistemas bancarios y viceversa. En América Latina, las instituciones contribuyeron a explicar los resultados inesperados hallados. Costa Rica tiene instituciones fuertes, lo que ayuda a explicar que el sistema bancario dominado por el Estado funcione mucho mejor de lo que la literatura haría pensar. Lo mismo ocurre en los casos mixtos. En Chile se encuentran las instituciones más fuertes de la región, lo que ha hecho posible que su único banco público tuviera un buen desempeño. En Brasil hay una mayor presencia pública, lo que hace que la tarea de administración sea más difícil, y sus instituciones también son más débiles que las de Chile. El resultado es un desempeño medio. En Argentina hubo enormes deficiencias institucionales hacia el año 2002, lo cual agravó los problemas de desempeño que derivan de la crisis financiera en ese país. Por último, las instituciones también ayudan a explicar que los bancos dominados por extranjeros en México no hayan tenido un desempeño tan bueno como el esperado. En Asia oriental, los dos sistemas bancarios controlados por extranjeros tuvieron el mejor desempeño, pero las instituciones de México son mucho más débiles que las de Asia oriental y no son demasiado fuertes aun en el contexto de América Latina.

En resumen, agregar la dimensión institucional ayuda a explicar la relación entre la propiedad de los bancos y su desempeño. El análisis indica que los bancos públicos pueden tener un buen desempeño de acuerdo con los indicadores empleados comúnmente, pero solamente si el marco institucional del país es fuerte. Otros ejemplos, como los de Argentina, China, Indonesia y Vietnam, muestran las dificultades en la administración de los bancos públicos ante la existencia de instituciones débiles. Al mismo tiempo, los bancos extranjeros pueden tener un desempeño extremadamente bueno, como el que se observa en Asia oriental, pero no existen garantías de ello, sobre todo en un contexto de instituciones relativamente débiles, como el que se observa en México. El mensaje, entonces, es que el mundo real es más complejo de lo que la literatura puede hacernos pensar. Debemos analizar los casos individualmente para comprender la manera en que las características respecto de la propiedad afectan el desempeño y la manera en que los sistemas bancarios interactúan con sus entornos institucionales.

Capítulo 4

En busca de la estabilidad: regulación, supervisión y entorno macroeconómico

Las crisis financieras de 1994–1995 y 1997–1998 enviaron señales de alerta a América Latina y Asia oriental, respectivamente, mostrando la necesidad de fortalecer la regulación y la supervisión. Pero, ¿qué significa exactamente fortalecer la regulación y la supervisión? Hasta hace poco tiempo esta frase habría sido interpretada de una sola manera: la aplicación de regulaciones gubernamentales más estrictas a la adecuación del capital, la clasificación de préstamos problemáticos y las reservas para las pérdidas previstas en cada institución bancaria. También se habría asociado con el otorgamiento de más poder y autonomía a los supervisores para hacer cumplir las regulaciones. En los últimos años, sin embargo, ha surgido un nuevo enfoque que postula la superioridad del monitoreo privado de los sistemas bancarios respecto del enfoque público tradicional. Según esta nueva idea, reguladores y supervisores deben tratar de que los bancos divulguen tanta información como sea posible, de forma que los clientes puedan evaluar su calidad y decidir a cuáles acudir. Se sostiene que estos mecanismos del mercado obligan a los bancos a comportarse de manera prudente y a brindar los recursos necesarios a la sociedad. Existe un tercer enfoque que también se basa en la supervisión estatal, pero se diferencia de los otros por centrarse en el nivel macroeconómico. Se relaciona principalmente con las formas en que las prácticas procíclicas pueden socavar la estabilidad financiera del sistema en su conjunto.

En este capítulo, nuestro primer propósito es presentar estas tres perspectivas y plantear la interrogante de si son excluyentes o complementarias. El análisis desarrolla en forma más específica algunos temas que tratamos en el capítulo anterior, en el que hicimos referencia a una amplia gama de instituciones, desde la eficacia gubernamental hasta el respaldo al estado de derecho y el control de la corrupción. Ahora nos centraremos en un tipo especial de institución que es fundamental en todo estudio del sector financiero. El fortalecimiento de la regulación y la supervisión ha sido una respuesta habitual a las crisis que sufrieron los países en desarrollo luego de la liberalización financiera, pero en muchos casos también se registró un incremento del monitoreo privado. Se analizan aquí las distintas medidas que cada gobierno adoptó a este respecto.

También se amplía el debate a fin de considerar otros dos elementos que resultan esenciales para comprender el efecto que la regulación y la supervisión tienen en la estabilidad de los sistemas bancarios. El primero es el contexto macroeconómico. Un aspecto positivo es que la baja inflación, las tasas de crecimiento estables y las políticas para hacer frente a los flujos de capitales internacionales y la deuda externa pueden ofrecer respaldo a los sistemas bancarios. Un aspecto negativo es que los *shocks* macroeconómicos, las altas tasas de interés, las burbujas de activos, las devaluaciones y las reversiones en los flujos de capital pueden causar problemas aun a los sistemas más sólidos, especialmente en los países en desarrollo. El segundo elemento abarca las normas internacionales y las mejores prácticas, como las establecidas por el Banco de Pagos Internacionales y el Fondo Monetario Internacional. A su vez, estas normas tienen consecuencias positivas y negativas para el sector bancario. Sobre la base de estas interacciones, la regulación y la supervisión, como sea que se definan, ya no pueden considerarse de manera aislada.

Nuestro análisis muestra que el monitoreo privado se relaciona de manera positiva con el desempeño bancario, al mismo tiempo que la regulación y la supervisión provenientes del gobierno tienen una relación negativa y débil. También encontramos gran cantidad de pruebas del grave problema que representa la prociclicalidad; en particular, fue una causa importante de las crisis gemelas (bancaria y cambiaria) en las economías emergentes en las décadas de 1980 y 1990. Llegamos a la conclusión de que los tres enfoques en torno a la regulación y la supervisión se complementan y que el proceso de elaboración de políticas debería poner el énfasis en esa complementariedad. El monitoreo privado, especialmente en lo referido al aumento de la transparencia y la divulgación pública de la información bancaria, debería, sin duda, incorporarse a las regulaciones bancarias. No obstante, teniendo en cuenta las interconexiones entre los bancos y el hecho de que el comportamiento racional respecto de cada institución puede

socavar la estabilidad del sistema en su conjunto, no estamos de acuerdo con la idea de que el monitoreo privado pueda sustituir a la regulación y la supervisión provenientes del gobierno. Además, creemos que mediante la regulación y la supervisión debe buscarse la manera de atenuar las tendencias procíclicas en el comportamiento bancario. En este sentido, si es verdad que el nuevo acuerdo del Banco de Pagos Internacionales promueve el comportamiento procíclico, como dicen algunos expertos, este es un grave problema que hay que resolver a medida que avanza su puesta en práctica.

Como en los otros capítulos, analizamos estos temas en el marco de una comparación entre las economías emergentes de América Latina y Asia oriental. En la primera sección se hace referencia a la literatura mencionada y se plantean varias hipótesis que deberán considerarse. En la segunda sección se presentan datos sobre el estado actual de la regulación y la supervisión en América Latina y Asia oriental, incluso los cambios que se han generado como consecuencia de las crisis recientes. En la tercera sección se evalúan las hipótesis, utilizando datos cuantitativos sobre la regulación y la supervisión en los distintos países y estudios de caso sobre experiencias nacionales en ambas regiones. En la cuarta sección se presentan las conclusiones.

Regulación y supervisión: literatura e hipótesis

La regulación y la supervisión se han convertido en temas controvertidos, del mismo modo que la propiedad de los bancos ha provocado nuevos debates. De hecho, algunos analistas participan en ambos debates, repitiendo los mismos argumentos sobre el papel del sector público frente al privado. Más allá de esa preocupación, creemos que los entornos macroeconómico e internacional desempeñan un papel importante a la hora de determinar los efectos de la regulación y la supervisión, del mismo modo que creemos, como expresamos en el capítulo anterior, que la propiedad debe considerarse en un entorno institucional más amplio. La estabilidad macroeconómica —o su ausencia— es un elemento crucial que afecta a cada institución bancaria en particular y a los sistemas bancarios en general. Asimismo, mientras que las decisiones vinculadas a la regulación y la supervisión solían considerarse una competencia exclusiva de cada país, hoy se acepta que las organizaciones internacionales serán las encargadas de uniformar los enfoques de los distintos países, proponiendo y tratando de hacer cumplir las normas y las mejores prácticas.

Enfoques para la regulación y la supervisión

Actualmente, en la agenda internacional existen tres enfoques para la regulación y la supervisión. El primero, que denominamos enfoque tradicional, domina la práctica en la mayoría de los países.[1] Los otros dos representan críticas intelectuales de analistas muy vinculados a importantes organizaciones internacionales y, por tanto, forman parte del debate sobre las políticas. El enfoque tradicional es un enfoque microprudencial centrado en los bancos individuales y en sus indicadores de desempeño, en especial los relacionados con la estabilidad.[2] Se evalúan los bancos con respecto a un grupo paritario de otras instituciones. El principal objetivo es asegurar la solidez de los bancos, suponiendo que si cada institución cumple con los requisitos, el sistema será seguro. Este enfoque se apoya en la regulación gubernamental del comportamiento bancario y en la labor de los supervisores del gobierno para hacer cumplir las regulaciones. La mayor parte de los gobiernos y agencias calificadoras lo consideran adecuado y las instituciones financieras internacionales también aceptan en gran medida este enfoque, aunque van más allá de él.

Un tipo de crítica a la regulación y la supervisión tradicional del gobierno también se basa en un modelo microprudencial en la medida en que la unidad de análisis es la suma de cada uno de los bancos en un país dado, sin tomar en cuenta las relaciones entre ellos ni el efecto de los *shocks* macroeconómicos en el sistema en su conjunto. La metodología se centra en regresiones utilizando variables de una gran cantidad de países desarrollados y en desarrollo. Este estilo de análisis es posible gracias a una base de datos patrocinada por el Banco Mundial, que contiene información detallada sobre las características de la regulación y la supervisión en más de 150 países, sobre la base de encuestas realizadas a supervisores bancarios en 1999 y 2003. Barth, Caprio y Levine —los creadores de la base de datos— la utilizan para analizar el efecto de los distintos tipos de regulación y supervisión en el desempeño, incluyendo el desarrollo bancario (crédito al sector privado como porcentaje del PIB), la estabilidad (ausencia de una crisis sistémica en los últimos años), la

---

[1] Si bien este enfoque se denomina tradicional, solo se ha utilizado en países en desarrollo durante un período relativamente corto. Hasta que se produjo la liberalización financiera, la regulación se componía en gran medida de órdenes de los ministerios de finanzas o de los bancos centrales con respecto a tasas de interés, asignación de crédito y demás. Los conceptos de regulación y supervisión prudencial son nuevos para la mayoría de los países de América Latina y Asia oriental, aunque están bien arraigados en el mundo industrializado. Puede encontrarse información sobre estos conceptos en cualquier libro sobre dinero y banca; véase, por ejemplo, Mishkin (2001, cap. 11).

[2] Para una definición de enfoque microprudencial versus macroprudencial, véase Borio (2003, especialmente las pp. 2-4).

eficiencia (costos administrativos como porcentaje de los activos) y la integridad (control de la corrupción).[3]

Los resultados de su análisis son controvertidos. Contrariamente a lo aceptado por la mayoría de los gobiernos y las principales instituciones financieras internacionales, ellos creen que un mayor poder de supervisión y la existencia de regulaciones que restrinjan las actividades bancarias se relacionan negativamente con la eficiencia y el desarrollo bancario, y positivamente con la fragilidad financiera y la corrupción. De modo simétrico, ven una relación positiva entre el desarrollo bancario y el monitoreo del sector privado, definida por un índice que incluye el uso de auditores externos, evaluaciones a cargo de agencias calificadoras, divulgación de información contable, responsabilidad de los directores y la ausencia de esquemas de seguros de depósitos explícitos. Los resultados con respecto a los requisitos de capital son ambiguos, pero los autores interpretan que no son positivos. Si bien por lo general se niegan a hacer recomendaciones sobre políticas específicas sobre la base de sus hallazgos, los autores critican dos de los tres pilares del nuevo Acuerdo de Basilea elaborado por el Banco de Pagos Internacionales: el uso de requisitos de capital y la dependencia de mecanismos de supervisión oficiales como medio para hacer cumplir las normas. Aunque elogian el tercer pilar, es decir, el uso de la disciplina de mercado, se refieren a él como el elemento poco desarrollado del acuerdo.

El análisis se vuelve aún más controvertido cuando Barth, Caprio y Levine ubican sus hallazgos en un contexto político y económico general, argumentando en contra de las diversas intervenciones gubernamentales que incluyen la propiedad bancaria, lo que vincula los argumentos sobre la regulación y la supervisión con los detallados en el capítulo anterior. Se basan en la premisa de que los políticos usarán a los supervisores bancarios para promover sus proyectos predilectos, los bancos podrán captar a los reguladores, y las instituciones políticas y jurídicas no lograrán contener estas fuerzas. Argumentan que el papel que corresponde al gobierno es el de crear instituciones que exijan la divulgación y que hagan responsables a los funcionarios bancarios, en lugar de dar más poder a los supervisores y aumentar las restricciones en las actividades bancarias.

[3] El de Barth, Caprio y Levine (2001a) es un trabajo anterior, basado en el estudio de 1999; Barth, Caprio y Levine (2005) se basan en ambos conjuntos de datos. Para consultar otros trabajos dentro de esta misma línea, véanse Shleifer y Vishny (1998) sobre el tema general del papel del gobierno en el financiamiento; Blum (1999) sobre requisitos de capital; Claessens y Klingebiel (2001) sobre el alcance de las actividades bancarias; Demirgüç-Kunt y Detragiache (2002) sobre el seguro de depósito.

Una crítica muy diferente pasa de un modelo microprudencial a uno macroprudencial, centrándose en el carácter procíclico del sistema financiero.[4] El problema incluye el tema de la información asimétrica, pero va más allá de él. Se relaciona con, al menos, dos procesos. En primer lugar, el aumento de la confianza entre los inversionistas individuales tiende a generar un alza esperada y cumplida en el precio de los activos. A medida que aumenta el optimismo de los inversionistas, estos tratan de expandir sus tenencias de activos a un ritmo mucho más rápido que la expansión de la oferta. El rápido aumento en los precios de los activos tiende a corroborar las expectativas del pasado, provocando más optimismo. Por lo tanto, la evaluación del riesgo individual cambia con el grado de entusiasmo colectivo. En segundo lugar, los bancos también se comportan de manera procíclica, aunque los mecanismos son ligeramente diferentes. Las olas de optimismo en el sector bancario provocan un aumento en los préstamos que afecta el nivel de demanda global y, por lo tanto, los ingresos y los flujos de efectivo de los consumidores y el sector productivo. En tiempos de expansión, los precios de los activos financieros y reales aumentan, tal como sucede con el valor de las garantías. Por medio de estos procesos esperados y cumplidos, los bancos tienden a aumentar su apalancamiento y, como consecuencia, su vulnerabilidad a los cambios en las variables que afectan sus riesgos: actividad económica y nivel de empleo (riesgo de crédito), tasas de interés sobre préstamos (riesgo de liquidez) y precios de activos (riesgo de mercado). El argumento es que los actores individuales no tomarán en cuenta el efecto de sus acciones en el resto del sistema, creando un problema de acción colectiva que exige que el gobierno actúe para ofrecer un bien público en forma de estabilidad financiera.[5]

Decir que se necesita la acción del gobierno para hacer frente a los problemas de prociclicalidad no significa que la regulación y la supervisión estén funcionando adecuadamente. De hecho, los defensores de este enfoque señalan importantes deficiencias en las versiones actuales de la regulación y la supervisión. Quizás la más grave se refiera a la mala interpretación del momento en que se genera el riesgo. Si bien los riesgos se generan durante una etapa de rápido crecimiento, como resultado de los procesos ya mencionados, generalmente se considera que aumentan a medida que la economía se enlentece y llegan a su punto más alto durante una recesión. El hecho de que se materialicen solo cuando el crecimiento

[4] Los representantes del Banco de Pagos Internacionales se destacan especialmente por exponer estos argumentos. Véanse, por ejemplo, BPI (2000); Crockett (2000, 2001); Borio, Furfine y Lowe (2001); Turner (2002); Borio (2003). En Goodhart (2004) hay un llamado a modelizar estos procesos. Sobre la región de América Latina en especial, véanse Hausmann y Gavin (1996); Ocampo (2003).

[5] Acerca de la estabilidad financiera internacional como bien público, véase Underhill (2001).

se enlentece no significa que los riesgos sean mayores, pero los banqueros, los supervisores y las agencias calificadoras actúan como si fuera así. Esto hace que aumenten las reservas y se reduzca el volumen de préstamos a medida que aumenta la aversión al riesgo. Con un menor acceso al crédito, los prestatarios no pueden cumplir con sus pagos y a las economías se les hace cada vez más difícil salir de la recesión.

Los economistas y reguladores que adhieren a esta visión del sector financiero han sugerido diversas propuestas de políticas. Sostienen que la extensión del horizonte temporal con el cual se mide y gestiona el riesgo es una condición previa necesaria para lograr cualquier mejora. Una de las propuestas postula una mayor discrecionalidad en el uso de instrumentos de supervisión. Por ejemplo, en un período de auge se podría requerir que los bancos cuenten con mayores reservas si se piensa que el riesgo se está evaluando de manera inadecuada. Del mismo modo, se podrían aumentar los requisitos de capital si las afluencias de capital se consideran muy riesgosas. Una idea relacionada supone el empleo de una norma para producir el mismo tipo de efecto contracíclico sin tener que depender de la discrecionalidad de los supervisores.[6] Otra propuesta utiliza la política monetaria para enfrentar los desequilibrios del sistema financiero. Esta idea se ha analizado recientemente al evaluar si los bancos centrales deben apuntar a los aumentos en el precio de los activos así como a la inflación en bienes y servicios. Una propuesta de alcance mucho menor consiste en que las autoridades monetarias den más importancia a los problemas del riesgo, tratando de cambiar las perspectivas sobre el tema, de tal manera que se incluya la necesidad de evitar la prociclicalidad.[7]

Regulación, supervisión y macroeconomía

No resulta sorprendente que los dos enfoques microprudenciales no consideren que el entorno macroeconómico es especialmente importante para sus inquietudes. Rara vez se lo menciona en los debates sobre el denominado enfoque tradicional. Asimismo, los economistas que argumentan a favor de un sistema regulador y supervisor proveniente del sector privado se limitan a utilizar la inflación o el crecimiento como variables de control en algunas de sus ecuaciones. Aunque la íntima relación entre el sector financiero y la macroeconomía es axiomática para el enfoque de prociclicalidad, hay una tendencia a enfatizar el vínculo en el

[6] La supervisión contracíclica fue utilizada por el Banco de España; véase un análisis en Fernández de Lis, Martínez y Saurina (2001); Ocampo (2003).

[7] Los economistas que defienden este enfoque también han criticado al nuevo Acuerdo de Basilea; en su caso, no obstante, esto se debe a que el acuerdo puede aumentar la prociclicalidad, como se detalla más adelante.

cual el financiamiento es la variable independiente.[8] Queremos subrayar que el efecto de la macroeconomía en el financiamiento y en el proceso regulador y supervisor es igualmente importante.

Algo que preocupa mucho a los economistas del Banco de Pagos Internacionales y a otros estudiosos de la prociclicalidad, además de la posibilidad de que pueda generar crisis financieras, es el efecto que puede tener en la economía real. Así, el enfoque macroprudencial incorpora la relación del financiamiento a las variables macroeconómicas, en tanto su objetivo es evitar grandes pérdidas del producto. De hecho, la devastadora naturaleza de las crisis en las economías emergentes en la década de 1990 fue un factor importante para generar la extensa literatura sobre estos temas, como ya se ha visto en el capítulo 2. En él se han presentado datos acerca de la pérdida del producto más allá de los costos fiscales de las crisis. El efecto negativo en los precios de los activos y en las tasas de interés también es importante a la hora de considerar los mecanismos detrás de las pérdidas del producto.

La relación inversa, de la macroeconomía al financiamiento, cobra importancia para explicar el origen de los problemas financieros. Por ejemplo, un repentino incremento en las tasas de interés puede provocar un aumento de morosidad si los préstamos se hicieron con tasas flotantes; por su parte, los bancos recibirán una presión directa si su costo de fondos aumenta ante los activos de tasa fija. Un descenso abrupto en los precios de los activos representaría una amenaza para los bancos en la medida en que sean tenedores de grandes cantidades de reservas de acciones o bienes raíces. Una devaluación puede causar un caos financiero si los desajustes del tipo de cambio son importantes en las carteras bancarias. Y una reversión en las afluencias de capital probablemente desate un descenso en las tasas de crecimiento que conducirá a un incremento de la cartera vencida. El hecho de que estos *shocks* se observen a nivel macroeconómico significa que afectarán a todos los bancos, aunque el efecto variará dependiendo de las características de cada institución, en particular, de sus niveles de capital y liquidez y de la solidez de sus activos. Si los *shocks* son lo suficientemente fuertes, pueden socavar los sistemas de regulación y supervisión, además de causar problemas a los bancos. La experiencia vivida recientemente en Argentina, que se analizará más adelante, es un ejemplo de los perjuicios que pueden producirse. Por lo tanto, debe considerarse el contexto macroeconómico a

[8] Véase, por ejemplo, Borio, Furfine y Lowe (2001). No queremos decir que no se hayan tomado en cuenta las causas macroeconómicas de las crisis; simplemente queremos subrayar su importancia y analizar algunos de los mecanismos.

fin de comprender los orígenes, el desarrollo y el impacto de la inestabilidad financiera.[9]

Presiones internacionales sobre la regulación bancaria

En parte debido a los factores sistémicos mencionados en las secciones anteriores, la regulación bancaria ya no se deja exclusivamente en manos de las autoridades nacionales. Si bien muchos de los cambios en la regulación y la supervisión de las economías emergentes ocurrieron como respuesta a los acontecimientos en determinados países o regiones, como el efecto de la crisis mexicana de 1994–1995 o de la crisis de Asia oriental de 1997–1998, los acontecimientos ocurridos a nivel internacional también han tenido su peso. El Banco de Pagos Internacionales y el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea tuvieron una gran influencia al poner estos temas en la agenda y homogeneizar las normas para los países desarrollados y en desarrollo. Luego de la crisis de Asia se les sumó el Foro de Estabilidad Financiera en el que se reúnen ministros de finanzas, reguladores y autoridades de bancos centrales para coordinar acciones entre los países industrializados con respecto a los temas financieros. Este proceso también afecta a los países en desarrollo, a pesar de que no tienen voz para expresar sus inquietudes.[10]

En la actualidad, las normas internacionales cambian en forma continua y los cambios acordados recientemente plantean nuevos desafíos a las instituciones de los países en desarrollo. El Acuerdo de Basilea sobre Adecuación de Capital (Basilea I), presentado en 1988, fue un hito en materia de regulación bancaria. El mínimo del 8% de capital requerido para los bancos que funcionan a nivel internacional, adoptado por más de 100 países, mejoró claramente la estabilidad financiera. No obstante, los críticos manifestaron que el enfoque era demasiado rígido y simplista y que no correspondía a los verdaderos niveles de riesgo. Los países en desarrollo se vieron especialmente perturbados por el hecho de que las normas ofrecen más incentivos para préstamos a corto plazo que para préstamos a largo plazo.

---

[9] Para obtener detalles sobre regulación y supervisión en el contexto de la macroeconomía, véanse Hausmann y Gavin (1996); Lindgren, García y Saal (1996); FMI (1998a); Banco Mundial (1999); Ocampo (2003); Studart (2003).

[10] El Banco de Pagos Internacionales, que incluye a las economías emergentes, amplió su nómina de miembros a 55 a mediados de la década de 1990. La composición del Comité de Basilea y el Foro de Estabilidad Financiera, sin embargo, está limitada a los principales países industrializados, más Hong Kong (región administrativa especial de China) y Singapur en el caso del segundo. Así, a los países en desarrollo les resulta difícil dar a conocer sus puntos de vista sobre los temas que les preocupan.

Con el Acuerdo de Basilea II se pretendía solucionar los problemas identificados mediante la introducción de alternativas más complejas para determinar el riesgo, incluso el uso de modelos creados por los propios bancos. Algunos expertos que estudian el posible efecto sobre los países en desarrollo temen que el nuevo enfoque repercuta negativamente sobre esas economías de dos maneras. En primer lugar, en las nuevas categorías de riesgo puede sobrevalorarse el riesgo de prestar a países en desarrollo, provocando una importante reducción en el volumen de préstamos o un considerable aumento de su costo. En segundo lugar, los nuevos mecanismos para ajustar los requisitos de capital pueden formalizar tendencias procíclicas que ya caracterizan a la regulación y la supervisión, aumentando así la frecuencia de las crisis que tienen un efecto especialmente negativo en el mundo en desarrollo.[11] Otros problemas desde la perspectiva de los países en desarrollo incluyen las dificultades previstas a la hora de evaluar y monitorear los nuevos modelos hechos por los bancos y el temor de que se les impongan los criterios de los reguladores y los bancos de los países desarrollados.[12]

Además de negociar acuerdos internacionales, el Banco de Pagos Internacionales, junto con el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, trata de influir en aspectos más específicos del sector financiero de las economías en desarrollo y de otras economías. El instrumento más importante respecto de la banca lo constituyen los principios básicos para una supervisión bancaria eficaz, que especifican los poderes recomendados de los supervisores, sus tareas y su acceso a la información.[13] Debido a que el Banco de Pagos Internacionales no tiene la capacidad de evaluar la puesta en práctica de las normas, debe colaborar con otros organismos. Sus socios clave son el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial que en 1999 comenzaron a dirigir conjuntamente Programas de Evaluación del Sector Financiero (FSAP por sus siglas en inglés) en sus países miembros. Estos programas están orientados a evaluar los riesgos y las vulnerabilidades del sector financiero, centrándose en posibles *shocks* macroeconómicos. Una técnica importante es la prueba de tensión (*stress testing*), mediante la cual se simulan *shocks* para determinar su efecto en cada uno de los bancos y en los sistemas financieros nacionales en general.

---

[11] Para acceder a críticas en esta línea y propuestas de políticas, véanse Reisen (2000); Griffith-Jones (2003); Griffith-Jones y Persaud (2005). Powell (2005) hace una crítica diferente, pero relacionada, centrada en los problemas del sector privado y de las pymes en particular. Gottschalk y Sodré (2005) también expresan inquietud sobre las consecuencias de los préstamos a las pymes, sobre la base de un estudio realizado en Brasil.

[12] Entrevistas personales con autoridades bancarias y supervisoras en varios países de América Latina.

[13] Los principios básicos pueden encontrarse en Banco de Pagos Internacionales [en línea] <http://www.bis.org>.

Si bien las evaluaciones son supuestamente voluntarias, los gobiernos se ven bastante presionados para participar. A mediados de 2005 ya habían participado unos 120, pero la participación regional variaba sustancialmente: había participado las tres cuartas partes de los países de América del Norte (sin incluir Estados Unidos), Centroamérica y América del Sur, pero solo lo había hecho alrededor de un tercio de los países de Asia oriental (FMI y Banco Mundial, 2005, pp. 8–11). Esta diferencia se refleja en las prácticas reguladoras y supervisoras en ambas regiones. A pesar del aumento en las acciones destinadas a dejar atrás el enfoque común a todos, los Programas de Evaluación y los Acuerdos de Basilea son mecanismos mediante los cuales los países han perdido autonomía a la hora de establecer políticas sobre regulación y supervisión.[14]

Hipótesis sobre regulación y supervisión

Sobre la base de este breve análisis de la literatura sobre la regulación y la supervisión se plantean varias hipótesis. Una primera hipótesis se vincula con el debate acerca de las ventajas relativas de la supervisión pública sobre la privada. Utilizando las nuevas pruebas empíricas disponibles en la actualidad, sometemos a prueba la hipótesis de que el monitoreo privado tiene un efecto más positivo en el desempeño bancario en América Latina y Asia oriental que la regulación y la supervisión tradicionales. Una segunda hipótesis se centra en el otro debate, que se vincula con los modelos macroprudenciales y microprudenciales y su relación con la estabilidad del sistema. Buscamos pruebas de la prociclicalidad que es fundamental para el enfoque macroprudencial y la manera en que podría relacionarse con las tendencias en materia de regulación y supervisión en ambas regiones. Además, preguntamos si hay datos que muestren que los *shocks* macroeconómicos han desempeñado un papel importante en el deterioro de los sistemas de regulación y supervisión en América Latina o Asia oriental. En tercer lugar, la mayor influencia internacional en las técnicas de regulación y supervisión supone que deberían volverse más similares con el tiempo. Evaluamos las pruebas disponibles para ver si respaldan esta hipótesis.

[14] El análisis más reciente del programa se describe en FMI (2005a) y FMI/Banco Mundial (2005). La mayor parte de las evaluaciones de países aparecen en Fondo Monetario Internacional [en línea] <http://www.imf.org>, aunque los gobiernos deben estar de acuerdo en darlas a conocer al público en general.

Regulación y supervisión: situación actual

Utilizando una base de datos patrocinada por el Banco Mundial, se hace un esbozo de la situación actual con respecto a la regulación y la supervisión del sector bancario en varios países de América Latina y Asia oriental en 1999 y 2003.[15] Esto hace posible comparar en ambas regiones la regulación y dos tipos de supervisión: el enfoque tradicional basado en el gobierno y el monitoreo del sector privado. Nos concentramos en los datos de 1999, pero brindamos algunas indicaciones de cambios importantes ocurridos hacia el 2003. Los cambios pueden ser útiles para ver el efecto de las crisis sobre la regulación y la supervisión.

En el cuadro 4.1 se muestran una serie de indicadores sobre regulación bancaria en seis países de América Latina y siete de Asia oriental. El indicador más conocido es el coeficiente mínimo entre capital y activos, actualmente fijado en un 8% por el Banco de Pagos Internacionales en el Acuerdo de Basilea I. Parece ser que la mayoría de los gobiernos considera inadecuado este mínimo del 8%. Menos de la mitad de los 13 países fijaron sus propios mínimos en el nivel oficial del 8%, mientras que los restantes tienen coeficientes mayores; Argentina, Brasil y Singapur encabezan la lista con coeficientes que van de un 11% a un 12%. Los coeficientes efectivos ajustados a riesgos son aún mayores. Salvo en dos casos, todos los países mantienen coeficientes por encima del 12% y varios duplican ampliamente el mínimo del 8%. Estos coeficientes están de acuerdo con las recomendaciones de las organizaciones regionales de América Latina que sugieren que los países en desarrollo deberían fijar coeficientes por encima de la norma internacional, teniendo en cuenta la mayor volatilidad de sus economías en comparación con los países desarrollados y el costo extremadamente alto de las crisis bancarias.[16]

En el cuadro 4.1 también se presentan otros índices. En el índice de exigencia de capital se incluye la adhesión a las pautas del Banco de Pagos Internacionales, así como varias medidas del grado de limitación del apalacamiento.[17] En el índice de ingreso bancario se mide la dificultad para establecer nuevos bancos en un determinado país; específicamente, refleja los tipos de activos que cuentan para el coeficiente entre capital y activos. En el índice de actividades bancarias se observa si los bancos pueden participar en otras actividades no vinculadas a la banca, como valores, seguros y bienes raíces.

---

[15] Véase Barth, Caprio y Levine (2001b) para obtener una descripción de la base de datos mencionada anteriormente en este capítulo.

[16] Véanse, por ejemplo, Hausmann y Gavin (1996); CEPAL (2002).

[17] Para obtener deficiones precisas, véase Barth, Caprio y Levine (2001b).

Cuadro 4.1
AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL: REGULACIÓN BANCARIA, 1999

Región y país	Coeficiente mínimo capital-activo (%)	Coeficiente efectivo riesgo-capital ajustado (%)	Índice de exigencia de capital (0-6)[a]	Índice de ingreso bancario (0-3)[a]	Índice general de actividades bancarias (0-4)[a]	Índice general de regulación[b]
América Latina						
Argentina	11,5	16,4	6,0	2,0	1,8	37,7
Brasil	11,0	15,8	3,0	3,0	2,5	35,3
Chile	8,0	12,3	3,0	2,0	2,8	28,1
México	8,0	13,0	5,0	2,0	3,0	31,0
Perú	9,1	12,7	5,0	1,0	2,0	29,8
Venezuela (Rep. Bolivariana de)	10,0	14,0	2,0	1,0	2,5	29,5
Promedio	9,6	14,0	4,0	1,8	2,4	31,9
Asia oriental						
Corea	8,0	9,3	5,0	1,0	2,3	25,5
Indonesia	8,0	12,5	2,0	3,0	3,5	29,0
Filipinas	10,0	18,0	2,0	1,0	1,8	32,7
Malasia	8,0	12,8	1,0	2,0	2,5	26,3
Singapur	12,0	20,0	5,0	2,0	2,0	41,0
Tailandia	8,5	12,2	3,0	2,0	2,3	27,9
Provincia china de Taiwán	8,0	10,4	3,0	1,0	3,0	25,4
Promedio	8,9	13,6	3,0	1,7	2,5	29,7

Fuente: Banco Mundial [en línea] <http://www.econ.worldbank.org/external/default/main?theSitePK=478060&contentMDK=20345037&menuPK= 546154&pagePK=64168182&piPK=64168060>.

[a] Posible variación del índice entre paréntesis.
[b] Suma de componentes individuales.

En los datos incluidos en el cuadro 4.1 se muestra claramente que la regulación tiene varias dimensiones y que algunos países son más estrictos que otros con respecto a algunas de ellas. No obstante, pueden observarse patrones entre países. Para medir estas tendencias, presentamos un índice resumido (el índice general de regulación), que es la suma de los cinco componentes. En la última columna del cuadro se muestra el resultado de estos cálculos. En los índices se aprecia que el sistema regulador de América Latina es un poco más estricto que el de Asia oriental. Los puntajes de América Latina son más altos que los de Asia oriental en todos los rubros excepto en las actividades bancarias. Sin embargo, entre los distintos países, Singapur tiene la regulación más estricta, seguido por Argentina y Brasil. En el nivel más bajo se encuentra Chile, junto con tres países de Asia oriental: Corea, Malasia y provincia china de Taiwán. Con excepción de

Singapur, entonces, las economías más fuertes tienen menores niveles de regulación, mientras que las economías más problemáticas tienen niveles más altos.

En el cuadro 4.2 se utiliza la misma fuente de datos para analizar las tendencias en materia de supervisión bancaria proveniente del gobierno. Si bien por lo general se presta más atención al tema de la regulación, las mejores regulaciones tienen poca relevancia si no se hacen cumplir. El principal índice con respecto a la supervisión es el índice de poder de supervisión. Este índice es la sumatoria de 16 medidas de poder de los supervisores para hacer frente a las situaciones anormales que puedan surgir; cuanto mayor es el poder, más alto es el índice. Brasil tiene la clasificación más alta en el índice de poder de supervisión, seguido por Indonesia y Singapur. Los puntajes más bajos son los de Corea, México y provincia china de Taiwán. Se incluye, además, un índice de corrección inmediata que mide si los supervisores deben intervenir cuando los indicadores de problemas de un banco llegan a determinado nivel. El poder de declarar insolvente a un banco y el poder de reestructurar los bancos son subcomponentes del índice de poder de supervisión. Por último, mediante el índice de indulgencia se indica hasta qué punto los supervisores pueden decidir por sí mismos hacer cumplir las normas; se dice que una mayor libertad de decisión da mayor poder a los supervisores.

Como en el caso de la regulación, calculamos un índice general de supervisión que es la suma de las partes que lo componen (véase la última columna del cuadro 4.2). América Latina vuelve a mostrar un puntaje general levemente superior al de Asia oriental. Brasil tiene el puntaje más alto de los 13 países, seguido por Indonesia. Otros países con una estricta capacidad de supervisión son Filipinas, Perú y República Bolivariana de Venezuela, mientras que Malasia, Tailandia y provincia china de Taiwán se sitúan en el nivel más bajo. Existen marcadas diferencias entre las clasificaciones de regulación y supervisión. Únicamente Brasil se ubica en el grupo más alto de países en ambos índices. Nuevamente, se aprecia una tendencia a que las economías más fuertes sean más indulgentes, pero Argentina y México son, sin duda, excepciones a esta regla.

Cuadro 4.2
AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL: SUPERVISIÓN BANCARIA, 1999

Región y país	Índice de poder de supervisión (0-16)[a]	Índice de corrección inmediata (0-6)[a]	Índice de poder de reestructuración (0-3)[a]	Índice de poder de declaración de insolvencia (0-2)[a]	Índice de indulgencia (0-4)[a]	Índice general de supervisión[b]
América Latina						
Argentina	12,0	0,0	3,0	2,0	3,0	20,0
Brasil	15,0	6,0	3,0	2,0	1,0	27,0
Chile	11,0	3,0	3,0	2,0	0,0	19,0
México	10,0	3,0	3,0	2,0	1,0	19,0
Perú	14,0	4,0	3,0	2,0	1,0	24,0
Venezuela (Rep. Bol. de)	14,0	5,0	3,0	2,0	0,0	24,0
Promedio	12,7	3,5	3,0	2,0	1,0	22,2
Asia oriental						
Corea	10,0	4,0	3,0	2,0	1,0	20,0
Filipinas	12,0	6,0	3,0	2,0	1,0	24,0
Indonesia	14,0	6,0	2,0	2,0	1,0	25,0
Malasia	11,0	2,0	3,0	2,0	0,0	18,0
Singapur	14,0	0,0	3,0	1,0	2,0	20,0
Tailandia	11,0	0,0	3,0	2,0	2,0	18,0
Provincia china de Taiwán	9,0	3,0	3,0	1,0	1,0	17,0
Promedio	11,6	3,0	2,9	1,7	1,1	20,3

Fuente: Banco Mundial [en línea] <http://www.econ.worldbank.org/external/default/main?theSitePK=478060&contentMDK=20345037&menuPK= 546154&pagePK=64168182&piPK=64168060>.

[a] Posible variación del índice entre paréntesis.
[b] Suma de componentes individuales.

En el índice de monitoreo privado que se muestra en el cuadro 4.3 se observa un enfoque diferente respecto de la supervisión. La idea detrás del monitoreo privado es que en lugar de otorgar poder a los supervisores estatales para que hagan cumplir las normas, los gobiernos deberían utilizar su poder para obligar a los bancos y a otras instituciones financieras a revelar información al público sobre sus balances y sus políticas. Entonces, las empresas, e incluso los ciudadanos, podrán controlar el comportamiento de los bancos y elegir tratar con aquellos que sigan las políticas más acertadas. Se considera que existen diversos métodos que mejoran el conocimiento del público. Entre los indicadores se incluye si es necesario o no contar con una auditoría externa, la participación de los diez bancos más grandes calificados por las agencias

calificadoras internacionales, el grado de divulgación de la situación contable, la responsabilidad de los directores y la ausencia de un esquema explícito de seguro de depósito.

Cuadro 4.3
AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL: MONITOREO PRIVADO, 1999

Región y país	Auditoría certificada (0–1)[a]	Calificación de agencias internacionales (0–1)[a]	Responsabilidad de los directores (0–1)[a]	Divulgación (0-3)[a]	Seguro de depósito (0–1)[a]	Deuda subordinada (0–1)[a]	Índice de monitoreo privado[b]
América Latina							
Argentina	1,0	1,0	1,0	2,0	0,0	1,0	6,0
Brasil	1,0	1,0	1,0	2,0	0,0	1,0	6,0
Chile	1,0	0,5	1,0	2,0	0,0	1,0	5,5
México	1,0	1,0	1,0	1,0	0,0	1,0	5,0
Perú	1,0	0,5	1,0	2,0	0,0	1,0	5,5
Venezuela (Rep. Bolivariana de)	1,0	0,4	1,0	1,0	0,0	1,0	4,4
Promedio	1,0	0,7	1,0	1,7	0,0	1,0	5,4
Asia oriental							
Corea	1,0	1,0	1,0	3,0	0,0	1,0	7,0
Indonesia	1,0	1,0	1,0	2,0	0,0	1,0	6,0
Filipinas	1,0	0,6	1,0	3,0	n.d.	0,0	5,6
Malasia	1,0	1,0	1,0	2,0	n.d.	1,0	6,0
Singapur	1,0	1,0	1,0	3,0	n.d.	1,0	7,0
Tailandia	1,0	0,9	1,0	1,0	0,0	1,0	4,9
Provincia china de Taiwán	0,0	1,0	1,0	2,0	n.d.	1,0	5,0
Promedio	0,9	0,9	1,0	2,3	0,0	0,9	5,9

Fuente: Banco Mundial [en línea] <http://www.econ.worldbank.org/external/default/main?theSitePK=478060&contentMDK=20345037 &menuPK=546154&pagePK=64168182&piPK=64168060>.

[a] Posible variación del índice entre paréntesis.
[b] Suma de componentes individuales.

En nuestro índice general de monitoreo privado no se muestran muchas variaciones. Los puntajes, que podrían ir de 0 a 8,0, en realidad varían de 4,4 a 7,0. La razón principal es que en muchas de las variables, todos (o casi todos) los países cumplen o ninguno lo hace. En la categoría anterior se ubican el requisito de una auditoría certificada, la responsabilidad de los directores y el uso de deuda subordinada. Del mismo modo, todos rechazan el consejo de evitar el seguro de depósito,

ignorando la opinión de algunos expertos que piensan que provoca riesgo moral y desvía la atención de la calidad de los bancos. En el índice general, Corea y Singapur llegan a siete puntos de los ocho posibles en monitoreo privado; varios países en ambas regiones tienen un puntaje de seis (Argentina, Brasil, Indonesia y Malasia). Los puntajes más bajos corresponden a México, Tailandia, provincia china de Taiwán, y República Bolivariana de Venezuela. La relación entre el monitoreo privado y la regulación y la supervisión provenientes del gobierno es, sin duda, compleja. Algunos países, como Brasil e Indonesia, ocupan una posición alta en ambos casos, pero hay nuevos países que también presentan puntajes altos en materia de monitoreo privado, incluso Corea y Malasia. El coeficiente de correlación entre el índice de monitoreo privado y el índice general de supervisión es 0,37.

Los promedios regionales nuevamente son interesantes. Por primera vez, Asia oriental muestra un puntaje más alto que América Latina. Si se observan los tres cuadros, los países de América Latina tienen, en promedio, una regulación y una supervisión proveniente del gobierno más fuerte, mientras que los países de Asia oriental muestran puntajes más altos en materia de monitoreo privado. No obstante, ninguna de estas diferencias es muy grande. En la siguiente sección nos referiremos a algunas razones para que existan estas diferencias.

Las encuestas que manejan Barth, Caprio y Levine nos permiten comparar los datos de 1999 con los de 2003. Si bien hay solo cuatro años entre un estudio y otro, ocurrieron algunos cambios interesantes, principalmente en los distintos países. En el cuadro 4.4 se muestran los más importantes. Los promedios regionales para los tres índices no muestran una tendencia bien definida. En América Latina, la regulación registró un leve incremento, mientras que el rigor en la supervisión descendió en una medida similar. Asia oriental presentó un modelo opuesto: las disposiciones reguladoras se mantuvieron constantes pero se fortaleció la supervisión proveniente del gobierno. Respecto del monitoreo del sector privado, en Asia oriental las actividades se incrementaron, mientras que en América Latina se mantuvieron constantes. Los cambios más importantes entre 1999 y 2003 se dieron en los países individuales, especialmente los que suponen una respuesta a la crisis, tal como se detalla en la próxima sección.

Cuadro 4.4
AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL: CAMBIOS POR PAÍS EN REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN, 1999–2003[a]

Región y país	Cambios en el índice general de regulación	Cambios en el índice general de supervisión	Cambios en el índice de monitoreo privado
América Latina			
Argentina	<<	<<	=
Brasil	>>	=	=
Chile	>	>	>
México	>>	>	>
Perú	=	<	=
Venezuela (Rep. Bolivariana de)	>>	<	>
Promedio	>	<	=
Asia oriental			
Corea	=	>>	=
Filipinas	<<	>	>>
Malasia	=	=	>
Singapur	<	=	=
Tailandia	>	<	>
Provincia china de Taiwán	>	>>	>>
Promedio	=	>	>

Fuente: Banco Mundial [en línea] <http://www.econ.worldbank.org/external/default/main?theSitePK=478060&contentMDK=20345037 &menuPK=546154&pagePK=64168182&piPK=64168060>.

[a] =: cambio entre 0,3 y –0,3; >: cambio entre 0,3 y 2,0; >>: cambio más allá de 2,0; <: cambio entre -0,3 y -2,0; <<: cambio más allá de -2,0.

Regulación, supervisión y desempeño financiero

Los datos de las encuestas mencionadas anteriormente proporcionan la base para evaluar dos de nuestras tres hipótesis. Una de ellas trata de los beneficios derivados de la supervisión oficial en comparación con los del monitoreo privado. También podemos utilizar los mismos datos para investigar el efecto, si lo hubiere, de las presiones internacionales sobre los gobiernos de los países en desarrollo para que sigan las mejores prácticas en materia de regulación y supervisión. Estas prácticas pueden incluir aspectos de ambos tipos de supervisión. Con respecto a la hipótesis sobre la relación entre macroeconomía, prociclicalidad y regulación y supervisión, debemos buscar otro tipo de información y analizar las experiencias de cada país en el transcurso del tiempo.

Un desafío a las ideas tradicionales

Nuestra primera hipótesis evalúa, para un determinado subgrupo de países, las afirmaciones que destacan la superioridad del monitoreo privado respecto de la supervisión oficial de los bancos. Barth, Caprio y Levine obtienen resultados positivos al utilizar una amplia muestra que combina países desarrollados y en desarrollo. El análisis de sus gráficos de dispersión, sin embargo, muestra que los resultados pueden deberse a una diferencia en el comportamiento de estos dos grupos de países, ya que los primeros tienden a agruparse en una esquina de las gráficas.[18] Tratamos de reproducir sus resultados utilizando una submuestra más homogénea de países de ingresos medios de América Latina y Asia oriental. Nuestra metodología es mucho más simple ya que se centra en los análisis de dos variables mediante gráficos de dispersión y líneas tendenciales. Nos concentramos en la variable dependiente que denominan desarrollo bancario, representada por el crédito bancario al sector privado como porcentaje del PIB. También seguimos su ejemplo al combinar la encuesta de 1999 con los datos de crédito de 2003 para abarcar el período más extenso posible entre el funcionamiento de los procesos de regulación y supervisión y el efecto sobre el crédito. Además, presentamos información de la encuesta de 2003 y comparamos los resultados obtenidos con los derivados de los datos de 1999.

En el gráfico 4.1 se muestra la relación entre los coeficientes de crédito y el índice general de regulación para ambas regiones. La correlación es negativa —se asocia una mayor regulación con coeficientes de crédito menores— pero sumamente débil (R^2 = 0,05). En el gráfico se observa que el de Singapur es un valor atípico; si se lo elimina, la relación se ve muy fortalecida (R^2 = 0,50). Con o sin Singapur, no obstante, las dos variables tienen un vínculo negativo que se repite de diversas maneras en las siguientes páginas.

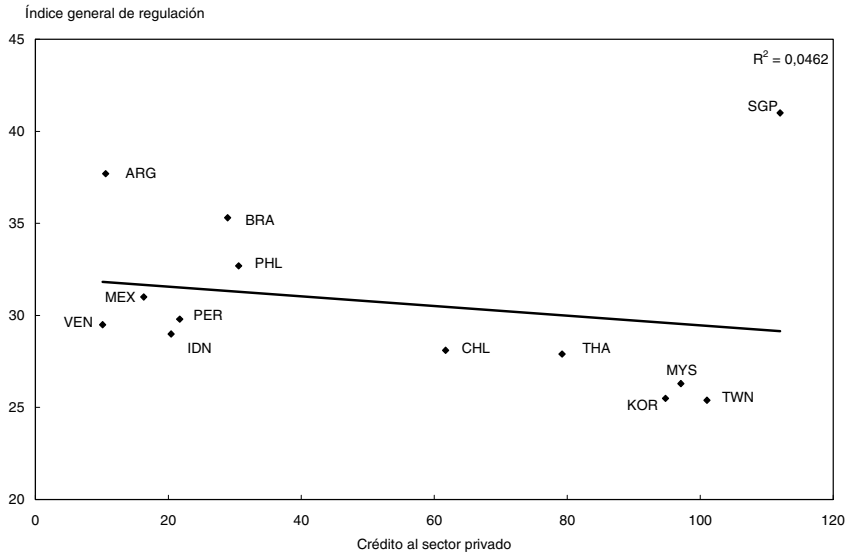
Para examinar el vínculo negativo, imaginamos cuatro cuadrantes en el gráfico 4.1 sobre la base de los valores promedio de las dos variables.[19] En el cuadrante inferior derecho se incluyen las economías más fuertes de Asia oriental; en otros gráficos se les suma Singapur. Estos países tienen los coeficientes entre crédito y PIB más altos y niveles relativamente bajos de regulación. Chile, que tiene el coeficiente de crédito más alto de América Latina, pero se ubica muy por debajo de los principales países asiáticos, se mantiene en el centro y cae dentro de ese mismo cuadrante. En el cuadrante superior izquierdo se ubica la mitad de

[18] Como se describe en el cap. 3, los datos de muchas variables muestran relaciones muy diferentes para los bancos de países desarrollados y en desarrollo.

[19] El coeficiente promedio de crédito al sector privado respecto del PIB es el 60%; el promedio del índice general de regulación es 30,7.

los países de América Latina y los demás aparecen un poco por debajo de la línea divisoria. En este grupo, que tiene bajos coeficientes de crédito pero altos puntajes en materia de regulación, también se ubican Filipinas, con frecuencia considerado un país "casi latinoamericano", e Indonesia, el más débil del grupo de Asia oriental que aún continúa profundamente afectado por la crisis de 1997–1998.

Gráfico 4.1
AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL: CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO VS. REGULACIÓN[a]



Fuente: cuadro 4.1 para el índice general de regulación; Fondo Monetario Internacional (FMI), *International Financial Statistics Yearbook* (2004, línea 22d) para el crédito al sector privado.

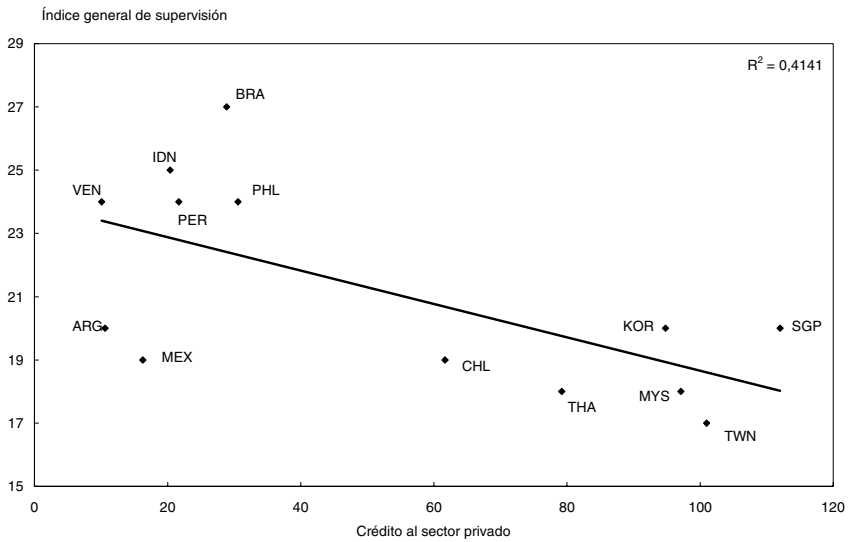
[a] El índice general de regulación (para 1999) se define en el cuadro 4.1. El crédito al sector privado (para 2003) es un porcentaje del PIB.

Por tanto, se observa que, en buena medida, las diferencias regionales impulsan esta relación. En términos de regulación, los países de Asia oriental tienden a poner más énfasis en lo que a menudo se denominan lineamientos administrativos que en las obligaciones legales, lo que hace parecer que tienen una regulación menos estricta que América Latina. Esta diferencia está comenzando a desaparecer como resultado de las presiones internacionales, pero algunos aspectos persisten. La excepción es Singapur, cuya singularidad entre sus vecinos de Asia oriental tiene al menos dos explicaciones. Una es la tradición autoritaria del país, que resulta evidente por lo menos desde la independencia en 1965. En todos los aspectos de la vida de esta ciudad estado existen fuertes regulaciones. Además, Singapur es un importante centro

financiero internacional y su supervivencia depende de que se lo perciba como un lugar seguro para hacer negocios.

En el gráfico 4.2, que ilustra el vínculo entre el crédito y la supervisión, se muestra un patrón muy similar al del crédito y la regulación, con la excepción de que Singapur ya no aparece con valores atípicos. En estas circunstancias, se observa una relación negativa mucho más fuerte (R^2 = 0,41). Hay un cierto reordenamiento entre los dos grupos de países, de acuerdo con las diferencias entre las tendencias de regulación y supervisión. En América Latina, en Brasil la supervisión es más fuerte que la regulación en términos relativos, mientras que en Argentina y México sucede lo contrario. Entre los países de Asia oriental, Corea es similar a Brasil, mientras que Singapur sigue el mismo patrón que Argentina y México. El mensaje principal del gráfico 4.2 es que una supervisión más estricta se relaciona con menores niveles de crédito, pero bien puede tratarse de una relación falsa en la que ambas variables se ven influenciadas por experiencias históricas y características regionales más generales, como se explicó anteriormente.

Gráfico 4.2
AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL: CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO VS. SUPERVISIÓN[a]

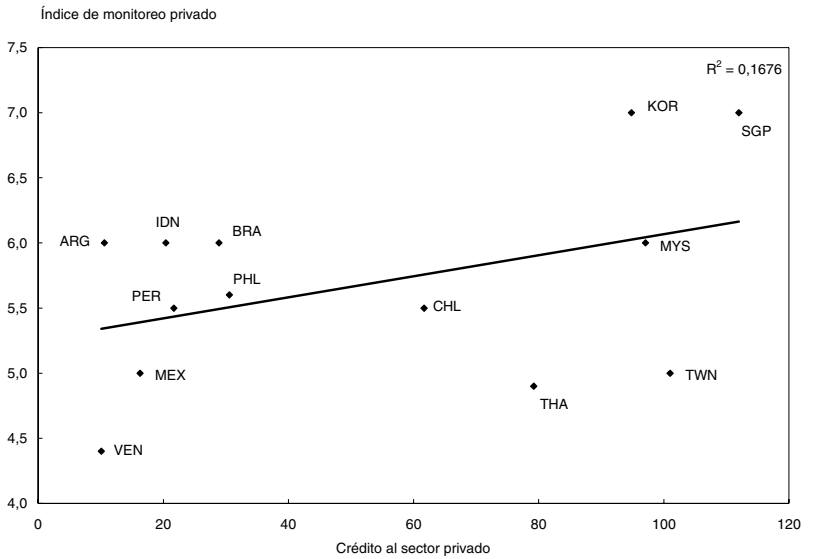


Fuente: Cuadro 4.2 para el índice general de supervisión; Fondo Monetario Internacional (FMI), *International Financial Statistics Yearbook* (2004, línea 22d) para el crédito al sector privado.

[a] El índice general de supervisión (para 1999) se define en el cuadro 4.2. El crédito al sector privado (para 2003) es un porcentaje del PIB.

En el gráfico 4.3 se complementa el análisis de la regulación y la supervisión, y se presentan datos sobre la correlación entre el crédito al sector privado y el monitoreo del sector privado Aquí, por primera vez, vemos una relación positiva aunque débil (R^2 = 0,17). La submuestra de Asia oriental se divide, mientras que Corea y Singapur muestran altos puntajes de monitoreo privado, provincia china de Taiwán y Tailandia presentan puntajes bajos. El grupo de América Latina también aparece disperso: Argentina y Brasil se ubican en la parte superior y República Bolivariana de Venezuela en la posición más baja. Como es habitual, Chile aparece en el medio con respecto a ambas variables.

Gráfico 4.3
AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL: CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO VS. MONITOREO PRIVADO[a]



Fuente: Cuadro 4.3 para el índice de monitoreo privado; Fondo Monetario Internacional (FMI), *International Financial Statistics Yearbook* (2004, línea 22d) para el crédito al sector privado.

[a] El índice de monitoreo privado (para 1999) se define en el cuadro 4.3. El crédito al sector privado (para 2003) es un porcentaje del PIB.

Antes de analizar los efectos generales de estos datos, conviene revisar los resultados de un análisis similar de los datos de la encuesta de 2003. En el cuadro 4.5 se resumen y comparan los dos grupos de resultados. Como en el caso del índice general de regulación de 1999, el de la encuesta de 2003 también muestra una relación negativa con la profundidad financiera. Si bien es más fuerte de lo observado anteriormente, aún es débil (R^2 = 0,12). La principal diferencia con

respecto a 1999 es que Singapur se presenta menos aislado y se ve equilibrado por un descenso en el nivel de regulación de provincia china de Taiwán. No obstante, las diferencias entre ambos grupos de datos no son sustanciales.

Cuadro 4.5
AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL: REGULACIÓN, SUPERVISIÓN Y CRÉDITO, 1999–2003

Índice	1999	2003
Crédito e índice general de regulación [a]	0,05	0,12
Crédito e índice general de supervisión [a]	0,41	0,00
Crédito e índice de monitoreo privado [a]	0,17	0,36

Fuente: Calculado sobre la base de datos en los cuadros 3.5, 3.6, 4.1, 4.2, 4.3 y 4.4.

[a] Crédito al sector privado como porcentaje del PIB; véase el texto y los cuadros 4.1 a 4.4 para una definición de índices.

Por el contrario, la relación entre el crédito y el índice general de supervisión desaparece por completo entre 1999 y 2003 (R^2 = 0,00 en el último año). Este resultado inesperado es producto de tres grandes cambios: tanto Corea como provincia china de Taiwán aumentaron sustancialmente el poder de sus supervisores entre 1999 y 2003, mientras que Argentina hizo todo lo contrario. Corea inició un profundo proceso de cambios estructurales luego de la crisis financiera de 1997–1998; su gobierno adoptó una estrategia de reestructura mucho más agresiva que la de cualquier otro país que sufrió la crisis asiática. Tal como se detalla en el capítulo 2, un componente típico de la reestructuración posterior a la crisis es el fortalecimiento de la regulación y la supervisión. La provincia china de Taiwán, que escapó a la crisis anterior, se vio en graves problemas en el año 2003 debido a las burbujas en sus mercados de acciones y bienes raíces, entre otros factores. Al tratar de hacer frente a esta situación, surgió una supervisión más estricta. En el otro extremo de la escala, en el año 2003 Argentina aún se encontraba en medio de una crisis en la cual el sector bancario estaba muy involucrado. Por la forma en que se aplicó la devaluación, el gobierno obligó a los bancos a pagar una parte importante de los costos de la crisis. Este proceso puso en peligro las funciones de supervisión del banco central. Es interesante destacar que la política de Argentina fue contracíclica, mientras que la de Corea y provincia china de Taiwán fue procíclica. Esta última se predijo en la literatura sobre ciclos; la excepción de Argentina se vincula con algunos factores políticos de ese país.[20]

[20] Luego de la importante agitación política de 2001 y el 2002, el nuevo presidente argentino adoptó una actitud muy firme respecto de las normas, las organizaciones y los

En contraposición a los resultados ambiguos sobre la regulación y la supervisión, el monitoreo privado se asoció más estrechamente al crédito del sector privado en los datos de la encuesta de 2003 (R^2 = 0,36, frente a R^2 = 0,17 en 1999). En general, los países de ambas regiones mantuvieron puntajes altos en materia de monitoreo privado o los elevaron. En Filipinas y provincia china de Taiwán se registraron aumentos especialmente grandes que abarcaron tanto la supervisión proveniente del gobierno como el monitoreo privado. Otros cinco países —Chile, Malasia, México, Tailandia y República Bolivariana de Venezuela— también aumentaron el monitoreo privado, aunque en menor medida. A su vez, tres de los cinco países aumentaron o mantuvieron el nivel de supervisión proveniente del gobierno.

Lo que comienza a quedar claro, especialmente en los datos de 2003, es que no existe una contradicción real entre una supervisión fuerte del tipo tradicional proveniente del gobierno y el monitoreo privado. De hecho, el monitoreo privado —o al menos los mayores niveles de divulgación, transparencia e información que se utilizan como indicadores— forma parte de las nuevas prácticas que promueven las instituciones internacionales y otros actores. El esfuerzo por presentarlas como alternativas, con la recomendación de reemplazar la fuerte supervisión tradicional por el monitoreo privado, no se condice con la realidad de los países en desarrollo. Esto resulta especialmente cierto habida cuenta de las inquietudes que planteamos más adelante respecto de las crisis financieras y la inestabilidad.

Influencia internacional

A comienzos de la década de 1990, varias organizaciones internacionales y regionales destacaban la importancia de mejorar la regulación y la supervisión financiera. La crisis de México de 1994–1995 y, en especial, la crisis de Asia de 1997–1998, aumentaron enormemente estas inquietudes. En ambos casos, el diagnóstico de las causas de las crisis apuntó a las deficiencias en la regulación y la supervisión. ¿Qué significaba esto? Diversos documentos del Banco de Pagos Internacionales, el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y algunas organizaciones regionales indican que una mejora en la regulación y la supervisión supone una regulación prudencial más estricta de elementos como la adecuación de capital, la calidad de los activos, las reservas para pérdidas esperadas y el uso de normas contables internacionales, así como una mayor divulgación.

mercados internacionales. Este tipo de reacción política no se observó en otros países donde se registraron crisis gemelas por motivos que escapan a este análisis.

Debido a que la divulgación es la esencia del paradigma del monitoreo privado, ambos elementos parecen estar relacionados de forma positiva.

Los informes más recientes sobre los Programas de Evaluación del Sector Financiero del Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial son documentos útiles para analizar esta propuesta (FMI, 2005a; FMI/Banco Mundial, 2005). Los temas analizados cubren las recomendaciones más comunes que se derivan de los dichos Programas. Estas incluyen la necesidad de mejorar el gobierno corporativo de las instituciones financieras (dos tercios de los Programas se refieren a ello), ampliar los marcos legales y judiciales, fortalecer la gobernabilidad de los organismos supervisores, reforzar el personal dedicado a la supervisión, mejorar los sistemas de datos e información (la mitad de los Programas) y aumentar la competencia (un quinto de los Programas). Esta enumeración abarca tanto la supervisión tradicional como el monitoreo privado.

Otro documento reciente del Fondo Monetario Internacional revela la relación entre las evaluaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) y del Banco Mundial y el enfoque macroprudencial que defienden el Banco de Pagos Internacionales y otras instituciones (FMI, 2004b). Este documento deja en claro que el principal objetivo de los Programas de Evaluación del Sector Financiero es la estabilidad del sistema. Los indicadores de solvencia financiera empleados en estos Programas se ubican directamente en un marco macroprudencial. Cabe destacar el énfasis en el auge del crédito y su papel en el aumento de la vulnerabilidad del sistema y la transmisión de *shocks* macroeconómicos a través del sistema bancario. La prueba de tensión es el instrumento elegido para medir la vulnerabilidad de los sistemas financieros de cada país.

Tomando en cuenta el alto perfil de las recomendaciones del Banco de Pagos Internacionales y otras organizaciones relacionadas y el gran número de países evaluados a través de los Programas, resulta interesante preguntarse sobre su efecto en la gestión financiera de los países. Debido a que los Programas actuales son evaluaciones puntuales, no pueden verse los cambios en el transcurso del tiempo. Sin embargo, si la influencia de las organizaciones internacionales es fuerte, cabe esperar mejoras en los puntajes de las encuestas de Barth, Caprio y Levine, además de una mayor homogeneidad entre los distintos países, especialmente en nuestra muestra de ingresos medios. En el cuadro 4.6, que nos permite verificar estos puntos, se observa que la muestra total registró un incremento en las tres categorías: regulación, supervisión proveniente del gobierno y monitoreo privado. No obstante, los incrementos son muy pequeños. En las regiones, el patrón se mantuvo en el caso de Asia oriental, mientras que América Latina registró una

reversión en términos de supervisión proveniente del gobierno debido a los grandes cambios ocurridos en Argentina. También calculamos desviaciones estándar para ver si se reducían entre los estudios de 1999 y 2003, lo que indicaría una mayor homogeneidad. De hecho, se redujeron con respecto a la regulación y el monitoreo privado, pero aumentaron en el caso de la supervisión. Nuevamente, en todos los casos los cambios fueron pequeños, pero no cabría esperar un cambio mayor en un período de cuatro años.

Cuadro 4.6
AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL: RESUMEN DE ESTADÍSTICAS SOBRE REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN, 1999-2003

Índice	América Latina	Asia oriental	América Latina y Asia oriental	
	Promedio	Promedio	Promedio	Desviación estándar
Regulación 1999	31,9	29,7	30,7	4,97
Regulación 2003	32,9	29,8	31,4	4,77
Supervisión 1999	22,2	20,3	21,2	3,13
Supervisión 2003	21,0	22,0	21,5	4,42
Monitoreo privado, 1999	5,4	5,9	5,7	0,80
Monitoreo privado, 2003	5,7	6,6	6,2	0,64

Fuente: Banco Mundial [en línea} <http://www.econ.worldbank.org/external/default/main?theSitePK=478060&contentMDK=20345037&menuPK=546154&pagePK=64168182&piPK=64168060>.

Fragilidad financiera y prociclicalidad

La tercera hipótesis que evaluamos se centra en la interacción entre la macroeconomía y el sistema financiero. En particular, en los casos de América Latina y Asia oriental, buscamos pruebas de prociclicalidad, que es el fundamento para la justificación macroprudencial de la regulación y la supervisión. Como se explica al comienzo del capítulo, los problemas derivan del auge en los préstamos que acompaña la fase de expansión de los ciclos económicos, ya que prestatarios y prestamistas responden a las elevadas y crecientes expectativas. Si bien los riesgos parecen bajos en las primeras etapas de un ciclo, en realidad la vulnerabilidad aumenta a medida que a los bancos se les hace difícil distinguir entre posibles clientes, cuando todos presentan riesgos aceptables. El resultado probable es la selección adversa y, quizás, hasta el riesgo moral. Únicamente cuando el ciclo se agota es que las fallas subyacentes se vuelven obvias. En ese momento, los préstamos se reducen mientras que las regulaciones se vuelven más estrictas y surge la aversión al

riesgo, aunque en realidad los riesgos no son mayores que antes. Esto exacerba la desaceleración económica.

Observamos una versión extrema de este típico modelo cíclico en los tres países de América Latina y en los cuatro de Asia oriental que sufrieron crisis gemelas (bancarias y cambiarias) entre comienzos de los años ochenta y fines de los años noventa. Como se muestra en el capítulo 2, las crisis siguieron a la liberalización financiera, que flexibilizó o eliminó las restricciones reguladoras que caracterizaron al período anterior de represión financiera. Si bien la desregulación de los mercados financieros trajo muchos beneficios, existía el grave problema de no contar con un marco alternativo de regulación y supervisión prudenciales, adecuado para un sistema financiero moderno.

Para complicar la situación aún más, la apertura de la cuenta de capital generalmente acompañó a la liberalización financiera interna. Tanto los bancos como las empresas no financieras buscaron crédito en los mercados internacionales, algunas veces para complementar las fuentes locales y otras porque las altas tasas de interés nacionales los llevaban a sustituir el crédito nacional por el internacional. La ausencia de restricciones reglamentarias adecuadas respecto de las deudas en moneda extranjera, sumada a la falta de experiencia en los mercados internacionales, provocó un aumento muy rápido de la deuda externa. Gran parte correspondía a créditos de corto plazo debido a que eran más baratos que los de más largo plazo.

Un tercer elemento, que agravó los dos problemas anteriores, fue la política macroeconómica. Por distintas razones en cada uno de los casos, las monedas locales estaban estrechamente vinculadas al dólar. En América Latina se utilizó un ancla de tipo de cambio para disminuir la inflación. En Asia oriental, se empleó un tipo de cambio subvaluado para promover las exportaciones. En el primer caso, los déficit comerciales aumentaron cuando el tipo de cambio sobrevaluado provocó la falta de competitividad, mientras que en el segundo caso el dilema fue prácticamente el contrario. Los tipos de cambio subvaluados y otras medidas de apoyo adoptadas por los gobiernos ayudaron a convertir a los países de Asia oriental en potencias exportadoras que terminaron por saturar los mercados con sus principales productos. En ambas regiones, los déficit en la cuenta corriente fueron un elemento importante de los problemas vinculados al tipo de cambio que provocaron las devaluaciones. A su vez, esas devaluaciones desencadenaron o agravaron las crisis bancarias. Analizamos detalladamente estas experiencias para comprender las consecuencias para la regulación y la supervisión.

Dividimos los países que sufrieron crisis gemelas en los dos grupos regionales debido a que los detalles de las experiencias generales varían de una región a otra. También se registró una variación intrarregional,

pero fue menos significativa debido a las características estructurales compartidas y las experiencias históricas vividas por países vecinos.[21] A fin de destacar tanto las similitudes como las diferencias, en el gráfico 4.4 se muestran datos sobre las tasas de crecimiento del crédito interno al sector privado y los pasivos internacionales del sector bancario en los seis años previos y posteriores a las crisis gemelas. En otras palabras, consideramos las tendencias en materia de crédito y en una importante fuente de financiamiento para esos créditos. Todos los casos presentan un auge en los préstamos en el período que precede a la crisis. Con excepción de Corea, el crédito registró una caída abrupta luego de la crisis, manteniéndose en niveles bajos por un largo período y contribuyendo al bajo crecimiento e incluso a la recesión en los respectivos países. Los pasivos internacionales también aumentaron, pero la magnitud relativa de los incrementos respecto del crédito interno varió de una región a otra.

Las experiencias históricas de Chile a comienzos de la década de 1980 y de México a comienzos de la década siguiente son un fiel reflejo de los procesos mencionados anteriormente. En ambos casos, el auge en el crédito se vio facilitado por los sistemas reguladores laxos, que no lograron controlar a los bancos, y los sistemas legales que no pudieron evitar las actividades fraudulentas en el sector bancario. Con la ventaja de la retrospectiva, hoy queda claro que hubo riesgo moral y selección adversa.

La crisis de Chile representada en el gráfico 4.4 ocurrió mucho antes que las demás.[22] La liberalización financiera en Chile tuvo lugar luego del golpe militar de 1973 y fue seguida por una crisis a comienzos de la década de 1980. En los seis años que precedieron a la crisis, el crédito en Chile increíblemente se multiplicó por veinte.[23] Los pasivos internacionales se multiplicaron por diez, pero en términos relativos esta última cifra parece pequeña, como se observa en el primer panel del gráfico. Esta enorme cantidad de préstamos tuvo un punto de partida muy bajo: a comienzos de la década de 1970, el crédito como porcentaje del PIB había llegado a niveles insólitamente bajos y la economía estaba cerrada en términos financieros. El incremento fue consecuencia directa de una regulación muy poco estricta, que formó parte de la ideología del gobierno militar opuesta a la intervención estatal. Los bancos se privatizaron en poco tiempo y sirvieron de base para nuevos

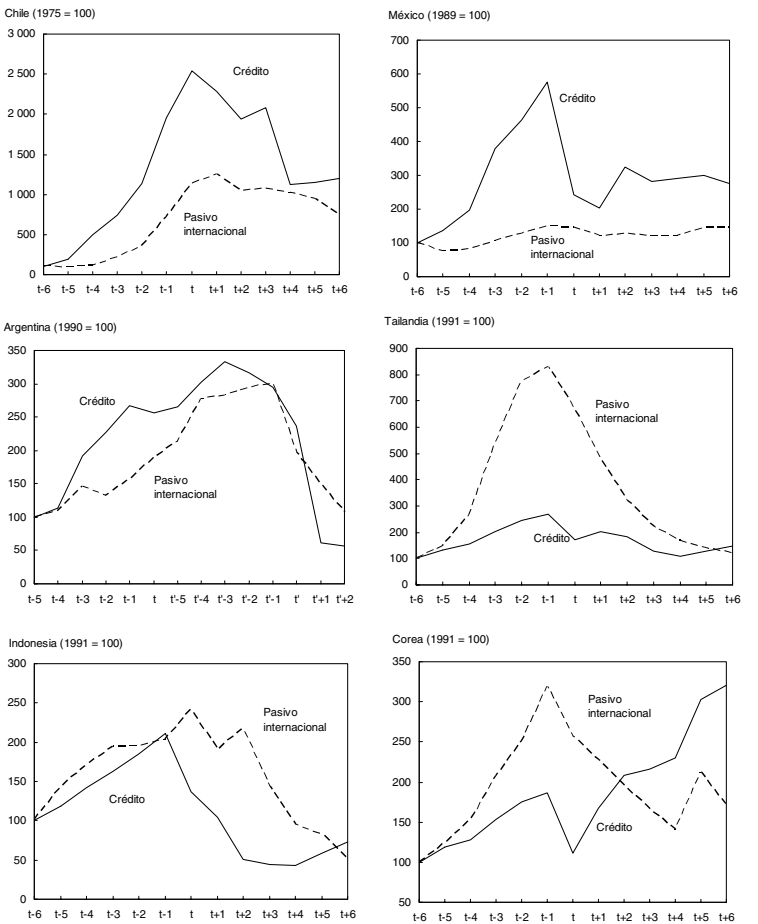
[21] Véase Stallings (1995) para acceder a un análisis de las fuentes y los efectos de las diferencias regionales.

[22] Para obtener detalles y referencias sobre Chile, véase el cap. 6.

[23] La amplitud del ciclo de Chile se vio aumentada por las tendencias del tipo de cambio. Calculado en moneda local de valor constante, el crédito "solo" se multiplicó por diez. Las tendencias del tipo de cambio también afectaron a algunos de los otros casos de una manera más limitada, pero el modelo básico de auge del crédito interno y los pasivos internacionales se observó con cualquiera de las medidas.

conglomerados que participaron en transacciones muy agresivas y riesgosas. Una parte importante de los nuevos préstamos fueron a clientes relacionados y la cartera vencida proliferó, pero no se hicieron las previsiones necesarias.

Gráfico 4.4
AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL: CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO Y PASIVO INTERNACIONAL[a]



Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), *International Financial Statistics Yearbook* (2001, 2004).

[a] Seis años antes de la crisis (t – 6) = 100. Los años de la crisis fueron: en Chile, 1981; en México, 1995; en Argentina, 1995 y 2001; en Tailandia, 1997; en Indonesia, 1997 y en Corea, 1997. El crédito y el pasivo internacional se presentan en dólares de valor constante (2000).

Estas prácticas microeconómicas se dieron en un contexto macroeconómico que aumentó mucho la vulnerabilidad. El tipo de cambio se utilizó para bajar la inflación de los niveles de tres dígitos que había alcanzado en 1973. En el proceso, la competitividad disminuyó y el déficit comercial se disparó. El déficit de la cuenta corriente llegó a casi un 15% del PIB en los meses previos a la crisis. Estos déficit debieron financiarse con grandes afluencias de capital en gran escala, una parte de las cuales estuvieron representadas por los pasivos bancarios que se observan en el gráfico 4.4. Hubo quiebras bancarias en 1981, seguidas de una gran devaluación en 1982, lo que desencadenó una crisis que duró varios años y le costó a la economía alrededor del 40% del PIB solo en costos fiscales. El descenso en el crédito interno agravó los problemas de recuperación. Uno de los resultados en el período posterior a la crisis fue el fortalecimiento sustancial de la regulación y la supervisión.

La experiencia de México con préstamos sin control fue sorprendentemente similar a la de Chile, aunque ocurrió una década más tarde.[24] El crédito se multiplicó casi por seis entre 1989 y 1994, pero los pasivos internacionales respecto del sector bancario no aumentaron muy rápido. En esta área, México mantuvo fuertes requisitos de regulación. La regulación prudencial por lo general fue poco desarrollada, ya que los bancos se nacionalizaron en 1982 y se manejaron por decreto gubernamental durante casi diez años antes de su reprivatización a comienzos de la década de 1990. Debido a que los nuevos propietarios pagaron precios muy altos, estaban dispuestos a realizar prácticas riesgosas para recuperar los costos y comenzar a obtener beneficios. La cartera vencida aumentó con rapidez. Tal como ocurriera en Chile, los problemas macroeconómicos agravaron los de nivel microeconómico. El tipo de cambio semifijo aseguró un programa de estabilización, pero condujo a grandes déficit comerciales y de cuenta corriente y afluencias de capital acordes. En el caso de México, la crisis se desencadenó a causa de varios *shocks* políticos en el año electoral de 1994, y la devaluación ocurrida a fin de año dejó al descubierto la extrema debilidad de los bancos y causó su quiebra.

El caso de Argentina es más complicado, ya que el país sufrió dos crisis financieras independientes en la década de 1990.[25] La liberalización financiera iniciada a comienzos de la década de 1990 eliminó la mayoría de los controles sobre las operaciones internas y externas del sistema financiero que habían sido impuestos durante el período anterior de alta inflación y restricciones externas. La liberalización se dio en el marco de

[24] Véase el cap. 7 sobre México.

[25] Sobre Argentina, véanse Kiguel (2001); De la Torre, Levy-Yeyati y Schmukler (2003); Fanelli (2003); Daseking y otros (2004); Díaz-Bonilla y otros (2004).

un programa de estabilización sobre la base de un tipo de cambio fijo representado por una caja de conversión. El régimen de estabilidad de los precios y el tipo de cambio fijo redujeron en forma abrupta tanto la inflación como el riesgo cambiario. Esto generó un entorno fértil para el rápido crecimiento de la actividad financiera, pero también causó desajustes en los vencimientos y las monedas.

Hasta 1994 la situación parecía bastante prometedora. Los depósitos y los préstamos aumentaban rápidamente, al mismo tiempo que las tasas de interés sobre los préstamos en pesos y en dólares registraban un descenso importante. Estos resultados se debieron a una combinación de diversos factores: el proceso de monetización causó un rápido aumento de los depósitos en el sector bancario; un aumento en las afluencias de capital extranjero derivó en la dolarización de pasivos y activos, y el incremento de la competencia entre los bancos y de la confianza en general tuvo como resultado una rápida expansión del crédito, como queda demostrado en el gráfico 4.4. Sobre la base de las normas de la caja de conversión, que volvió a la política monetaria y crediticia dependiente de las afluencias de capital extranjero, los pasivos internacionales aumentaron más rápido con relación al crédito interno respecto de Chile o México.

No obstante, en 1995 el sector bancario y la economía de Argentina recibieron un duro golpe por las repercusiones de la crisis de México. Con el sistema de la caja de conversión, el único instrumento que tenían las autoridades monetarias nacionales para hacer frente a las posibles fugas de capitales era permitir que subieran las tasas de interés internas. A su vez, esta alza provocó un incremento en los atrasos y los incumplimientos, y redujo la confianza de los depositantes, provocando importantes retiros de dinero. A pesar de las medidas adoptadas por el banco central, los bancos perdieron el 12% de sus depósitos en los primeros cuatro meses de 1995.

Tras esta primera crisis, se adoptaron diversas medidas para reestructurar el sector, se inyectó más capital, se promovieron fusiones y adquisiciones, y se crearon incentivos para la expansión de los bancos extranjeros. También se introdujo un esquema de seguro de depósito y un nuevo sistema de requisitos de reserva para reducir el apalancamiento. En el segundo quinquenio de los años noventa, las reservas de los bancos privados aumentaron sustancialmente con respecto al crédito total, se incrementó la liquidez dentro del sector bancario y se mantuvo el coeficiente de adecuación de capital en niveles muy por encima de los establecidos por las pautas del Acuerdo de Basilea I. Los bancos extranjeros duplicaron con creces su participación en el mercado entre 1994 y 1999. En resumen, el sector bancario se volvió más sólido, lo que

explica que su capacidad para enfrentar las crisis de los mercados emergentes que caracterizó los últimos años de la década de 1990 fuera muy superior a la observada luego de la crisis de México. No obstante, las políticas macroeconómicas, especialmente la caja de conversión, terminaron por socavar estas mejoras cuando el sector bancario y la economía en general sucumbieron a la crisis luego de la devaluación de enero de 2002. Las mejoras en materia de regulación y supervisión fueron arrasadas en el proceso, mientras que el crédito interno y los pasivos internacionales descendieron.[26]

Los países que sufrieron la crisis de Asia oriental se diferenciaron de sus similares de América Latina de diversas maneras. Tenían una historia de 30 años de alto crecimiento, baja inflación y sectores externos fuertes como resultado de su orientación exportadora. Uno de los elementos de este modelo de alto crecimiento fue el uso del sector financiero como canal para poner en práctica las políticas de industrialización del gobierno. Si bien el modelo se desarrolló más ampliamente en el noreste asiático, el sudeste asiático compartió varias de estas características. A fines de los años ochenta y comienzos de los años noventa todos estos países comenzaron a desmantelar sus amplios controles, incluidos los vinculados al sector financiero.

En los últimos tres paneles del gráfico 4.4 (Indonesia, Corea y Tailandia) se muestran algunas diferencias interesantes con los patrones de América Latina. Si bien todos los países asiáticos registraron un importante aumento del crédito en el período anterior a la crisis de 1997, los aumentos no fueron tan grandes como los de Argentina, México y, sobre todo, Chile. El crédito interno al sector privado aproximadamente se duplicó en Corea e Indonesia, y se triplicó en Tailandia. Sin embargo, a diferencia de América Latina, los pasivos internacionales en los tres casos de Asia oriental superaron la tasa de crecimiento del crédito interno.[27] Este patrón refleja la historia de Asia oriental relacionada con sectores financieros más cerrados. Una vez que recibieron la autorización para ingresar a los mercados internacionales de capital, los bancos y las empresas no financieras lo hicieron con fuerza ya que había pocas limitaciones por parte de los respectivos gobiernos.

---

[26] Para acceder a una elaboración de estos temas en Argentina, Brasil, Chile y México, véase Stallings y Studart (2003).

[27] Esto no significa que los pasivos internacionales fueran mayores que el crédito interno. Por el contrario, una de las razones por la que los pasivos aumentaron tan rápidamente fue el punto de partida relativamente bajo. El crédito interno como porcentaje del PIB comenzó en un nivel alto. Por lo tanto, la amplitud de las distintas curvas se ve muy influenciada por las condiciones iniciales, pero en todos los casos se muestra un rápido aumento.

Tailandia se destaca entre sus vecinos tanto por la magnitud del aumento en el crédito como por el aumento de los pasivos internacionales que se multiplicaron por ocho entre 1991 y 1997. Una parte importante de estos pasivos probablemente se contrajo a través del centro bancario extraterritorial, el Bangkok International Banking Facility, pero la transparencia era poca por lo que los detalles no son claros. La liberalización financiera, tanto interna como externa, preparó el escenario para una década de rápido aumento del PIB, que promedió el 9% anual entre 1987 y 1996, alimentado por el auge del crédito y las afluencias de capital. A medida que la economía crecía y los precios de los activos se disparaban, las carteras de los bancos se deterioraban. Los grandes déficit de cuenta corriente terminaron por agotar las reservas y la moneda inició su flotación en julio de 1997, debilitando a los bancos de Tailandia y disparando la crisis que se expandió rápidamente hacia sus vecinos.[28]

En Indonesia el crédito interno se duplicó en los seis años previos a la crisis y los pasivos internacionales siguieron de cerca el aumento del crédito, como se ilustra en el gráfico 4.4. Luego de la liberalización financiera de fines de los años ochenta, la cantidad de bancos y el volumen del crédito comenzaron a aumentar. Muchos de los préstamos eran para prestatarios relacionados, lo que constituyó un problema especialmente grave en Indonesia a causa del amiguismo del régimen de Suharto. De hecho, el gobierno obligó a las empresas a pedir dinero en el exterior con sus políticas de altas tasas de interés. Las afluencias de capital de corto plazo acompañaron los déficit comerciales y de cuenta corriente, de forma que Indonesia tenía muchas características internas que la hacían vulnerable al contagio que siguió a la devaluación de la moneda tailandesa.[29]

En Corea, al igual que en Tailandia, los pasivos internacionales superaban por lejos el aumento del crédito interno, a pesar de que este último casi se duplicó. El incremento relativamente bajo del crédito se debió, en parte, a su sustitución por partidas fuera de los balances que permitieron a los bancos competir con el creciente sector no bancario. La liberalización financiera de Corea comenzó a fines de la década de 1980, pero se aceleró con las negociaciones para unirse a los países de la OCDE a comienzos de la década de 1990. Una cuenta de capital recién abierta permitía a las firmas financieras y no financieras solicitar préstamos en el exterior y gran parte de la deuda se contrajo a corto plazo. Si bien su economía era mucho más sólida y diversificada que la de sus vecinos, el

[28] Sobre la crisis financiera de Tailandia, véanse Vajragupta y Vichyanond (1999); Alba, Hernández y Klingebiel (2001); Nidhiprabha (2003); Warr (2004).

[29] La crisis de Indonesia se analiza en Ghosh y Pangestu (1999); Nasution (1999, 2002); Pangestu y Habir (2002).

país también sucumbió a la crisis regional cuando sus reservas de divisas se agotaron y sus instituciones financieras quebraron.[30]

Corea se diferencia de los demás países incluidos en el gráfico 4.4 en que el crédito solo registró un breve descenso durante la crisis y luego comenzó a aumentar nuevamente. Superó su punto máximo anterior de 1999 y continuó creciendo, sustentando así una recuperación del PIB que fue más rápida que en otros casos.[31] Se vivió otro auge en el crédito que incluyó tarjetas de crédito y préstamos de consumo, dado que los bancos trataron de diversificar sus carteras en ausencia de una demanda de crédito para aumentar las inversiones. En 2003, en Corea se registró una segunda minicrisis como resultado directo del aumento en el crédito al consumidor. La situación más sana del sector bancario, incluida una mejora en la regulación y la supervisión, ayudó a mantener estos problemas bajo control en comparación con lo ocurrido en 1997 y 1998.

En resumen, estos seis casos ofrecen amplias pruebas de la prociclicalidad y la fragilidad financiera resultante, que sigue preocupando a las instituciones financieras internacionales. El argumento de que se trata de casos extremos que no representan las tendencias normales es válido solo hasta cierto punto. Las mismas tendencias subyacentes también operan en circunstancias menos graves. Algunos ejemplos recientes se centran en el importante aumento en el crédito al consumidor en muchas economías en desarrollo. Es probable que la experiencia de Corea sea la primera de muchas experiencias problemáticas a este respecto.

Conclusiones

En la actualidad, varios enfoques respecto de la regulación y la supervisión compiten por captar la atención de los encargados de formular las políticas, especialmente en los países en desarrollo. Uno es el enfoque microeconómico tradicional que se centra en la estabilidad de los bancos individuales para proteger a sus depositantes. Desde esta perspectiva, cuanto más regulación y supervisión haya, mejor. Algunos expertos, que ofrecen pruebas de que una regulación y una supervisión más estrictas se relacionan en forma negativa con la profundidad financiera, la eficacia y la estabilidad, han planteado recientemente un desafío a este enfoque. Estos

[30] Sobre Corea, véanse Hahm (1999); Cho (2002); Coe y Kim (2002); Ahn y Cha (2004).

[31] En Argentina se siguió un modelo similar, pero derivó en una segunda crisis, mucho más grave. La rápida recuperación de México fue temporal —basada en las exportaciones a los Estados Unidos— y sin acceso al crédito. La falta de crédito se convirtió en un grave problema para México, tal como se observa en el cap. 7.

resultados derivan de estudios econométricos de grandes muestras que combinan datos de países desarrollados y en desarrollo.

Hemos reproducido estos resultados para una muestra más pequeña y homogénea de países en América Latina y Asia oriental. Descubrimos una relación negativa pero débil entre regulación y desarrollo bancario, definida como el crédito al sector privado como porcentaje del PIB, y una relación negativa más fuerte entre supervisión bancaria y coeficientes de crédito. También observamos una relación positiva entre el crédito y el monitoreo privado.

Concluir a partir de estos resultados que los gobiernos de los países en desarrollo deberían apartarse de la regulación y la supervisión para confiar en el monitoreo privado sería ignorar otro conjunto de problemas que constituyen el tema del tercer enfoque sobre la regulación y la supervisión. Este enfoque es el que defienden las instituciones financieras internacionales, a las cuales les preocupa la estabilidad de los sistemas financieros de países individuales y, teniendo en cuenta la mayor interdependencia internacional, del sistema financiero mundial en su conjunto. Los *shocks* macroeconómicos afectan a todos los bancos en forma simultánea y, por tanto, están fuera del alcance de cualquiera de ellos. Asimismo, los actores individuales, comportándose de modo perfectamente racional, pueden aumentar los riesgos del sistema financiero en su conjunto.

Algunos de estos problemas surgen por una mala interpretación del momento en que se genera el riesgo y tienen como resultado una respuesta reguladora inadecuada. Los riesgos aumentan durante un crecimiento repentino, pero solo se vuelven evidentes en el proceso de enlentecimiento. En ese momento, la apariencia de un riesgo mayor se traduce en una regulación más estricta y en el aumento de la aversión al riesgo. Estos dos elementos se convierten en un obstáculo para el crecimiento económico. Con frecuencia, las políticas macroeconómicas agravan esta prociclicalidad. Suministramos pruebas que avalan esta perspectiva mediante el análisis de datos financieros en los países que sufrieron crisis gemelas en los años ochenta y noventa.

La solución a estas pruebas e inquietudes, en apariencia contradictorias, no sería una regulación y una supervisión menores sino más inteligentes. Una mayor divulgación y un público más informado sin duda deberían formar parte de cualquier conjunto de recomendaciones de políticas respecto del sector financiero. El paradigma del monitoreo privado es una contribución importante a la política para el futuro, pero es necesario integrarlo cuidadosamente en las regulaciones prudenciales vigentes que han resultado valiosas luego de que la liberalización financiera pusiera estos temas en la agenda.

Al mismo tiempo, también deben tomarse en cuenta los argumentos relativos a la regulación y la supervisión macroprudencial. Quienes promueven este enfoque critican la regulación y la supervisión vigentes, aunque por distintas razones que quienes respaldan el monitoreo privado. Creen que la regulación y la supervisión vigentes son procíclicas y, por lo tanto, agravan los problemas de la inestabilidad. En este sentido, las recomendaciones incluyen, sobre todo, una perspectiva del tiempo más larga por parte de los reguladores. Además, los reguladores necesitan ver la manera de limitar el aumento de las vulnerabilidades en períodos de crecimiento repentino (para manejar el auge, como dicen algunos) y evitar el exceso de restricciones durante las recesiones. También deben encontrar la manera de identificar y proteger al sistema financiero de los *shocks* macroeconómicos, ya sean exógenos o endógenos. Si bien sería muy difícil poner en práctica las propuestas para la regulación y la supervisión contracíclicas, hay que buscar una solución a los problemas de la ciclicalidad. Estos temas son especialmente apremiantes en este momento, debido a la posibilidad de que el nuevo Acuerdo de Basilea pueda aumentar el comportamiento procíclico y multiplicar la inestabilidad.

Capítulo 5

De bancos a mercados de capitales: nuevas fuentes de financiamiento

Tradicionalmente, las economías emergentes, incluso las de América Latina y Asia oriental, han tenido sistemas financieros basados en los bancos, con mercados de capitales pequeños y escasamente desarrollados. Los mercados de bonos han tendido a ser poco profundos, altamente dominados por la deuda pública y con un bajo volumen de operaciones. De la misma manera, los mercados de acciones presentaron pocas emisiones, y la mayoría de estas han sido poco comercializadas. En consecuencia, el sistema bancario ha sido la principal fuente de financiamiento, tanto para prestatarios públicos como privados. Las recientes liberalizaciones financieras han cambiado la forma de operación de los sistemas bancarios, limitando los controles del Estado sobre las tasas de interés y sobre el volumen y los receptores de crédito. Si bien estas reformas también significaron algún estímulo para el desarrollo del mercado de capitales, no han ocurrido cambios radicales que permitan compararlos con los ocurridos en el sector bancario.

Esta situación, como sostiene una corriente de la literatura, no plantea ningún problema dado que los sistemas que se apoyan en los bancos ofrecen una fuente de financiamiento perfectamente viable; de hecho, la mayoría de los países desarrollados tienen este tipo de sistema. El denominado modelo anglosajón, basado en fuertes mercados de capitales, constituye una singularidad aun entre las economías desarrolladas. Otra línea de pensamiento señala que es importante tener mercados de capitales además del sistema bancario, porque los mercados de capitales ofrecen una alternativa útil al financiamiento bancario interno

y una menor dependencia de los volátiles flujos de capital extranjero para prestatarios públicos y privados por igual. También ofrecen nuevos instrumentos de ahorro, así como información sobre tasas de interés de referencia.

Coincidimos con el argumento de que los mercados de capitales son un complemento útil de los sistemas bancarios, pero a lo largo de este capítulo se demuestra que América Latina se encuentra muy rezagada con respecto a Asia oriental y a los países desarrollados en términos de desarrollo del mercado de capitales y de profundidad financiera en general. La falta de diversificación hacia mercados de capitales es especialmente problemática para el proceso de inversión en América Latina, dados los bajos niveles de crédito bancario interno de la región. Existen tres factores que han obstaculizado el desarrollo del mercado de capitales: la falta de estabilidad macroeconómica, la falta de instituciones fuertes y la existencia de mercados financieros internacionales, especialmente de los Estados Unidos, como alternativa a los mercados nacionales. Aunque cabría esperar que las reformas estructurales estimularan los mercados de capitales, tal como sucedió en Chile, por lo general se han llevado a cabo de una manera tan problemática que no se obtuvieron todos los beneficios posibles. La liberalización financiera, seguida por las crisis financieras, constituye un importante ejemplo de ello. Sostenemos que los responsables de formular las políticas de América Latina deberían tomar las medidas necesarias para fomentar los mercados, mediante mayores avances en el área de la política macroeconómica y mediante el fortalecimiento de las instituciones, sobre todo del gobierno corporativo. También es posible que los gobiernos tengan que tomar medidas proactivas para estimular la participación de nuevos actores mediante cambios en las normas y otro tipo de incentivos.

En este capítulo se compara el desarrollo de los mercados de capitales de América Latina con los de Asia oriental. En la primera sección se hace un repaso de la literatura sobre el papel de los mercados de capitales, su importancia relativa y los factores determinantes de su comportamiento. También se presentan distintas hipótesis acerca de las razones por las cuales el comportamiento de América Latina ha quedado rezagado. En la segunda sección se proporcionan datos sobre las tendencias del mercado financiero en América Latina y Asia oriental desde 1990. En la tercera sección se analizan las diferencias entre las dos regiones a la luz de las hipótesis. En la última sección se presentan las conclusiones.

Desempeño de los mercados de capitales: literatura e hipótesis

Zysman, en un influyente estudio publicado hace más de dos décadas, dio a conocer la idea de que los sistemas financieros pueden dividirse en tres tipos: los sistemas basados en mercados de capitales, como los de Estados Unidos y Gran Bretaña; los sistemas basados en el crédito administrado por el gobierno, como los de Francia y Japón, y los sistemas basados en el crédito dominado por instituciones bancarias, como el de Alemania. Zysman, que era politólogo, estaba interesado en esta distinción debido a sus implicancias para las políticas gubernamentales y para las relaciones entre los actores políticos. Sostuvo que los sistemas financieros influyen sobre la capacidad de los gobiernos de intervenir en la economía y en los tipos de conflictos políticos que surgen. Específicamente, el libro afirma que las empresas del sector privado dominan la economía y la sociedad en estructuras como las de Estados Unidos y Gran Bretaña, que las políticas de gobierno son factores clave en economías como las de Japón y Francia, y que en estructuras como la de Alemania prevalecen las soluciones negociadas (Zysman, 1983).

En el campo de la economía, en un libro igualmente influyente de Allen y Gale, se analizan los mismos cinco países, si bien los autores dejan de lado los dos sistemas basados en el crédito considerados por Zysman y comparan solamente los bancos y los mercados de capitales. Su objetivo principal es hacer una crítica de la teoría económica estándar sobre la asignación de recursos a través de los mercados financieros. Se proponen desarrollar teorías que reflejen de una manera más ajustada la formas en que se realiza la asignación de recursos en la práctica y ayuden a comprender las propiedades normativas de los diferentes sistemas, pero también están interesados en comparar las ventajas y desventajas de los sistemas basados en el mercado y de los sistemas con intermediación basados en el crédito. Sostienen que cada sistema tiene sus aspectos positivos y negativos, critican una dicotomía simplista y llegan a la conclusión de que distintas instituciones pueden desempeñar las mismas funciones y que el sistema ideal se basa en ambos (Allen y Gale, 2000).

Un tercer libro de interés para nuestro análisis es el de Demirgüç-Kunt y Levine en el que se introducen dos nuevos elementos en el debate acerca de los bancos y los mercados. En primer lugar, estos autores se apartan de los países desarrollados y se concentran en el mundo en desarrollo. En este sentido, toman como antecedente a Goldsmith (1969) más que a los autores recién mencionados. En segundo lugar ofrecen datos empíricos, incluso una nueva base de datos, con los cuales comparar el funcionamiento de los dos tipos de sistemas en una gran cantidad de países. Al igual que Allen y Gale, no piensan que ninguno de

los tipos sea superior; sostienen, más bien, que lo fundamental es qué tan bien funciona cada uno. Aconsejan a los gobiernos concentrarse en reformas legales, reguladoras y políticas para mejorar el funcionamiento tanto de bancos como de mercados (Demirgüç-Kunt y Levine, 2001).

Los países en desarrollo tienden a estar ubicados en un extremo entre los bancos y los mercados de capitales, dado que los requisitos para establecer sistemas bancarios son mucho menos estrictos que para los mercados. En consecuencia, incluso el avance hacia el ideal de Allen y Gale de un sistema combinado demandaría un esfuerzo adicional para fomentar los mercados de capitales. A fines de la década de 1990, muchos economistas, empresarios, funcionarios del gobierno y las instituciones financieras internacionales reclamaban un cambio mayor en esta dirección. Los gobiernos de Asia han estado especialmente interesados en fomentar el crecimiento de los mercados de bonos en el período posterior a la crisis financiera de fines de los años noventa, con la convicción de que la crisis no habría sido tan grave si los mercados hubieran estado más desarrollados.[1]

Se ha puesto especial énfasis en el denominado mercado ausente para los bonos gubernamentales y corporativos. El término deriva del hecho de que los mercados de acciones son más comunes que los mercados de bonos en los países en desarrollo, en parte debido a que las ganancias de los bonos están limitadas por la tasa de interés, mientras que las acciones ofrecen la posibilidad de ganancias ilimitadas y por lo tanto pueden compensar el riesgo elevado.[2] Aquellos que reclaman respaldo para el mercado ausente ofrecen una variedad de explicaciones a favor de la importancia de un mercado de bonos activo.[3] En primer lugar, un mercado de bonos es el único medio para establecer una tasa de interés determinada por el mercado, que permite a los inversionistas calcular los costos de oportunidad de las inversiones alternativas. En segundo lugar, ante la ausencia de un mercado de bonos, los ahorristas tienen menos

---

[1] El Banco Asiático de Desarrollo, el Instituto del Banco Asiático de Desarrollo y la Comisión Económica y Social para Asia y el Pacífico de las Naciones Unidas han desarrollado estudios y hecho recomendaciones sobre la forma de fortalecer los mercados de bonos en la región asiática. Véanse, por ejemplo, CESPAP (1998); Kim (2001); Yoshitomi y Shirai (2001). Los gobiernos de América Latina han estado menos preocupados por estos temas, si bien el Banco Interamericano de Desarrollo ha publicado recientemente un volumen sobre mercados de capitales (Dowers y Masci, 2003) y el propio Banco ha patrocinado programas para estimular el desarrollo de los mercados financieros.

[2] Véase BPI (2002, recuadro 2) donde se presenta el tema de por qué pueden existir mercados de acciones donde no prosperan los mercados de bonos (*why equity markets may exist where bond markets fail to thrive*).

[3] Véase Herring y Chatusripitak (2000, especialmente pp. 14-24). Otros presentan argumentos similares.

oportunidades de inversión y, por lo tanto, puede movilizarse un menor volumen de ahorro. En tercer lugar, las empresas enfrentarán mayores costos de fondos sin un mercado de bonos, y pueden tender a la realización de inversiones a corto plazo en el intento de coordinar los vencimientos. En cuarto lugar, para compensar la falta de un mercado interno de bonos, las empresas y los gobiernos pueden solicitar préstamos en el extranjero y, por lo tanto, exponerse a riesgos cambiarios excesivos. En quinto lugar, cuando no existe un mercado de bonos profundo, el sector bancario gana más trascendencia de la que tendría, lo que hace que la economía sea más vulnerable a las crisis.

Otros expertos se concentran en necesidades institucionales específicas para justificar las exigencias de un mayor énfasis en los mercados de bonos. Desde la perspectiva del gobierno, un mercado de bonos es útil para financiar déficit fiscales sin aumentar la inflación ni asumir riesgos cambiarios y para aplicar la política monetaria. Las empresas y los hogares también necesitan tener acceso a los mercados de bonos para obtener financiamiento a largo plazo para inversiones e hipotecas.

Por último, un argumento que se ha vuelto cada vez más común combina algunas de las justificaciones mencionadas, es decir los mercados internos de capital ofrecen una alternativa a la deuda externa y, por lo tanto, evitan los riesgos y la volatilidad que este último conlleva. Recientemente, el director del departamento de mercados de capitales del Fondo Monetario Internacional afirmó que los esfuerzos por desarrollar mercados de valores nacionales se han visto motivados por una serie de factores, en especial el deseo de ofrecer una fuente alternativa de financiamiento con el fin de protegerse contra las reversiones en los flujos de capital (Hausler, Mathieson, y Roldós, 2003, p. 21). Prosiguió con una alusión al conocido comentario de Alan Greenspan de que los mercados de bonos que funcionan sin sobresaltos pueden servir de "rueda auxiliar" para ser utilizados cuando se agotan otras fuentes de fondos.

El nuevo interés en los mercados de capitales ha dado origen a una cantidad de análisis cada vez mayor con el objetivo de comprender mejor su funcionamiento. Si bien la mayoría de los estudios están relacionados con mercados de acciones, también se toman en cuenta los de bonos. Los temas de interés comprenden la relación de los mercados de capitales con el crecimiento económico y la inversión, las circunstancias en las cuales estos logran un mejor desempeño, sus vínculos con otras formas de financiamiento y las semejanzas y diferencias entre las regiones. Si bien existen marcadas reiteraciones con respecto a la literatura ya analizada sobre el funcionamiento de los sistemas bancarios, también se presentan nuevos temas.

Los modelos teóricos son ambiguos en cuanto a si los mercados de acciones tienen una vinculación positiva o negativa con el crecimiento económico. La literatura ofrece argumentos tanto favorables como desfavorables con respecto a la capacidad de los mercados de controlar el comportamiento de las empresas; este debate es esencialmente el reflejo del debate general sobre bancos y mercados. Dadas estas diferencias, el análisis empírico es especialmente importante. Uno de los artículos más citados es el de Levine y Zervos (1998) en el cual se estudia la información relativa a un conjunto de economías desarrolladas y en desarrollo en el período 1976–1993.[4] Los autores estudian diferentes mediciones del comportamiento del mercado de acciones como predictores del desarrollo económico: el tamaño (capitalización del mercado como porcentaje del PIB), el valor de comercialización (valor comercializado como porcentaje del PIB) y el coeficiente de transacciones (valor comercializado como porcentaje de la capitalización de mercado). También se aplican varias medidas de crecimiento: el PIB, el *stock* de capital y la productividad. Para determinar si los mercados accionarios y los bancos son sustitutos o complementos, Levine y Zervos incluyen a ambos en sus análisis, conjuntamente con distintas variables de control. Llegan a la conclusión de que tanto los mercados de acciones como los bancos son determinantes independientes de crecimiento, pero el factor relevante de los mercados accionarios es la liquidez, no el tamaño.

Si suponemos que los mercados financieros están positivamente vinculados a la inversión y al crecimiento, ¿cuáles son los factores que han estimulado su expansión y qué es lo que determina su profundidad y liquidez? Las reformas del sistema financiero, que fueron el objeto principal del capítulo 2, constituyen una parte importante de la respuesta a estas preguntas. La liberalización financiera sirvió como señal a los participantes potenciales de los mercados de que el gobierno está comprometido en la participación del sector privado en la economía y abrió un espacio para el funcionamiento de los mecanismos de mercado. También hubo otras reformas importantes. Mediante la apertura de la cuenta de capital fue posible la participación extranjera en los mercados; la privatización aportó nuevas empresas que tenían gran necesidad de fondos y la reforma al sistema de pensiones incorporó nuevos actores al lado de la demanda. Asimismo, las reformas por lo general condujeron a una creciente estabilidad macroeconómica, que fue muy positiva para el desarrollo de los mercados de capitales. El control de la inflación fue importante tanto para el mercado de acciones como para el de bonos,

[4] Levine (2004) menciona una serie de críticas al artículo, entre otras, las dificultades respecto de la causalidad, la medición de la liquidez, la posibilidad de una correlación espuria y la falta de inclusión de otras partes de los mercados financieros en el análisis. Demetriades y Andrianova (2004) presentan críticas más profundas.

mientras que el volumen de los déficit de presupuesto del gobierno fue crucial en la determinación de la características del mercado de bonos.[5]

Las reformas de la economía en su conjunto se complementaron con cambios específicamente orientados a mejorar el funcionamiento del mercado de capitales. En un estudio llevado a cabo por el Banco Mundial se identifican cinco áreas de reforma en América Latina: la creación de agencias de supervisión, el establecimiento de leyes contra el abuso de información privilegiada, el perfeccionamiento de los arreglos de custodia, los sistemas de comercio de los valores, y los procesos de compensación y liquidación. Hacia el año 2002, del 88% al 100% de los países de América Latina habían comenzado a aplicar dichos cambios (Banco Mundial, 2004c, cap. 2, gráfico 9). De manera más general, también se fortaleció el gobierno corporativo para proteger los derechos de los inversionistas, incluso los accionistas minoritarios.[6]

La literatura sugiere que las instituciones, además de las reformas, son importantes para determinar qué tan bien funcionan los mercados. Al igual que en el capítulo 3, utilizamos el término "institución" para hacer referencia a las normas formales e informales que dan forma a la conducta de las personas y las organizaciones al reducir la incertidumbre. La Porta, López-de-Silanes y Shleifer proponen utilizar los orígenes legales de un país como indicador del tipo de instituciones que emergerían más adelante; entienden que los orígenes legales tienen una importancia particular en lo atinente a los derechos de propiedad (La Porta, López-de-Silanes y Shleifer, 1998). Los autores sostienen que la tradición inglesa del sistema del derecho común conduce a una mayor protección de los derechos de propiedad que las tradiciones alemana y escandinava. Se dice que el derecho civil francés es el menos protector de estos derechos.

Este tipo de enfoque se ha extendido también al análisis de los mercados de acciones. La Porta y sus colegas analizan, en una serie de estudios, la relación entre el origen legal y las diferentes medidas del comportamiento del mercado de acciones, incluyendo el tamaño de los mercados, la cantidad de empresas que allí cotizan, las ofertas públicas iniciales y la concentración de la propiedad (La Porta, López-de-Silanes y Shleifer, 1997, 1998). Sus análisis de regresión por lo general respaldan sus hipótesis. Estos autores también analizan medidas más específicas de protección al inversionista, como el estado de derecho, los derechos de los accionistas y las normas que establecen un voto por acción, y llegan a conclusiones similares para algunas de las medidas.

---

[5] Acerca de las reformas económicas de América Latina, véase Stallings y Peres (2000).

[6] Acerca del gobierno corporativo, véanse Shleifer y Vishny (1997); Oman (2001); Oman, Fries, y Buiter (2003). Acerca del gobierno corporativo en el sector financiero, véase Litan, Pomerleano, y Sundararajan (2002).

Confirman, en un trabajo reciente, que "el derecho importa", pero insisten en que el monitoreo privado tiene más importancia que las reglamentaciones públicas (La Porta, López-de-Silanes y Shleifer, 2003). En este sentido complementan la posición de Barth, Caprio y Levine, que se explica en el capítulo 4, quienes presentan un argumento similar aplicado al sector bancario. En particular, La Porta, López-de-Silanes y Shleifer sostienen que el hecho de contar con un regulador independiente o de tener la posibilidad de aplicar sanciones penales no tiene relevancia, en tanto que las amplias exigencias de divulgación y los procedimientos simples para la recuperación de pérdidas del inversionista están asociados a los mercados de acciones de mayor tamaño.

Un último conjunto de trabajos está dedicado a la relación entre los mercados de capitales nacionales y los internacionales. Un grupo de economistas del Banco Mundial, en su análisis sobre los mercados de capitales de América Latina mencionado anteriormente, confirman que la posición macroeconómica, las instituciones y las reformas económicas están positivamente asociadas al desarrollo de mercados de acciones nacionales. Sin embargo, llegan a la conclusión de que la actividad de los mercados internacionales también aumenta como resultado de estos factores. De hecho, el estudio del coeficiente de actividad entre los mercados de acciones internacionales y los nacionales indica que los factores mencionados tienen mayor impacto sobre la participación de América Latina en los mercados de acciones en el extranjero. Las pruebas se recaban tanto de las estadísticas descriptivas como del análisis econométrico y comprenden distintas medidas del comportamiento del mercado de acciones, como el coeficiente entre la capitalización y el PIB, el coeficiente de transacciones y las nuevas emisiones. Con respecto a los mercados de bonos del gobierno, la conclusión es similar, si bien existen problemas de datos que impiden el análisis de los bonos corporativos (Banco Mundial, 2004c, cap. 3).

Además, Levine y Schmukler (2004) encuentran consecuencias negativas de los efectos de la actividad internacional sobre los mercados nacionales en América Latina. La más importante es la disminución de liquidez en los mercados nacionales. En tanto las empresas emiten acciones y bonos en el exterior, la liquidez cae en los mercados de capitales locales. El tamaño reducido y la concentración profundizan estos problemas. Algunas empresas han abandonado totalmente los mercados locales y se han instalado en los mercados de acciones internacionales en Estados Unidos o Europa, por lo general como consecuencia de adquisiciones por parte de empresas multinacionales.

El tamaño tiene mucha importancia para este grupo de economistas del Banco Mundial, quienes subrayan la relación que existe entre el

tamaño de una economía y el desarrollo de sus mercados de capitales, tanto de bonos como de acciones; en ambos casos existe una fuerte relación positiva. Llegan a la conclusión de que los países más pequeños deberían concentrar sus esfuerzos en integrarse a los mercados de capitales internacionales, en lugar de intentar crear mercados de capitales a nivel local. También sostienen que los mercados regionales no ofrecen una buena alternativa porque los costos son mayores que los de las bolsas internacionales (Banco Mundial, 2004c, cap. 3; Claessens, Klingebiel, y Schmukler, 2002). Contrariamente al enfoque del Banco Mundial, los gobiernos de Asia han estado fomentando los mercados regionales. Por ejemplo, pretenden formar un mercado regional de bonos además del sistema de canjes (*swaps*) que ya está instituido.[7]

En este capítulo intentamos analizar las razones del rezago de América Latina con respecto a otras regiones, en particular Asia oriental, en esta área del financiamiento, al igual que ocurre en el sector bancario. Se presentan cuatro hipótesis basadas en la literatura recientemente citada. En primer lugar, sugerimos que el desempeño macroeconómico es un factor importante para determinar el desarrollo del mercado de capitales. Es de esperar que un mayor crecimiento, una menor inflación y tasas más altas de ahorro aumenten el tamaño y también, quizás, la liquidez de los mercados de bonos y de acciones. En segundo lugar, la puesta en práctica de reformas —la liberalización financiera, la privatización y la reforma del sistema de pensiones— debería favorecer el desarrollo del mercado de capitales. Existen por lo menos dos canales que pueden ser importantes: las reformas son una señal para los inversionistas y aportan nuevos actores e instrumentos que contribuyen a un mejor funcionamiento de los mercados. En tercer lugar, en los capítulos 3 y 4 hemos afirmado que las instituciones juegan un importante papel en la determinación del desempeño bancario; estimamos que lo mismo se aplica a los mercados de bonos y de acciones. Proponemos la hipótesis de que la existencia de instituciones más fuertes estaría relacionada con mercados más grandes y, quizás, con una mayor liquidez. Por último, la participación en mercados internacionales podría causar un impacto negativo sobre los mercados de capitales nacionales. Los actores locales pueden tomar a los mercados internacionales como sustitutos, disminuyendo así la presión para el desarrollo de los mercados locales. Además, la internacionalización puede debilitar los mercados locales reduciendo su liquidez.

[7] Entre los análisis recientes de las iniciativas de mercado regional asiático se encuentran Amyx (2004); Ma y Remolona (2005); Park y Park (2005).

Comparación de tendencias de los mercados financieros a través de las regiones

Una serie de estudios empíricos recientes ayudan a identificar las tendencias de los mercados de capitales en las economías emergentes, especialmente de los mercados de bonos (Naciones Unidas, 1999; BPI, 2002; Masuyama, 2002; Dowers y Masci, 2003; Litan, Pomerleano y Sundararajan, 2003; Banco Mundial, 2004c). En ellos se afirma que los mercados internos de capitales se han ido desarrollando, aunque de manera despareja en las distintas regiones y países. Por lo general, este desarrollo ha estado acompañado por el crecimiento del crédito bancario nacional y por la utilización de los mercados financieros internacionales. En consecuencia, los mercados internos de capitales no parecen haber desplazado otras fuentes de financiamiento, si bien una mejor comprensión de la relación entre los diferentes mercados sería de utilidad.[8]

Comenzamos presentando un panorama general del sistema financiero de América Latina y Asia oriental. En el cuadro 5.1 se compara la estructura de los mercados financieros en general, incluyendo bancos, bonos y acciones entre 1990 y 2003.[9] Estos datos ofrecen la oportunidad de contrastar la profundidad general de los mercados financieros en las dos regiones y el peso relativo de los distintos componentes. La medida principal utilizada en este cuadro, y en la mayoría de los otros de este capítulo, está constituida por los montos de financiamiento en circulación como porcentaje del PIB, lo que refleja la importancia del volumen de financiamiento con respecto al tamaño de una economía. También se presentan cifras en dólares para comparar el tamaño absoluto de dichos mercados, tanto entre las dos regiones como con los mercados de capital internacionales; estos últimos serán un elemento del debate que sigue sobre la viabilidad de los mercados locales.

---

[8] Para ver los dos distintos enfoques sobre las complementariedades entre los bancos y los mercados de capitales, véase Levine y Zervos (1998) y Hawkins (2002).

[9] Este tipo de ejercicio encuentra importantes problemas de datos, por lo que las cifras deben tomarse como meras aproximaciones, si bien pensamos que las tendencias son correctas. Distintas fuentes presentan diversas cifras para las mismas variables y aun la misma fuente puede presentar distintas estimaciones en diferentes publicaciones. También surgen problemas porque los datos se presentan en dólares americanos lo que agrega distorsiones derivadas de las variaciones del tipo de cambio.

Cuadro 5.1
AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL: COMPOSICIÓN DEL SECTOR FINANCIERO INTERNO, 1990–2003

Medición y región	Créditos bancarios[a]			Bonos[b]			Mercado de acciones[c]			Total		
	1990	1995	2003	1990	1995	2003	1990	1995	2003	1990	1995	2003
A. Tamaño relativo de los mercados (porcentaje del PIB)												
América Latina[d]	34	33	41	17	21	37	12	25	34	63	86	112
Asia oriental[e]	63	71	96	30	31	60	48	72	80	141	185	236
B. Porcentaje del financiamiento total (%)[f]												
América Latina	55	42	37	26	27	31	19	32	32	100	100	100
Asia oriental	46	41	41	19	18	26	35	42	34	100	100	100
C. Tamaño absoluto del mercado (miles de millones de dólares)												
América Latina	340	500	639	162	319	540	121	383	563	623	1 202	1 742
Asia oriental	471	981	1 463	190	433	915	355	1 007	1 210	1 016	2 421	3 588

Fuente: Véanse referencias para los cuadros 5.2, 5.3 y 5.4.

[a] Total de créditos de bancos de depósito.
[b] Total de bonos en circulación.
[c] Capitalización del mercado de acciones.
[d] Promedios ponderados; incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y República Bolivariana de Venezuela.
[e] Promedios ponderados; incluye Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y provincia china de Taiwán.
[f] Calculado sobre la base del tamaño absoluto del mercado.

En el panel superior del cuadro se observan una serie de puntos importantes. En primer lugar, en el 2003 los mercados financieros internos en Asia oriental duplicaron la profundidad de los de América Latina (un 236% del PIB en comparación con un 112%). Cada componente individual reflejó la brecha entre las dos regiones, si bien la diferencia fue especialmente notable en el sector bancario. En segundo lugar, la fuerza relativa de Asia oriental ha estado presente por lo menos desde 1990. Al realizar la medición como porcentaje del PIB, la ventaja de Asia oriental se redujo un tanto a lo largo del período. Así, la tasa de crecimiento del financiamiento nacional total como porcentaje del PIB en América Latina fue del 78%, en comparación con el 67% de Asia oriental. Sin embargo, esta divergencia se debió exclusivamente al hecho de que el PIB aumentó tres veces más rápido en Asia oriental (un crecimiento promedio del 7,5% anual en comparación con el 2,6% de América Latina). En términos absolutos, el financiamiento en Asia oriental se desarrolló más rápido: un 253% en dólares nominales, comparado con un 180% en América Latina. En tercer lugar, un patrón similar se presentó en el segmento de mercado de capitales (mercados de bonos y de acciones). En América Latina hubo un aumento mayor como porcentaje del PIB, pero el crecimiento fue virtualmente idéntico en términos absolutos. Por lo tanto, el porcentaje de los mercados de bonos y acciones en relación al PIB en el 2003 en América Latina era aproximadamente la mitad del de Asia oriental.

En el segundo panel del cuadro 5.1 se observa la importancia relativa de los tres componentes del sector financiero en cada región. Los tres se distribuyeron en forma bastante pareja en América Latina en el 2003, mientras que en Asia oriental el crédito bancario fue algo más importante que los otros componentes. Hubo algunas modificaciones con el transcurso del tiempo. En el caso de América Latina, las tendencias más evidentes fueron la reducida importancia del crédito bancario y el rol preponderante de los mercados de capitales; los cambios fueron menos marcados en Asia oriental.

En el tercer panel se refleja el tamaño absoluto de los mercados. En el año 2003 el tamaño total del mercado financiero era 3,6 billones de dólares en Asia oriental, más del doble del tamaño de los mercados latinoamericanos que llegaron a 1,7 billones de dólares. Los mercados de capitales (bonos y acciones) en América Latina aumentaron de casi 300.000 millones a 1,1 billones de dólares entre 1990 y 2003. Los mercados del este asiático crecieron de 550.000 millones a 2,1 billones de dólares en el mismo período. Considerando que los mercados de capitales se han expandido prácticamente al mismo ritmo en las dos regiones, la profunda brecha no se vio reducida. Estas cifras regionales deben desglosarse por país, dado que actualmente los mercados están organizados de esa manera. Cuando combinamos los bonos en circulación con la capitalización del mercado de acciones encontramos que los mercados de

cinco países superaron los 200.000 millones de dólares en el 2003: Brasil (535.000 millones) y México (271.000 millones) en América Latina; y Corea (776.000 millones), provincia china de Taiwán (536.000 millones) y Malasia (267.000 millones) en Asia oriental. Esto se compara con el promedio de alrededor de 5 billones de dólares correspondiente solo al mercado de bonos de los cinco mayores mercados de la OCDE.[10]

En el cuadro 5.1 se muestran los montos en circulación de cada componente. Otro enfoque del proceso consiste en concentrarse en las tendencias recientes de los flujos financieros. Los datos sobre flujos correspondientes al período 1997–2002 reafirman algunas de las diferencias observadas en los datos sobre *stocks*, pero revierten otras. El monto global recaudado por las dos regiones en los mercados nacionales e internacionales fue prácticamente el mismo —alrededor de 2,3 billones de dólares en los cinco años. En ambos casos, la mayor parte provino de los mercados nacionales. Otros patrones fueron bastante diferentes. El crédito bancario fue mucho más significativo en Asia oriental que en América Latina; los bonos tuvieron mucha más importancia para América Latina (especialmente para el sector público) que para Asia oriental. El mercado de acciones se debilitó en ambas regiones, en particular en América Latina. De manera general, el sector público fue el principal prestatario en América Latina, con una recaudación de 2 billones de dólares, en tanto que el sector privado recibió solamente 260.000 millones. En Asia oriental la situación se revirtió, ya que 1,6 billones fueron al sector privado y 700.000 millones al sector público.[11]

A continuación analizaremos los tres componentes por separado, incluyendo las diferencias entre los países dentro de las mismas regiones. Comenzaremos por los créditos bancarios, como se detalla en el cuadro 5.2.[12] En este cuadro, además de suministrarse datos sobre las tendencias generales ya mencionadas, se compara el crédito al sector privado con el crédito total en cada economía. El mensaje preponderante es que el sector privado obtuvo mucho más crédito en Asia oriental que en América Latina. El crédito al sector privado en América Latina se

---

[10] Los datos sobre bonos provienen del Banco de Pagos Internacionales [en línea] <http://www.bis.org/statistics/qcsv/anx16a.csv>; los de la capitalización del mercado de acciones de Standard and Poor's (2005).

[11] Calculado sobre la base de datos de Mathieson y otros (2004, pp. 6-9).

[12] Los datos de estos cuadros provienen de fuentes internacionales que han intentado estandarizarlos por país. Por lo tanto, a menudo existen diferencias sustanciales con respecto a los datos nacionales de cada país a causa de las distintas metodologías y la inclusión de diferentes ítems. Es probable que las diferencias sean más marcadas con respecto al crédito bancario, tanto en total como en el crédito al sector privado. Serán evidentes al comparar los cuadros de este capítulo con los de los capítulos 6 a 8.

Cuadro 5.2
AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL: CRÉDITO DE BANCOS NACIONALES, 1990 Y 2003
(Porcentaje del PIB)

Región y país	Crédito total[a]		Crédito al sector privado[b]	
	1990	2003	1990	2003
América Latina[c]	34	41	23	22
Argentina	26	36	16	11
Brasil	45	46	31	29
Chile	48	64	45	62
Colombia	18	32	16	20
México	22	42	15	16
Perú	19	25	8	22
Venezuela (Rep. Bolivariana de)	19	16	17	10
Asia oriental[c]	63	96	55	82
Corea	56	99	53	95
Filipinas	27	54	19	31
Indonesia	50	39	46	20
Malasia	82	118	69	97
Singapur	96	141	84	112
Tailandia	74	91	65	79
Provincia china de Taiwán	76	124	60	101

Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), *International Financial Statistics Yearbook* (2001, 2004); República de China (2004) para provincia china de Taiwán.

[a] Total de créditos de bancos de depósito (*International Financial Statistics Yearbook*, líneas 22a-g, 22bx, 22cg).
[b] Reclamos al sector privado de los bancos de depósitos (*International Financial Statistics Yearbook*, línea 22d).
[c] Promedios ponderados de los países que se muestran en el cuadro.

mantuvo por debajo del 25% del PIB a lo largo del período en estudio, en tanto que en Asia oriental aumentó del 55% al 80%. El porcentaje del sector privado en el crédito total fue mucho mayor en Asia oriental: el 87% en 1990, cayendo apenas al 85% en el 2003. En el caso de América Latina, las cifras fueron un 68% y un 54% respectivamente. Dicho de otra manera, el sector privado latinoamericano no solo recibió una menor porción del crédito existente sino que además la brecha aumentó a lo largo del período. Además, se mantuvo una brecha muy grande en términos del porcentaje del PIB y este es el factor más importante por su impacto en el desarrollo.

En el cuadro 5.2 también se incluyen datos de los siete países latinoamericanos y siete países de Asia oriental que tienen información disponible. Con una excepción, también son las mayores economías emergentes de cada región.[13] Aparece aquí un patrón que se repite en todos nuestros datos: ciertos países en cada región tienen mercados

[13] China es, por lejos, la mayor economía emergente en la región asiática. No está incluida por dos razones principales: es muy difícil obtener datos de China y la inclusión de China en medias ponderadas arrollaría al resto de la región del este asiático y haría muy difícil la comparación con América Latina.

financieros mucho más profundos que otros. En efecto, las diferencias dentro de las regiones son, a veces, tan importantes como las diferencias entre regiones. En términos de crédito bancario total, a Chile se le ha brindado mucho más acceso al crédito que a otras economías de América Latina. En Asia oriental la situación se presenta más pareja entre los países, aunque Indonesia y Filipinas han quedado rezagados. Este mismo patrón general se aplica al crédito del sector privado, que incluso ha descendido como porcentaje del PIB entre 1990 y 2003 en un conjunto de países de ambas regiones: Argentina, Brasil, República Bolivariana de Venezuela e Indonesia.

En el cuadro 5.3 se muestra el total de bonos nacionales en circulación y de bonos emitidos por el sector privado. Es más difícil obtener datos relativos a los bonos que a los préstamos bancarios, por lo tanto faltan varios países en el cuadro con respecto a 1990. No resulta claro si se trata de un problema de datos o si no hubo emisión; de cualquier manera, no sería una cantidad importante. Los datos para el sector privado están disponibles solo a partir de 1993 y, una vez más, para determinados países. La cantidad total de bonos en circulación como porcentaje del PIB en Asia oriental es mucho mayor que en América Latina, pero la diferencia respecto de los bonos del sector privado es aún mayor, tanto para empresas financieras como corporativas. Mientras la participación del sector privado aumentó en ambas regiones, en América Latina, en el año 2003 el sector privado aún representaba solamente el 22% del total de bonos en circulación (constituyendo el 8% del PIB). En Asia oriental, el sector privado representaba el 62% del total de bonos (37% del PIB). En consecuencia, el sector público representaba cerca del 80% de los bonos en América Latina, pero menos del 40% en Asia oriental.[14]

Una vez más encontramos diferencias sustanciales tanto dentro de las regiones como entre ellas. Chile y Brasil dominan los mercados de bonos en América Latina, ya que los mercados de bonos brasileños son mayores que los créditos bancarios. Corea y Malasia son los mayores participantes en los mercados de bonos de Asia oriental. No obstante, se mantiene una brecha muy importante entre las economías principales de ambas regiones: los dos líderes de Asia oriental representan el 55% del PIB en bonos del sector privado, mientras la cifra es inferior al 20% en sus similares de América Latina.

[14] Es interesante subrayar que el porcentaje del sector público aumentó como resultado de la crisis financiera de 1997-1998 en Asia oriental. En el 2001 el porcentaje del sector público fue solamente el 32%.

Cuadro 5.3
AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL: BONOS NACIONALES EN CIRCULACIÓN, 1990 y 2003
(Porcentaje del PIB)

	Bonos totales		Bonos del sector privado[b]	
Región y país	1990	2003	1993	2003
América Latina[a]	17	37	2	8
Argentina	8	17	0,1	10
Brasil	n.d.	61	n.d.	11
Chile	35	57	11	28
Colombia	3	28	0,3	n.d.
México	23	24	1	3
Perú	n.d.	8	n.d.	4
Venezuela (Rep. Bolivariana de)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Asia oriental[a]	30	60	21	37
Corea	36	74	30	55
Filipinas	21	30	n.d.	n.d.
Indonesia	n.d.	32	n.d.	3
Malasia	74	95	18	56
Singapur	30	64	16	23
Tailandia	10	40	7	18
Provincia china de Taiwán	18	56	15	29

Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BPI) [en línea] <http://www.bis.org/statistics/qcsv/anx16a.csv> para bonos totales, [en línea] <http://www.bis.org/statistics/qcsv/anx16b.csvamounts> para bonos del sector privado; Banco Mundial, *World Development Indicators* [en línea] <http://www.worldbank.org> para el PIB; República de China (2004) para el PIB de provincia china de Taiwán.

n.d. No hay datos.
[a] Promedios ponderados de los países que se muestran en el cuadro.
[b] Incluye bonos en circulación del sector corporativo y financiero.

El mercado de acciones es, potencialmente, una fuente muy importante de financiamiento para compañías privadas, pero las cifras de la capitalización de mercado ofrecen una visión exagerada acerca de su papel. Como ya se ha destacado, la emisión de acciones en los mercados (mercados primarios) decayó a un nivel muy bajo en ambas regiones en los últimos cinco años del período de la muestra (a solo el 2% del PIB en América Latina y el 8% en Asia oriental) (Mathieson y otros, 2004, pp. 6-9). Esto se compara con las cifras de capitalización de mercado de 34% y 80% del PIB respectivamente (véase el cuadro 5.4). Se perciben ciertos cambios en países determinados con relación a los préstamos bancarios y a los bonos. En tanto los dos mercados de acciones más importantes en América Latina (en términos de porcentaje del PIB) siguen siendo Chile y Brasil, Malasia y Singapur encabezan la lista de Asia oriental.

Cuadro 5.4
AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL: INDICADORES DE LOS MERCADOS NACIONALES DE ACCIONES, 1990 Y 2003

Región y país	Capitalización de mercado[a]		Coeficiente de transacciones[b]		Número de empresas registradas		Índice de precios[c]	
	1990	2003	1990	2003	1990	2003	1990	2003
América Latina[d]	8	34	30	20	1 624	1 238	326	1 288
Argentina	2	30	34	6	179	107	268	1 033
Brasil	4	48	24	32	581	367	41	369
Chile	45	119	6	10	215	240	839	3 227
Colombia	4	18	6	3	80	114	300	783
México	12	20	44	21	199	159	761	2 145
Perú	3	27	n.d.	6	294	197	n.d.	357
Venezuela (Rep. Bolivariana de)	17	4	43	4	76	54	552	182
Asia oriental[d]	48	80	145	152	1 792	4 576	445	401
Corea	42	54	61	237	669	1 563	483	414
Filipinas	13	29	14	9	153	234	870	828
Indonesia	7	26	76	34	125	333	99	34
Malasia	110	162	25	34	282	897	138	140
Singapur	93	159	n.d.	71	150	475	n.d.	n.d.
Tailandia	28	83	93	117	214	405	381	346
Provincia china de Taiwán	78	129	430	185	199	669	632	637

Fuente: Banco Mundial, *World Development Indicators* [en línea] <http://www.worldbank.org>, sobre la base de datos de Standard and Poor's (2000, 2005).

n.d. No hay datos.
[a] Capitalización del mercado como porcentaje del PIB.
[b] Valor de las acciones comercializadas en relación con la capitalización del mercado.
[c] 1984=100 para América Latina y Asia oriental, excepto Perú, donde 1992=100, e Indonesia, donde 1989=100.
[d] Promedios ponderados de los países que se muestran en el cuadro.

En el cuadro 5.4 también se muestra el coeficiente de transacciones, que es un indicador de cuán activo es el mercado secundario en cada país o región. La medida se define como el valor total de acciones comercializadas durante un determinado período dividido por la capitalización promedio del mercado en dicho período. El coeficiente es importante porque los inversionistas están más dispuestos a colocar dinero en un mercado de acciones con liquidez (es decir, con un coeficiente mayor) que en uno que no la tiene. Un mayor nivel de actividad también ofrece una cotización más precisa de las emisiones

individuales y mejora la asignación de recursos. Los datos reflejan que el coeficiente de transacciones de Asia oriental supera con creces al de América Latina (un 152% en comparación con un 20%, respectivamente, en el 2003); de hecho, el coeficiente disminuyó en América Latina durante la última década. Esta situación constituye un problema serio. Las pruebas demuestran que la liquidez, más que el tamaño del mercado, está estrechamente vinculada con el desarrollo económico.

El coeficiente de transacciones parece estar relacionado con el tamaño absoluto de la capitalización de mercado y no con el porcentaje del PIB, que es nuestra medida básica en este capítulo. Cuatro de los cinco mercados de valores con capitalización superior a 100.000 millones de dólares (Brasil, México, Corea y provincia china de Taiwán) tuvieron el coeficiente de transacciones más alto de sus respectivas regiones, si bien las cifras de Brasil y México fueron muy inferiores a las de sus similares asiáticos. El caso de Chile resulta interesante, ya que su mercado de acciones es el mayor de América Latina en términos de PIB pero su coeficiente es muy bajo; expondremos las razones más adelante.

Si analizamos el número de compañías registradas en cada mercado de acciones en el período 1990–2003 vemos que las dos regiones comenzaron en niveles muy similares: 1.624 en América Latina y 1.792 en Asia oriental. Sin embargo, en el año 2003 el número de compañías registradas en América Latina había disminuido a 1.238, mientras que había ascendido a más del doble en Asia oriental, llegando a 4.576. Cada país de la muestra asiática exhibió un crecimiento sostenido, en tanto que solo dos países de América Latina tuvieron algún tipo de expansión. Este fenómeno de suspensión de cotización (*delisting)* tiene serias consecuencias sobre la liquidez del mercado, como detallaremos más abajo. La tendencia en el número de compañías registradas complementa los datos sobre capitalización de mercado, y deja en claro el papel relativo de los aumentos de precio y volumen. Estos datos sugieren que los aumentos de precio fueron muy importantes en América Latina, mientras que los aumentos de volumen prevalecieron en Asia. La última columna del cuadro 5.4 ofrece pruebas más directas de este hecho. El índice principal de precios de los valores de mercados emergentes indica que los precios de las acciones de Asia oriental sufrieron un pequeño descenso de 1990 a 2003, mientras que los precios en América Latina subieron un 300% en dólares.[15]

[15] Standard and Poor's (2000, 2005). Mientras que los precios descienden en Asia oriental luego de la crisis de 1997-1998, las alzas más rápidas de precios de América Latina no se deben exclusivamente a este factor. En 1996, por ejemplo, el año anterior a la crisis, el índice de Asia era 403, en tanto que el de América Latina era 649 (1984 = 100).

Un último conjunto de datos que resulta esencial para analizar los mercados nacionales de capitales tiene que ver con los compradores de bonos y acciones. En el cuadro 5.5 se aclara este punto, aunque es difícil recabar datos, y las categorías específicas de cada país dificultan su interpretación; los datos se limitan a títulos de deuda. Sin embargo podemos extraer algunos puntos útiles de este cuadro. En primer lugar, los bancos comerciales son los compradores predominantes en Asia oriental, siendo tenedores de la mitad de los bonos; en América Latina, la participación de los bancos es menos de un tercio. En segundo lugar, la mayor categoría de compradores individuales en América Latina son los inversionistas institucionales, es decir, fondos de pensión privados, compañías de seguros y fondos de inversión de diversos tipos. En tercer lugar, la categoría "otros", que incluye a inversionistas particulares y compañías, es mucho más importante en Asia que en América Latina. Estos distintos tipos de compradores tienen importancia porque tienen distintas exigencias de cartera. Si tomamos los dos extremos, los inversionistas institucionales tienden a comprar valores y mantenerlos en su poder, mientras que es mucho más probable que los inversionistas particulares comercialicen sus adquisiciones con frecuencia. El perfil del inversionista está probablemente relacionado con el coeficiente de transacciones que se muestra en el cuadro 5.4, si tomamos como base que los tenedores de acciones y bonos se comportan de manera similar.

Cuadro 5.5
AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL: TENEDORES DE TÍTULOS DE DEUDA INTERNA, 2000
(Porcentaje del PIB)

Región y país[a]	Bancos centrales	Bancos comerciales	Inversionistas institucionales	Otras instituciones financieras	No residentes	Otros
América Latina[b]	10	31	33	29	0	6
Brasil	22	30	0	49	0	0
Chile	0	31	62	7	0	0
Colombia	25	20	46	2	0	7
México	0	57	13	29	1	0
Perú	3	16	43	14	0	24
Asia oriental[b]	5	50	12	17	1	17
Corea	2	63	20	14	2	0
Indonesia	0	96	0	4	0	0
Malasia	7	0	0	24	1	68
Tailandia	11	39	26	24	0	0

Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BPI) (2002, p. 29).

[a] No hay datos para Argentina, Filipinas, República Bolivariana de Venezuela, Singapur y provincia china de Taiwán.

[b] Promedios sin ponderar de los países que se muestran en el cuadro.

Hasta aquí nos hemos dedicado a analizar los mercados financieros nacionales, pero los gobiernos y el sector privado tienen una fuente alternativa a nivel internacional. Los bancos internacionales pueden ofrecer crédito a los prestatarios en economías emergentes, ya sea a través de sus oficinas principales o de sus sucursales locales en las mismas economías, y los actores de mercados emergentes también pueden emitir bonos o acciones a nivel internacional. En el cuadro 5.6 se brinda información sobre los montos en circulación de préstamos bancarios, bonos y acciones en circulación en 1995 y 2003. Encontramos aquí un patrón algo diferente al de los cuadros anteriores: el financiamiento internacional en el 2003 representó un porcentaje mayor del PIB en América Latina (50%) que en Asia oriental (45%). Los datos muestran, además, que el financiamiento internacional, como porcentaje del financiamiento total (nacional e internacional), fue un 31% en América Latina, en comparación con un 16% en Asia oriental. No obstante, los componentes internacionales no compensan las diferencias en términos de financiamiento nacional entre las dos regiones.

Si desagregamos las cifras correspondientes a los préstamos bancarios y a las emisiones de bonos en mercados internacionales, llegamos a resultados similares a los de los mercados nacionales en lo referido a la asignación entre los sectores público y privado. En América Latina cerca de dos tercios de los bonos emitidos en el 2003 en mercados internacionales correspondieron a emisiones de gobiernos. Los porcentajes van del 31% en Chile al 96% en Perú. Solo el 16% fue emitido por compañías no financieras en América Latina, en comparación con el 35% en Asia oriental; en ambos casos, el remanente fue emitido por instituciones financieras locales. Por lo tanto, en América Latina los mercados de bonos tanto nacionales como internacionales fueron, en buena parte, el terreno de los gobiernos que necesitaban financiar sus déficit. El caso de Asia oriental fue diferente ya que las empresas del sector privado fueron las principales emisoras de deuda. Con respecto a los préstamos bancarios, el panorama tiene más matices. En el 2003, el sector público recibió una participación apenas mayor en el total de préstamos internacionales en América Latina (22%) respecto de Asia oriental (19%). En América Latina el sector no financiero fue el mayor prestatario entre las instituciones privadas: obtuvo cerca del 60% de los préstamos. En Asia oriental encontramos una distribución más bien pareja entre los prestatarios financieros y los no financieros.[16]

[16] Calculado sobre la base de datos obtenidos en el sitio web del Banco de Pagos Internacionales. Para los bonos internacionales véase [en línea] <http://www.bis.org/statistics/qcsv/anx12.csv>; para los préstamos bancarios internacionales, véase [en línea] <http://www.bis.org/statistics/hcsv/panx9a.csv>.

Cuadro 5.6
AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL: PARTICIPACIÓN EN MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES, 1995 Y 2003
(Porcentaje del PIB)

Región y país	Préstamos internacionales[a]		Bonos internacionales en circulación		ADR[b]		Total	
	1995	2003	1995	2003	1995	2003	1995	2003
América Latina[c]	15	29	4	19	1	2	20	50
Argentina	16	28	6	68	2	5	24	101
Brasil	11	22	3	17	0	2	14	41
Chile	33	70	1	14	2	3	36	87
Colombia	13	15	2	17	0	0	15	32
México	22	34	9	12	4	2	35	48
Perú	11	22	0	4	0	2	11	28
Venezuela (Rep. Bolivariana de)	16	22	5	17	0	0	21	39
Asia oriental[c]	34	30	4	11	1	4	39	45
Corea	17	17	5	10	1	3	23	30
Indonesia	24	17	2	4	1	3	27	24
Filipinas	13	30	4	31	3	4	20	65
Malasia	24	59	8	23	2	4	34	86
Singapur	255	148	1	24	2	11	258	183
Tailandia	40	27	4	6	1	5	45	38
Provincia china de Taiwán	12	22	1	7	1	8	14	37

Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BPI) [en línea] <http://www.bis.org/statistics/hcsv/hanx9a_int.csv> para los préstamos bancarios, [en línea] <http://www.bis.org/statistics/qcsv/anx15b.csv) para los bonos; Fondo Monetario Internacional (FMI), *Global Financial Stability Report* (septiembre de 2004) y datos sin publicar para los títulos.

[a] Incluye préstamos internacionales y préstamos en moneda extranjera de sedes locales de bancos extranjeros.
[b] La suma de las emisiones acumulativas de recibos de depósito americanos (ADR) desde 1991.
[c] Promedios ponderados de los países que se muestran en el cuadro.

Análisis de las tendencias de los mercados financieros

En la sección anterior se identificaron importantes diferencias entre los mercados financieros internos en América Latina y Asia oriental según diversas dimensiones. Las diferencias más importantes radican en que los mercados de Asia oriental son más profundos y tienen más liquidez que los de América Latina, y en Asia se pone más énfasis en el suministro de recursos al sector privado. La mayor participación de América Latina en los mercados financieros internacionales puede compensar en cierta medida, pero no alcanza para igualar la ventaja de Asia oriental en la esfera interna.

Además, la participación en los mercados de capitales internacionales puede ser un arma de doble filo, ya que por una parte ofrece beneficios importantes en lo que se refiere al volumen y al precio del financiamiento, pero al mismo tiempo proporciona canales de contagio en períodos de crisis financieras y debilita, tal vez, el funcionamiento de los mercados internos. En esta sección se estudia la información relativa a las hipótesis presentadas anteriormente con el fin de explicar las diferencias entre las dos regiones. Las hipótesis se concentran en el entorno macroeconómico, las reformas estructurales, la calidad de las instituciones y el papel de los mercados financieros internacionales en las dos regiones.

Entorno macroeconómico

Una de las razones por las que los mercados financieros internos de Asia oriental son el doble de profundos que los de América Latina (y la distancia entre ellos sigue aumentando) tiene que ver con las diferencias en el desempeño macroeconómico. En el cuadro 5.7 se comparan las dos regiones con respecto a tres variables macroeconómicas de gran importancia para el desarrollo del sector financiero: el crecimiento del PIB, la inflación y la tasa de ahorro interno.

Cuadro 5.7
AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL: INDICADORES MACROECONÓMICOS, 1965–2003
(Porcentaje)

Indicador	América Latina[a]	Asia oriental[a]
Tasa de crecimiento del PIB		
1965–1980	6,0	7,3
1981–1990	1,6	7,8
1991–2000	3,3	7,7
2001–2003	0,4	6,8
Inflación[b]		
1965–1980	31,4	9,3
1981–1990	192,1	6,0
1991–2000	84,1	7,7
2001–2003	6,0	3,1
Tasa de ahorro[c]		
1965	22	22
1990	22	35
2000	20	35
2003	21	41

Fuente: Banco Mundial (1992) para 1965–1990; Banco Mundial (2004a) para el crecimiento del PIB y la inflación en 1991–2003; Banco Mundial, *World Development Indicators* [en línea] <http://www.worldbank.org> para el ahorro en 2000–2003.

[a] Definiciones amplias de América Latina y Asia oriental.
[b] Índice de precios al consumidor.
[c] Ahorro interno bruto como porcentaje del PIB.

La tasa de ahorro es indiscutiblemente importante dado que es el ahorro interno que se recicla por medio del sistema financiero. Como se muestra en el cuadro, las tasas de ahorro en Asia oriental casi duplicaron a las de América Latina en los últimos 15 años, a pesar de haber empezado al mismo nivel en la década de 1960. La tasa de ahorro de Asia oriental después de 1990 fue en promedio un 37% del PIB, en comparación con un 21% en América Latina. Se han considerado una serie de razones para explicar la diferencia, entre las que figuran tasas de crecimiento más altas, tasas inflacionarias más bajas y una mayor necesidad de ahorrar para pagar la educación y las pensiones en Asia. La lista sugiere que las tres variables macroeconómicas están estrechamente interrelacionadas y que constituyen un conjunto de factores y no varios independientes.

Las tasas de inflación son importantes porque influyen en la disposición de las personas de poseer moneda nacional e instrumentos financieros cotizados en dicha moneda. Al mismo tiempo que existe un consenso en este tema en general, también surgen desacuerdos sobre el nivel de inflación que puede desanimar a la gente a poseer activos financieros. Algunos analistas han sugerido un umbral por debajo del cual la inflación no resulta significativa (Boyd, Levine y Smith, 2001). En todo caso, las tasas de inflación registradas en América Latina durante los años ochenta fueron mucho más altas que cualquier umbral posible, alcanzando un promedio cercano al 200% como resultado de la hiperinflación en varios países. El registro de la región mejoró sustancialmente en la década de 1990 (a pesar de que la tasa promedio detallada en el cuadro 5.7 es alta debido a Brasil); a comienzos de la década del 2000 la inflación bajó a cifras de un solo dígito. Una señal del cambio del entorno es el hecho de que las significativas devaluaciones en América Latina a fines de los años noventa no hayan aumentado la inflación en virtud del aumento de la demanda de dinero. Sin embargo, se supone que la historia de la inflación más baja y estable de Asia oriental durante las últimas décadas respalda una mayor profundidad financiera.

El papel que desempeña el crecimiento es más complejo. Como se ha descrito en capítulos anteriores, la mayoría de los expertos afirma actualmente que la relación causal predominante entre financiamiento y crecimiento va del primero al segundo, pero también está de acuerdo en que esta es un área complicada en la que probablemente la retroalimentación y la simultaneidad desempeñen un papel (Demetriades y Andrianova, 2004). En este sentido, los mercados financieros profundos pueden facilitar el desarrollo, pero las altas tasas de crecimiento también estimulan a estos mercados formando de esta manera un círculo virtuoso. En términos más

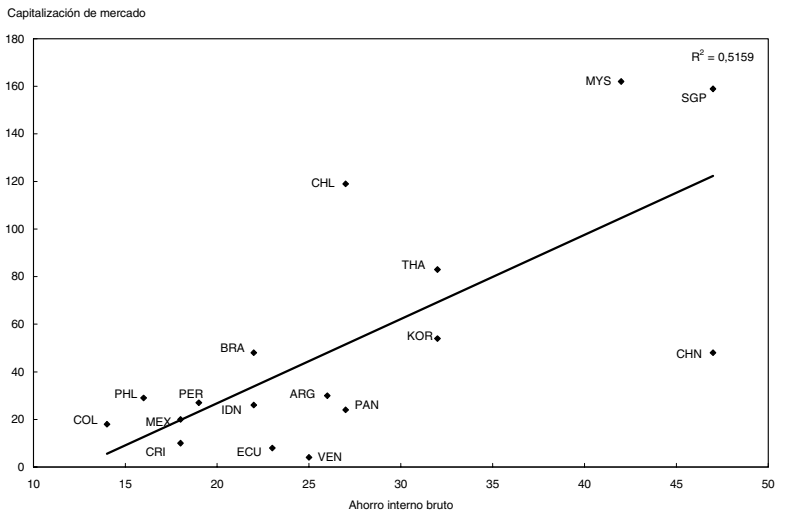
generales, la expansión económica dará origen a algún tipo de financiamiento; la pregunta es si este será sólido y sostenible o frágil y de corta duración. La volatilidad de la tasa de crecimiento también es importante, dado que la alta volatilidad reduce generalmente la disposición de los inversionistas para colocar dinero en el mercado.

Las tasas de crecimiento de Asia oriental, que han sido notablemente estables, fueron las más altas del mundo en el período comprendido entre la década de 1960 y la de 1990. Se mantuvieron altas en los años noventa, hasta la crisis de 1997 y 1998. El crecimiento de América Latina, si bien fue intenso en las primeras décadas de la posguerra, quedó rezagado en comparación con el de Asia oriental y tuvo un marcado descenso en los años ochenta como resultado de la crisis de la deuda externa. Se recuperó al comienzo de la década de 1990 y descendió nuevamente recién después de la crisis financiera mexicana de 1994 y 1995. Las interrupciones en el crecimiento en ambas regiones son correlativas a los problemas en los mercados financieros. En América Latina el sector bancario atravesó una grave crisis de crédito en varios países, especialmente en México, después de 1995, mientras que en Asia oriental la capitalización del mercado de acciones cayó sustancialmente luego de 1997 y 1998, lo que produjo un estancamiento temporal en el volumen de financiamiento.

Para ilustrar la relación entre el desempeño macroeconómico y el desarrollo del mercado de capitales, en los gráficos 5.1, 5.2 y 5.3 se muestran las correlaciones de la tasa de ahorro, el crecimiento del PIB y la inflación con la capitalización del mercado accionario en América Latina y Asia oriental. Tal como se esperaba, la relación con el ahorro y con el crecimiento es positiva y con la inflación es negativa. La relación con el ahorro es la más fuerte (R^2 = 0,52), seguida por la del crecimiento (R^2 = 0,32) y la de la inflación (R^2 = 0,28).[17]

[17] Las correlaciones entre las tres variables macroeconómicas y los bonos en circulación fueron, por lo general, más bajas que con la capitalización del mercado de acciones; la excepción fue el crecimiento del PIB, donde la correlación fue más alta (R^2 = 0,39 en relación con R^2 = 0,32). Las correlaciones entre las variables macroeconómicas y el coeficiente de transacciones fueron muy débiles.

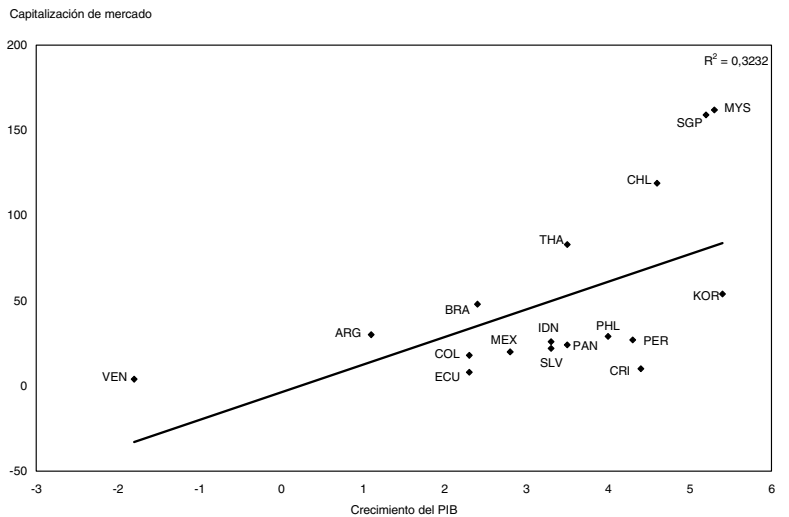
Gráfico 5.1
AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL: CAPITALIZACIÓN DE MERCADO VS. AHORRO INTERNO BRUTO[a]



Fuente: Banco Mundial, *World Development Indicators* [en línea] <http://www.worldbank.org>.

[a] La capitalización de mercado (para 2003) y el ahorro interno bruto (para 2003) son porcentajes del PIB.

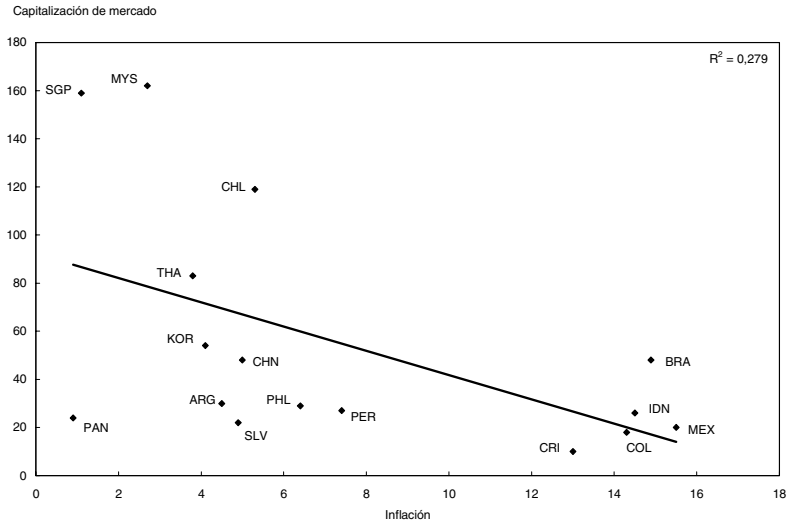
Gráfico 5.2
AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL: CAPITALIZACIÓN DE MERCADO VS. CRECIMIENTO DEL PIB[a]



Fuente: Banco Mundial, *World Development Indicators* [en línea] <http://www.worldbank.org>.

[a] La capitalización de mercado (para 2003) es un porcentaje del PIB; el crecimiento del PIB es el promedio de 1994–2003.

Gráfico 5.3
AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL: CAPITALIZACIÓN DE MERCADO VS. INFLACIÓN[a]



Fuente: Banco Mundial, *World Development Indicators* [en línea] <http://www.worldbank.org>.

[a] La capitalización de mercado (para 2003) es un porcentaje del PIB; la inflación es el promedio de variación del índice de precios al consumidor para 1994–2003.

Reformas estructurales

Un segundo factor en la explicación de la profundidad y el desempeño diferencial de los mercados de capitales está relacionado con el papel de las reformas estructurales. Las reformas tienen una doble función: son una señal para los inversionistas privados y son instrumentos prácticos que pueden promover la expansión del mercado de capitales. Centramos nuestra atención en tres reformas: la liberalización financiera, la privatización y la reforma del sistema de pensiones. Desafortunadamente los datos para fundamentar las comparaciones entre las regiones son escasos. Hubo varios intentos de evaluar las reformas en América Latina, pero no tenemos referencias de la existencia de datos comparables relativos a Asia oriental.[18] En consecuencia utilizamos indicadores (*proxies*) para llevar a cabo nuestras comparaciones, recurriendo a varios cuadros y gráficos incluidos en capítulos anteriores.

Comenzamos por analizar la liberalización financiera, que permite al sector privado (nacional y extranjero) tomar decisiones sobre asuntos financieros en lugar de que estas les sean impuestas por el gobierno. En este caso tenemos, efectivamente, medidas de reforma en ambas regiones.

[18] Acerca de América Latina, véanse Burki y Perry (1997); Morley, Machado, y Pettinato (1999); Lora (2002).

En el capítulo 2 presentamos un índice de liberalización financiera constituido por tres elementos: la liberalización interna, la apertura de la cuenta de capital y la desregulación del mercado de acciones. Estos datos mostraron que, en general, el sector financiero de América Latina fue algo más abierto a fines del 2002 que el de Asia oriental, si no tomamos en cuenta el retroceso de Argentina (véase el gráfico 2.1 en el capítulo 2). La diferencia principal estuvo vinculada a la cuenta de capital, que se mantuvo más cerrada en Asia oriental.

La privatización es la segunda reforma que estudiaremos. Esta tiende a dar resultado en empresas privadas que necesitan nuevas fuentes de capital ya que dejaron de tener acceso a los ingresos del gobierno para complementar los beneficios no repartidos. Es probable que las nuevas empresas sean más eficientes y rentables que las empresas públicas predecesoras, pero tendrán necesidad de fondos externos de todas maneras. Por lo tanto es probable que coticen en una bolsa de acciones local y que inicien trámites para la emisión de bonos. Si bien no poseemos datos sobre las privatizaciones en general en Asia oriental, los datos sobre las privatizaciones bancarias expuestos en el capítulo 3 nos brindan un indicador de las tendencias de las dos regiones. La información consignada en el cuadro 3.1 muestra que la propiedad estatal de los bancos disminuyó mucho más rápido en América Latina que en Asia oriental en el período 1970–1995. Sin embargo, si bien en América Latina hubo mucho más privatización, en el año 1995 la proporción de bancos de propiedad privada fue bastante similar en las dos regiones. En comparación, los datos del cuadro 3.2 indican que entre 1990 y 2002 los bancos privados en América Latina aumentaron su control del total de activos del 54% al 78%, mientras que en Asia oriental, en promedio, la propiedad del gobierno aumentó como resultado de la crisis. Si bien este aumento del control estatal fue en general transitorio, los bancos nuevamente nacionalizados no hubieran sido candidatos a cotizar en bolsas locales, como sucedió en América Latina.[19]

Se analiza por último la reforma del sistema de pensiones. También en este caso nos faltan datos comparables, pero en el cuadro 5.5 se presenta información sobre los compradores de deuda en las dos regiones a comienzos de esta década. Los inversionistas institucionales, fundamentalmente los fondos de pensión, constituyeron en América Latina el mayor grupo de tenedores de deuda, representando el 33% de ellos. En segundo lugar figuran los bancos comerciales, con un 31% y luego otras instituciones financieras con un 29%. En Asia oriental,

[19] Sobre la privatización en los países en desarrollo, véanse Gupta (2000); Kagami y Tsuji (2000); Bortolotti y Siniscalco (2004); Nellis y Bridsall (2005). Para América Latina véase Chong y López-de-Silanes (2005).

mientras tanto, los bancos comerciales eran tenedores del 50% de la deuda y solo el 12% estaba en manos de inversionistas institucionales. La conversión de los programas públicos de pensiones basados en el sistema de reparto (*pay-as-you-go*) comenzó en Chile en el año 1981. El sistema chileno de capitalización individual (*fully-funded*) fue luego adaptado en varios otros países de la región, como Argentina, Colombia, El Salvador, México y Uruguay, en especial en los años noventa. Aunque Brasil no ha privatizado su sistema de pensiones, cuenta con un sistema voluntario complementario en el que hay administradores de fondos encargados de invertir sus activos. En Asia oriental no se han abandonado los sistemas de pensión del gobierno, pero varios países poseen importantes fondos de previsión controlados por el gobierno que tienen una administración activa. Los más grandes se encuentran en Malasia y Singapur.

Los fondos de pensión administrados, ya sean controlados por el sector público o privado, son importantes protagonistas en los mercados locales de deuda y, quizás, de acciones. La pregunta es si pueden invertir en valores del sector privado o solo en títulos del gobierno. Cuando prima el primer caso, los fondos se vuelven un estímulo importante en la demanda de valores a largo plazo del sector privado. Por ejemplo, en Chile los fondos de pensión fueron un factor fundamental de apoyo para los mercados de valores, y lo mismo está comenzando a suceder en México. En la mayoría de los casos, sin embargo, se limitan a brindar una manera no inflacionaria de financiar los déficit estatales. Los fondos complementarios de Brasil están básicamente dedicados a la deuda del gobierno, con una pequeña participación en bonos y capital accionario privados. En el cuadro 5.8 se muestra el total de activos como porcentaje del PIB en los fondos administrados de América Latina y Asia oriental. Los fondos más grandes se encuentran en Chile, Malasia y Singapur. Sin embargo, en dólares, los fondos de Brasil son mayores que los de Chile. En la mayoría de los casos predominan los títulos del gobierno. Las inversiones en acciones son muy reducidas, si bien son más frecuentes las inversiones en bonos del sector financiero y corporativo.[20]

[20] Sobre la reforma del sistema de pensiones en América Latina y Asia oriental véase Holzmann y Hinz (2005). Puede encontrarse un análisis más profundo sobre la experiencia en América Latina y su impacto en los mercados financieros en Gill, Packard, y Yermo (2005). Acerca de Chile, véanse Uthoff (2001); Corbo y Schmidt-Hebbel (2003). Acerca de Brasil, véase Studart (2000).

Cuadro 5.8
AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL: ASIGNACIÓN DE ACTIVOS DE FONDOS DE PENSIÓN, CIRCA 2002[a]

Región y país	Total[b]	Porcentaje del PIB	Asignación de activos (porcentaje del total)						
			Bonos gubernamentales	Bonos corporativos	Instituciones financieras[c]	Capital accionario	Fondos de inversión	Títulos extranjeros	Otros
América Latina									
Argentina	11,7	11,3	76,7	1,1	2,6	6,5	1,8	8,9	2,4
Bolivia	1,1	15,5	69,1	13,4	14,7	0,0	0,0	1,3	1,5
Brasil[d]	47,7	10,4	54,3	2,2	23,0	27,7	0,0	0,0	11,5
Chile	35,5	55,8	30,0	7,2	34,2	9,9	2,5	16,2	0,1
Colombia	6,3	7,7	49,4	16,6	26,6	2,9	0,0	4,5	0,0
Costa Rica	0,1	0,9	90,1	4,6	5,3	0,0	0,0	0,0	0,0
El Salvador	1,1	7,4	84,7	0,5	14,4	0,5	0,0	0,0	0,0
México	31,5	5,3	83,1	14,8	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Perú	4,5	8,1	13,0	13,1	33,2	31,2	0,8	7,2	1,6
Uruguay	0,9	9,3	55,5	4,3	39,6	0,0	0,0	0,0	0,5
Asia oriental									
Indonesia	6,9	4,0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Filipinas	7,4	9,5	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Malasia	54,4	57,3	37,0	19,0	21,6	21,7	0,0	0,0	0,0
Singapur	52,9	60,1	100,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tailandia[e]	11,8	9,3	40,0	n.d.	28,3	8,0	n.d.	n.d.	n.d.

Fuente: Yermo (2004) para América Latina, excepto Brasil; Asher (2002) para Asia oriental; Armijo y Ness (2004) y Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) (2005) para Brasil.

n.d. No hay datos.
[a] Fines del año 2002 para América Latina; fechas variables entre 1999 y 2001 para Asia oriental.
[b] En miles de millones de dólares.
[c] Depósitos bancarios y fondos de mercado monetario para Asia oriental.
[d] Fondos de pensión de empresas solamente; el porcentaje atribuido a los títulos del gobierno puede incluir algunos otros rubros.
[e] Se dispone solo de la asignación parcial.

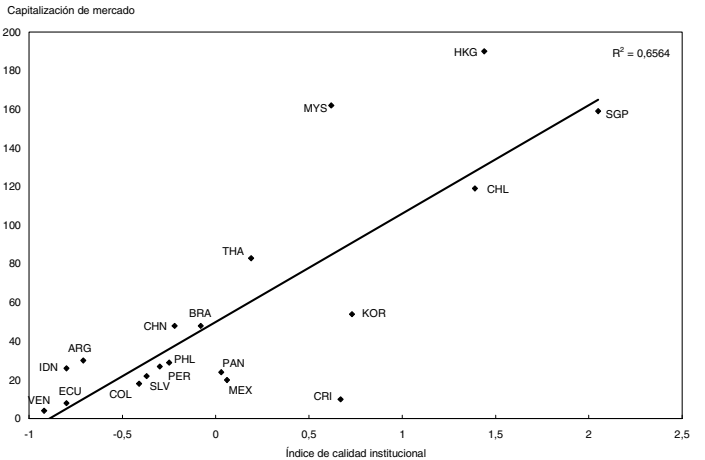
Calidad de las instituciones

Nuestra tercera hipótesis sobre la razón por la cual los mercados de capitales de Asia oriental son más profundos que los de América Latina tiene que ver con la calidad de las instituciones en las dos regiones. En el capítulo 3 se estudió la influencia de las instituciones en la determinación del desempeño del sector bancario. Las instituciones cobran una importancia aún mayor con respecto a los mercados de capitales, donde el tema de la confianza resulta crucial. Hemos comparado el índice de las instituciones expuesto en el cuadro 3.7 con el tamaño de los mercados de capital y el resultado se ilustra en el gráfico 5.4. La relación es altamente positiva (R^2 = 0,66). Los principales valores atípicos (*outliers*) son los de Costa Rica, que tiene una capitalización de mercado mucho menor de lo esperado de acuerdo con la alta calidad de sus instituciones, y de Malasia y Hong Kong (región administrativa especial de China), que tienen mercados más desarrollados de lo previsto. En contraste con el tamaño del mercado, no existe prácticamente ninguna relación entre las instituciones y la liquidez (el coeficiente de transacciones). Aparentemente, la liquidez está más vinculada con la estrategia de los inversionistas que con las características de los mercados y tiende a ser menor en países en los que los fondos de pensión juegan un papel importante, ya que los inversionistas tienden a comprar valores y mantenerlos en su poder, lo cual es más característico de América Latina que de Asia oriental, donde los principales inversores son los bancos y las personas físicas. Más adelante expondremos otras razones de la baja liquidez en América Latina.

Los indicadores anteriormente mencionados muestran cómo funcionan las sociedades y las economías en su conjunto o la calidad de su gobernabilidad. Son extremadamente importantes para determinar el entorno en el que se toman las decisiones sobre los negocios, pero existe un conjunto de instituciones más específicas que tiene la misma importancia. Estos son elementos de gobierno corporativo, que se define como las instituciones y prácticas a través de las cuales los proveedores de financiamiento a empresas se aseguran el retorno de sus inversiones.[21] En una sociedad capitalista este último resulta crucial cuando hay que asumir riesgos e invertir dinero. El gobierno corporativo es reconocido cada vez más como un determinante del éxito económico de los países en el mundo desarrollado. Aquí evaluamos su grado de influencia sobre los mercados de capitales en nuestro conjunto de economías emergentes.

[21] Shleifer y Vishny (1997, p. 737). Para un enfoque más amplio sobre gobierno corporativo véanse Oman (2001); Oman, Fries, y Buiter (2003). Sobre gobierno corporativo en América Latina véase Capaul (2003); para el este de Asia, véase Zhuang (2000); para el sudeste de Asia, veáse Ho (2005).

Gráfico 5.4
AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL: CAPITALIZACIÓN DE MERCADO VS. ÍNDICE DE CALIDAD INSTITUCIONAL[a]



Fuente: Cuadro 3.7 para el índice de calidad institucional; Banco Mundial, *World Development Indicators* [en línea] <http://www.worldbank.org> para la capitalización de mercado.

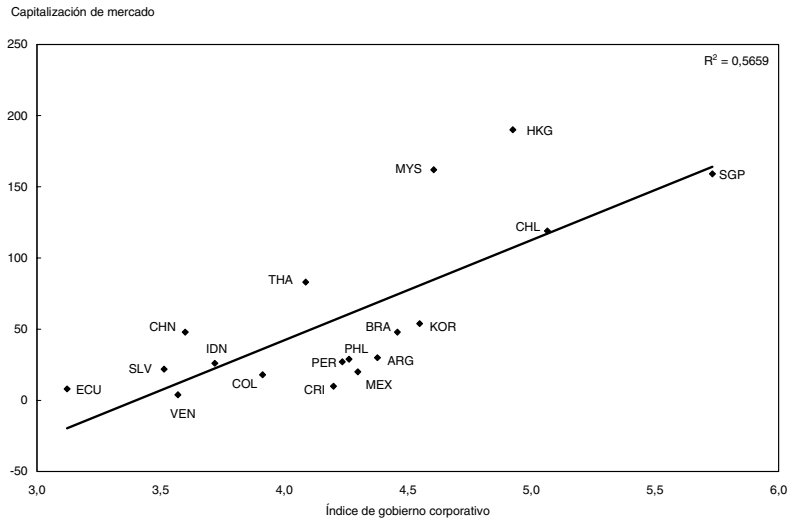
[a] La capitalización de mercado (para 2003) es un porcentaje del PIB. El índice de calidad institucional (para 2002) se compone de un promedio de cuatro índices: eficacia gubernamental, calidad reguladora, estado de derecho y control de la corrupción.

El Foro Económico Mundial recopila información sobre la competitividad mundial e incluye indicadores de gobierno corporativo como un aspecto importante de dicha competitividad. Hemos seleccionado cuatro de las preguntas de su sondeo anual a ejecutivos de empresas y las hemos transformado en un índice. Las cuatro preguntas comprenden la disponibilidad de la información, la divulgación de información financiera, el tratamiento de la información privilegiada y las normas reguladoras.[22] Los resultados de la comparación entre el índice de gobierno corporativo y la capitalización de mercado en los países de América Latina y de Asia oriental (véase el gráfico 5.5) arrojan una relación similar, aunque algo más débil, a la que encontramos con los indicadores más generales de la gobernabilidad a nivel nacional (R^2 = 0,57). Por lo general, los países asiáticos superan la tendencia, lo que indica que sus mercados de acciones están más desarrollados

[22] Foro Económico Mundial (1999). Estas son las preguntas: (1) ¿Piensa usted que se tiene acceso a abundante información sobre el sistema de negocios? (2) ¿Es el grado de la divulgación de información financiera amplio y detallado? (3) ¿Cree que el abuso de información privilegiada es poco habitual en los mercados de valores nacionales? (4) ¿Piensa que las normas reguladoras están entre las más estrictas del mundo? Cada pregunta está graduada en una escala de uno a siete, siendo siete la respuesta más positiva. El sondeo comprendió 3.934 encuestados de 58 países en 1999. En la actualidad tiene una cobertura mucho más amplia, pero lamentablemente las preguntas que revisten mayor interés para nuestros propósitos ya no están incluidas, por lo que utilizamos los datos de 1999.

de lo previsto de acuerdo con los indicadores de gobierno corporativo; Hong Kong (región administrativa especial de China) y Malasia son ejemplos de esta situación. Los países latinoamericanos tienen, generalmente, mercados más reducidos de lo esperado. La relación entre los indicadores del gobierno corporativo y las emisiones de bonos en circulación también es positiva, pero mucho más débil que para los mercados de acciones, y lo mismo se aplica al coeficiente de transacciones.

Gráfico 5.5
AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL: CAPITALIZACIÓN DE MERCADO VS. ÍNDICE DE GOBIERNO CORPORATIVO[a]



Fuente: Foro Económico Mundial (1999) para el índice de gobierno corporativo; Banco Mundial, *World Development Indicators* [en línea] <http://www.worldbank.org> para la capitalización de mercado.

[a] La capitalización de mercado (para 2003) es un porcentaje del PIB. El índice de gobierno corporativo (para 1999) se compone de cuatro índices: disponibilidad de la información, divulgación de la información financiera, tratamiento de la información privilegiada y normas reguladoras.

La Porta, López-de-Silanes, y Shleifer (2003) ofrecen una alternativa a los datos del Fondo Económico Mundial. Estos autores crean dos subíndices dentro de un marco para comparar cómo los sectores públicos y privados hacen cumplir las leyes. Después analizan la correlación entre los índices y el tamaño y el desempeño del mercado. Las acciones públicas comprenden los atributos de los supervisores, sus facultades de investigación, su capacidad para dar órdenes a emisores, distribuidores y contadores y para imponer sanciones penales. Entre las acciones privadas se incluyen las medidas referentes a los requisitos de divulgación de la información y las normas sobre las pruebas necesarias en los casos en que el inversionista pretende recuperar pérdidas. En tanto encuentran una

relación positiva entre el desarrollo del mercado de capitales y las acciones privadas (no así las públicas), la relación en los países que estamos analizando es muy inferior a lo expuesto en el gráfico 5.5. Algunos valores atípicos también ponen en duda la confiabilidad de los indicadores. Por ejemplo, el puntaje más alto correspondiente a las acciones privadas se registra en Filipinas, mientras que Perú e Indonesia obtienen mejores calificaciones que Chile; México compite con Ecuador y República Bolivariana de Venezuela por los últimos lugares del índice. En consecuencia, pensamos que la relación entre las acciones públicas y privadas debe ser analizada con más profundidad.

Contexto internacional

Una última hipótesis sobre los mercados de capitales en las dos regiones se centra en el contexto internacional. Los mercados financieros nacionales proporcionan la gran mayoría del financiamiento en todas las economías emergentes, pero el capital internacional también ha desempeñado un papel importante. Los canales de ingreso de capital extranjero han variado a lo largo del tiempo. La inversión extranjera directa (IED) fue el canal más importante en los años cincuenta y sesenta, pero fue sustituida por los europréstamos sindicados en la década de 1970, lo que condujo a una seria crisis de la deuda externa en los años ochenta en América Latina y en algunos países asiáticos. En la década de 1990, mientras la IED cobró nueva relevancia e incluyó importantes inversiones en la banca, los fondos de pensión y otras áreas del sector financiero, las inversiones de cartera también tuvieron su peso. Ingresaron por medio de la inversión en mercados de acciones locales y, en menor medida, en mercados de bonos; los depósitos bancarios constituyeron el canal principal en países más pequeños y con mercados de capitales menos desarrollados. Sin embargo, la mayoría de las inversiones de cartera extranjera se agotaron a mediados de los años noventa, cuando los inversores internacionales se volvieron más reacios al riesgo.

Paralelamente, gobiernos, bancos y grandes compañías no financieras de las economías emergentes buscaban fondos en mercados internacionales a través de la emisión de bonos, la emisión de recibos de depósito americanos o globales (ADR o GDR por sus siglas en inglés) y préstamos solicitados a bancos internacionales. En el cuadro 5.6 se muestra que en el 2003 los préstamos bancarios internacionales llegaron al 29% y al 23% del PIB en América Latina y Asia oriental, respectivamente. Los bonos internacionales alcanzaron el 19% en América Latina y el 10% en Asia oriental, mientras que el capital accionario internacional aportó un monto menor y representó el 4% del PIB en Asia y el 2% en América Latina. Aquellos que tuvieran acceso a mercados internacionales podrían

obtener mayores montos de financiamiento a precios más bajos que los que se podían lograr a nivel local.[23] Por supuesto que el acceso a los mercados internacionales está reservado a un grupo extremadamente reducido de empresas privadas de gran envergadura y con larga historia, además de gobiernos y empresas gubernamentales.

A pesar de las ventajas inherentes a la participación en mercados internacionales, el acceso a ellos ha estado acompañado por la volatilidad, los riesgos del tipo de cambio y (con frecuencia) las crisis financieras. Como se analizó en el capítulo 2, existe gran controversia respecto del peso relativo de las causas internas y externas de las crisis. Sin embargo, los analistas están de acuerdo, por lo menos, en que los mercados financieros internacionales han sido la fuente de graves problemas tanto para la administración macroeconómica como para el funcionamiento de las empresas a nivel microeconómico.

Varios de dichos problemas han sido identificados. El más obvio es que el capital extranjero tiende a movilizarse en olas. Entran flujos importantes en tanto crece el entusiasmo por las economías emergentes, pero estos flujos pueden retirarse tan rápidamente como llegaron cuando, por cualquier razón, decae la confianza. En los gráficos 4.4 se muestran claramente estos ciclos en América Latina y Asia oriental. Estas oleadas y sequías son muy difíciles de administrar debido a su gran tamaño respecto de la mayoría de las economías emergentes. La prociclicalidad es otro problema relacionado con el flujo de capitales privados, el cual puede producir burbujas de precios de activos que, al explotar, causan mayores estragos en estas economías que en los países desarrollados con sistemas financieros más fuertes. Un tercer problema está relacionado con la apreciación del tipo de cambio, que se alimenta con las afluencias de capital y debilita la balanza comercial, incrementando la necesidad de más afluencias de capital.[24]

Además de estos problemas frecuentemente analizados, los economistas del Banco Mundial que han estudiado los mercados de capitales de América Latina y las razones de su falta de dinamismo han subrayado la existencia de un nuevo dilema (Banco Mundial, 2004c; Claessens, Klingebiel, y Schmukler, 2004). Llegan a conclusiones similares a las nuestras en cuanto al impacto positivo del desempeño

[23] Véase Zervos (2004) para información detallada sobre costos comparativos de mercados nacionales e internacionales. El estudio se centra en los tres países estudiados en profundidad en este libro (Brasil, Chile, y México) y en él se encuentra una gran variación de costos. Por lo general, el financiamiento a través de bonos es menos costoso que el capital accionario, y la emisión internacional tiende a ser menos costosa que la emisión nacional (salvo en México).

[24] Ffrench-Davis y Griffith-Jones (2003) presentan un análisis reciente sobre estos problemas en los mercados emergentes.

macroeconómico, de las reformas y de las instituciones en el desarrollo de los mercados de capitales nacionales, y observan que estos mismos factores están positivamente vinculados con la participación de América Latina en los mercados internacionales. Una de las técnicas utilizadas por dichos economistas para analizar este fenómeno es la construcción de una variable que es la relación entre la actividad bursátil extranjera y la actividad nacional. Luego de regresar esta variable sobre variables de reforma, institucionales y macroeconómicas, llegan a la conclusión de que mientras el desarrollo de los mercados nacionales y la internacionalización son impulsados por los mismos factores, la última relación es la más fuerte. Es decir, los avances del desempeño macroeconómico, las reformas, y las instituciones aceleran la internacionalización. Encuentran información similar respecto de los mercados de bonos gubernamentales, si bien la falta de datos impidió realizar el análisis de los bonos corporativos.

Luego se hace una comparación entre América Latina y Asia oriental en relación con este tema. Nuestros datos expuestos en el cuadro 5.6 indican que el financiamiento internacional es más importante para América Latina que para Asia oriental. Más del 30% del financiamiento total de América Latina en el 2003 provino de fuentes internacionales, en comparación con el 16% de Asia oriental. Una de las explicaciones es que la proximidad geográfica y cultural con Estados Unidos ofrece la opción de financiamiento internacional para América Latina, especialmente en el caso de México, lo que puede haber contribuido a que el desarrollo de los mercados nacionales parezca menos urgente que en el caso de Asia.

En el análisis del Banco Mundial también se trata el impacto de la internacionalización en los mercados nacionales de las dos regiones y se llega a la conclusión de que la misma es negativa para América Latina. En uno de los estudios se concluye que la relación entre los tres factores analizados anteriormente y la internacionalización acelerada se mantiene solo para América Latina (Levine y Schmukler, 2004). Los autores identifican dos canales: uno tiene que ver con la migración financiera y sus consecuencias. Cuando las empresas latinoamericanas emiten acciones y bonos en el exterior, cae la liquidez en los mercados de capitales locales. El tamaño reducido y la concentración profundizan estos problemas; en casos extremos —que han sucedido en América Latina pero no en Asia— las empresas se retiran del mercado local y se trasladan a mercados de valores internacionales de Estados Unidos o Europa. El otro canal es la desviación comercial. Cuando las empresas se internacionalizan, aumentan las operaciones de sus acciones en los mercados locales a expensas de otras empresas que no cotizan internacionalmente. En consecuencia, mientras las reformas fomentan el desarrollo de los mercados de capitales nacionales por vías directas, también pueden desalentarlo de manera indirecta.

En resumen, luego de tomar en cuenta cuatro conjuntos de factores para determinar el dinamismo relativo de los mercados de capitales en América Latina en comparación con Asia oriental, encontramos que tres de ellos parecen favorecer a la región asiática y que uno es más positivo en América Latina. El entorno macroeconómico sugiere claramente que los mercados de capitales deberían funcionar mejor en Asia oriental que en América Latina. Asimismo, la gobernabilidad de más alta calidad en Asia oriental debería respaldar los mercados de capital. La diferencia entre las dos regiones es mucho menor con relación a las instituciones de gobierno corporativo, si bien Asia oriental tiene aún una pequeña ventaja. La activa participación de América Latina en los mercados financieros internacionales favorece en algunos aspectos a las empresas y gobiernos de la región, pero aparentemente trae más desventajas que ventajas. La nueva información del Banco Mundial aumenta la preocupación de que la participación en los mercados internacionales pueda menoscabar los mercados nacionales.

Solamente el esfuerzo por realizar reformas más profundas —liberalización financiera, privatización y reforma del sistema de pensiones— parece ser más positivo para el desarrollo del mercado de capitales en América Latina, pero evidentemente no ha sido suficiente para compensar los otros tres factores que han beneficiado más a Asia oriental. Una de las razones es que el resultado de las reformas no siempre ha sido el esperado. Las crisis financieras posteriores a la liberalización financiera son, quizás, los ejemplos más llamativos, pero también han surgido serios problemas económicos y políticos como consecuencia de la privatización. Al mismo tiempo, la reforma de los fondos de pensión —que han sido de gran ayuda para la expansión de los mercados de capitales en América Latina— probablemente haya puesto un freno a la liquidez en los mercados de capitales de la región. Otros investigadores han sugerido que la liquidez es el mayor vínculo entre los mercados de capitales y el desarrollo económico.

Conclusiones

En este capítulo se han aportado datos acerca de una serie de dimensiones para comparar los mercados financieros en América Latina y Asia oriental, que pueden resumirse en los siguientes seis puntos. En primer lugar, el sector financiero en general —incluyendo los bancos y los mercados de capitales— es doblemente profundo en Asia oriental que en América Latina (como porcentaje del PIB). La brecha ha aumentado en términos absolutos pero no como porcentaje del PIB, ya que la producción ha aumentado mucho más rápido en Asia que en América Latina. En

segundo lugar, los créditos bancarios como porcentaje del PIB aumentaron muy lentamente en América Latina entre 1990 y el 2003 ante la grave crisis crediticia que tuvo lugar en muchos países. Los préstamos aumentaron mucho más rápido en Asia, lo que significa un aumento en la brecha entre el crédito y el PIB entre las dos regiones. Asimismo, una proporción mucho menor de crédito bancario se ha destinado al sector privado en América Latina. En tercer lugar, los bonos en circulación en Asia oriental aumentaron más rápidamente en términos absolutos, pero no como porcentaje del PIB. Sin embargo, la brecha continúa siendo muy importante y, una vez más, una participación mucho mayor correspondió al sector privado en Asia.

En cuarto lugar, la capitalización de los mercados de acciones tuvo un rápido desarrollo en ambas regiones, si bien hubo un marcado descenso de nuevas emisiones. Los aumentos de precios jugaron un papel más importante en el crecimiento de la capitalización en América Latina que en Asia oriental. Además, la cantidad de empresas registradas en bolsa disminuyó en América Latina, mientras que en Asia oriental esa cantidad se duplicó con creces en el período 1990-2003. Los mercados en Asia oriental también fueron más activos en términos de volumen de operaciones. En quinto lugar, mientras los mercados financieros internos de América Latina quedaron rezagados con respecto a los de Asia oriental, la brecha fue parcialmente compensada por su mayor participación en los mercados internacionales. El porcentaje del financiamiento internacional en el financiamiento total fue el doble en América Latina que en Asia oriental, pero la participación en mercados internacionales tiene efectos negativos así como positivos. En sexto lugar, todos los indicadores anteriormente detallados presentan una gran diversidad en los países de las dos regiones. En muchos casos, las diferencias intrarregionales son casi tan importantes como las interregionales.[25]

Hemos presentado cuatro hipótesis para explicar la mayor profundidad de los mercados en Asia oriental, que fueron respaldadas por los datos presentados. En primer lugar, el desempeño macroeconómico superior de esa región desde comienzos de la década de 1960, traducido en tasas de crecimiento más altas, menor inflación y mayor ahorro, creó un entorno propicio para el desarrollo de los mercados de capitales. En segundo lugar, las reformas estructurales en ambas regiones no solo brindaron una señal positiva a los inversionistas privados sino que también aportaron nuevos actores tanto del lado de la oferta como del de la demanda. En los mercados de acciones locales se registraron empresas recientemente

[25] Véase, por ejemplo, Stallings (2005) acerca de las crecientes similitudes entre los sectores financieros de Chile y Corea del sur.

privatizadas, al mismo tiempo que los fondos de pensión privatizados estaban ávidos por adquirir activos a largo plazo. En tercer lugar, el desarrollo del mercado de capitales se vio promovido por instituciones fuertes que aumentaron la confianza de posibles inversionistas. Estas instituciones se encontraban en dos niveles: en las características de gobernabilidad nacional y en indicadores de gobierno corporativo. Por lo general, las instituciones de Asia oriental fueron más fuertes. En cuarto lugar, la mayor participación de América Latina en los mercados de capitales internacionales ha aportado algunos beneficios importantes en el acceso a mercados más profundos y a precios más bajos, pero supone riesgos más altos en términos de volatilidad, desfases entre monedas y la posibilidad de contagio en épocas de crisis financiera. La experiencia reciente sugiere que la interrelación entre los mercados nacionales e internacionales puede perjudicar al mercado nacional. De cualquier manera, la opción de participación internacional está reservada a los gobiernos y a un pequeño número de grandes empresas.

Los países de América Latina enfrentan muchos desafíos al intentar ampliar el acceso al financiamiento como una medida tendiente a promover un mayor desarrollo y una mejor calidad de vida para sus habitantes. Este capítulo se ha centrado en el papel de los mercados de capitales, que pueden ofrecer una alternativa al financiamiento bancario nacional para algunos actores económicos y, quizás, dejar más lugar para otros en el mercado crediticio. También ofrecen nuevos instrumentos para la movilización del ahorro y sirven como estímulo para mejorar el gobierno corporativo y otras instituciones. Si bien los mercados de capitales nunca serán la fuente de financiamiento dominante, pueden sí ser un complemento valioso.

Parte II

El impacto del nuevo sistema financiero en la inversión y el acceso en América Latina

Capítulo 6

Chile: la propiedad mixta proporciona un nuevo modelo

Chile fue el primer país de América Latina que inició un importante programa sostenido de liberalización financiera.[1] Comenzó a mediados de los años setenta, poco después de que los militares pusieran fin al gobierno de Salvador Allende. Pero el proceso de liberalización dio lugar a un período de préstamos no sustentables y mal gestionados que desembocó en una grave crisis a comienzos de los años ochenta. Como parte del proceso de recuperación, Chile se convirtió en pionero de la reestructura de los bancos y la modernización del sistema de regulación y supervisión. Desde 1990, el sector financiero de Chile ha tenido los mejores resultados de la región según una serie de indicadores. Por ello, el caso chileno puede ofrecer enseñanzas, tanto positivas como negativas, para sus pares de la región y ofrece una referencia para nuestro análisis de otros países.

El sistema bancario de Chile creció continuamente desde comienzos de los años noventa y actualmente goza de la mayor profundidad financiera entre las economías latinoamericanas, aunque estos niveles son todavía bajos con respecto a los estándares internacionales. También se lograron mejoras en la eficiencia bancaria y las tasas de interés y los márgenes se redujeron sustancialmente, lo cual indica que el riesgo de incumplimiento se redujo a medida que se expandió el crédito. Los mercados de capitales crecieron durante el decenio, aunque el crecimiento

[1] Queremos agradecer a Gabriela Clivio, gerente de estudios de BBVA Corredores de Bolsa de Santiago, por su valiosa ayuda con los datos para este capítulo.

fue menos sostenido: tras un período de rápido aumento, sufrieron una merma, pero han empezado a crecer nuevamente en los últimos años. A lo largo del proceso, los mercados han aumentado su papel en el financiamiento de los hogares y el sector productivo, gracias, en gran parte, a la activa participación de inversionistas institucionales. La estabilidad es otra característica del sistema financiero de Chile que se destaca en comparación con las experiencias de las economías vecinas. El sistema no se vio distorsionado por la crisis mexicana (solo afectó considerablemente al mercado de acciones) ni por los posteriores *shocks* financieros enfrentados en la región a fines de los años noventa (si bien la actividad crediticia disminuyó su ritmo). Desde el año 2003 ha existido una considerable recuperación.

En este capítulo se analizarán algunos de los factores determinantes de los buenos resultados financieros de Chile y se evaluará el efecto de los acontecimientos del sector en su capacidad para promover el crecimiento y ampliar el acceso del sector productivo al financiamiento. En la primera parte se presenta una breve reseña del proceso de liberalización financiera y los cambios en la regulación y la supervisión ocurridos tras la crisis de 1981–1983. En la segunda parte se analizan los cambios de estructura del sistema financiero desde 1990. En la tercera parte, se estudia la relación entre el financiamiento, la inversión y el crecimiento, mientras que en la cuarta parte se evalúa el acceso al crédito de distintos segmentos del sector productivo. En la última parte se presentan las conclusiones y se analizan los desafíos que se enfrentan en Chile, pese a su positivo desempeño en los últimos 15 años.[2]

Liberalización, crisis y respuesta

Chile ha sido un modelo de estabilidad financiera en el contexto latinoamericano desde 1990 y el sistema financiero ha dado gran apoyo al resto de la economía. Pero no siempre ha existido esa estabilidad. La crisis de los años ochenta, en particular, tuvo un alto costo para el gobierno, las empresas y los consumidores, así como para los propios bancos. Recién después el sistema financiero asumió sus actuales características. Para echar luz sobre esta trayectoria, nos retrotraeremos a la liberalización financiera de los años setenta, a los efectos de identificar los problemas generados, examinar la crisis de 1981–1983 y la respuesta oficial, y describir el nuevo sistema de regulación y supervisión introducido luego de la crisis. También iremos más allá del ámbito bancario para considerar cambios institucionales en los mercados de capitales.

[2] Dos trabajos recientes que tratan algunos de estos temas son los de Hernández y Parro (2004, 2005).

La liberalización financiera y sus consecuencias

Al terminar el gobierno de Allende en 1973, Chile tenía uno de los sistemas financieros más reprimidos de la región.[3] El banco central, junto con el Ministerio de Hacienda, fijaba las tasas de interés, manteniéndolas en niveles reales negativos. El resultado fue un muy bajo volumen de intermediación financiera; hacia 1973 los créditos bancarios al sector privado descendieron a solamente un 6% del PIB.[4] Las exigencias de reservas eran altas (el 80% para los depósitos a la vista) y los bancos estaban obligados a proporcionar créditos a sectores específicos que el gobierno deseaba fomentar. Además, el gobierno era propietario directo o controlaba la mayoría de los bancos. El tradicional banco comercial oficial (el Banco del Estado) era responsable del 45% de los préstamos, y la mayoría de los demás bancos comerciales fueron nacionalizados durante el período de Allende. Los cinco bancos de desarrollo administraban un volumen de crédito equivalente al de todo el sistema bancario nacional.[5]

Uno de los principales objetivos de la junta militar que derrocó a Allende era liberalizar y reestructurar el sistema financiero, como parte de un proceso más amplio para establecer una economía orientada al mercado y abierta al resto del mundo.[6] El proceso se puso en marcha a pocos meses del golpe militar y hubo tres tipos de cambios. En primer lugar se puso fin a las restricciones a la intermediación financiera. Se eliminaron las exigencias de crédito dirigido, se redujeron los requisitos de reserva a un 10% para los depósitos a la vista y se redujeron las restricciones sobre préstamos extranjeros, que finalmente se eliminaron. En segundo lugar, las tasas de interés se liberalizaron. Hacia fines de 1975, los bancos eran libres de fijar las tasas para préstamos y depósitos, estando sujetos solamente los primeros a un "máximo convencional". En tercer lugar, se reorganizó el sector bancario. Los bancos comerciales estatales se vendieron al sector privado a precios subsidiados, lo cual facilitó la formación de grupos centrados en los bancos. Hacia fines de 1978, de los bancos comerciales solamente el Banco del Estado se mantuvo

[3] Sobre represión financiera a comienzos de los años setenta, véanse Valdés Prieto (1992) y Fontaine (1996); las cifras empleadas en este párrafo provienen de esas fuentes, a menos que se indique otra cosa.

[4] Calculado sobre la base de datos del *International Financial Statistics Yearbook* del Fondo Monetario Internacional (FMI) (2000, línea 22d).

[5] Incluidos la Corporación de Fomento de la Producción (CORFO), la Corporación de Reforma Agraria (Cora), el Instituto de Desarrollo Agropecuario (Indap), la Corporación de la Vivienda (Corvi) y la Empresa Nacional de Minería (Enami).

[6] Véanse Ffrench-Davis y Stallings (2001) sobre el proceso general de reforma de Chile; Held y Jiménez (2001) se concentran en la reforma del sector financiero. Los datos del resto de esta sección provienen de la última fuente a menos que se indique otra cosa. Puede consultarse una crítica de la reforma financiera en Díaz-Alejandro (1985); Ffrench-Davis (2002).

en manos del gobierno, aunque tres de los bancos de desarrollo continuaron funcionando según una nueva normativa. Como parte del proceso de privatización, se permitió a las instituciones extranjeras operar en Chile y se autorizó el establecimiento de sociedades financieras tanto reguladas como no reguladas. Por último, hubo un movimiento hacia el establecimiento de bancos universales, eliminando la antigua segmentación del mercado y disminuyendo las barreras al ingreso.

La disminución de la regulación y la supervisión causó graves problemas, pese a que se mantuvieron disimulados hasta comienzos de los años ochenta. Los bancos parecían tener condiciones más sólidas según una serie de indicadores, especialmente los márgenes de ganancia. Una señal precoz de los posibles problemas fue el explosivo crecimiento del crédito, que aumentó a una tasa compuesta real del 32% anual entre 1975 y 1981, y se elevó del 12% al 49% del PIB durante ese período de seis años.[7] Una parte cada vez mayor iba a prestatarios relacionados (un 20% de los préstamos y un 250% del capital y las reservas hacia 1982). Pese al rápido crecimiento del crédito, las tasas de interés del mercado interno se mantuvieron muy por debajo de las tasas internacionales, con un promedio real del 20% durante los seis años.

Muchos bancos se aprovecharon del débil entorno de regulación y supervisión para adoptar prácticas que, en última instancia, los llevaron a la insolvencia. La gestión bancaria era muy propensa al riesgo elevado. Además de los créditos relacionados, la cartera vencida no era reconocida, las provisiones para pérdidas eran deficientes y una porción cada vez mayor de los préstamos se financiaba con créditos externos, lo cual llevó a un desfase de monedas especialmente luego de que se fijara el tipo de cambio en 1979. Estos problemas se exacerbaron por la presunción de una garantía de los depósitos por parte del gobierno. Tras el rescate de un importante banco en 1976, se introdujo un limitado esquema de garantía de depósitos (hasta aproximadamente 3.000 dólares por cuenta), pero la percepción pública era que existía una garantía mucho más amplia.

La política macroeconómica exacerbó los problemas internos de los bancos. El rápido descenso de los aranceles llevó a una gran cantidad de quiebras de empresas, especialmente en el sector industrial, y el tipo de cambio fijo aumentó la competencia para las empresas nacionales y generó dificultades en el sector exportador. Esto se reflejó en grandes déficit comerciales y de cuenta corriente, lo cual debió financiarse cada vez más con créditos extranjeros. La volatilidad del ritmo de crecimiento

[7] Calculado sobre la base de datos del *International Financial Statistics Yearbook* del Fondo Monetario Internacional (FMI) (2000, líneas 22 a-f); los datos hacen referencia a créditos de bancos de depósito de dinero a los sectores público y privado, deflactados por el índice de precios al consumidor.

aumentó los riesgos para los bancos, ya que sus clientes comenzaron a tener dificultades. Estos problemas eran similares a los que se vieron más adelante en otros países de la región y fuera de ella.

La crisis financiera y la respuesta del gobierno

En 1981 estalló una grave crisis financiera como consecuencia de las condiciones antes descritas. Al año siguiente, la situación se complicó con una crisis en la balanza de pagos relacionada con el tipo de cambio fijo. La crisis financiera precedió a la declaración de moratoria de 1982 en México y al recorte de los créditos externos a América Latina; en otras palabras, la crisis tuvo raíces internas, aunque se vio exacerbada por acontecimientos internacionales.

La crisis financiera estuvo signada por la insolvencia de la mayoría de los bancos privados nacionales y las financieras. De los 26 bancos privados nacionales y las 17 financieras que operaban, la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) tuvo que asumir las operaciones de 14 bancos y 8 financieras entre 1981 y 1986. Entre ellos, se encontraban los dos bancos más grandes de Chile: el Banco de Chile y el Banco de Santiago. Ocho de los bancos intervenidos y las ocho financieras fueron liquidados, mientras que otros se fusionaron con instituciones solventes.

En un reciente estudio se detalla la respuesta de corto plazo del gobierno y se calculan los costos en los que se incurrió (Sanhueza, 1999, 2001).[8] La liquidación de 16 instituciones financieras estuvo basada en la violación de normas legales y regulatorias, además de la insolvencia. Parte de los costos fueron soportados por los accionistas y la otra parte por las instituciones del Estado; para el gobierno, estos equivalieron al 10,6% del PIB. El costo de la liquidación fue muy superior al costo de las deudas incobrables reconocidas de los bancos y las financieras, lo cual sugiere la escala de las pérdidas ocultas. Además, fue muy poco lo que se recuperó, lo que indica la debilidad de las carteras de crédito, un ineficiente proceso de liquidación o ambas cosas.

Hacia mediados de 1982, la crisis se volvió sistémica y se extendió a las instituciones solventes con serios problemas de liquidez a corto plazo. En este caso, la solución concebida fue que el banco central comprara la cartera vencida de los bancos con un acuerdo de que se recompararía más adelante y no se les permitiera pagar dividendos hasta que lo hicieran. La mayoría de las compras de cartera se centraron en los dos bancos más grandes, pero muchas otras instituciones también participaron. El proceso fue muy prolongado y uno de los bancos todavía está pagando sus deudas al banco central. Los costos para el gobierno representaron el 6,7%

[8] La respuesta de largo plazo se analiza en la siguiente sección.

del PIB (el 8,9% de recursos transferidos menos el 2,2% de recuperación). Más allá de resolver el tema de las deudas incobrables, la mayoría de los bancos también tuvieron que ser recapitalizados. Un mecanismo clave fue un programa conocido como capitalismo popular, que daba diversos incentivos fiscales por la compra de nuevas acciones en pequeños bloques (2,4% del PIB).

Si bien estos mecanismos fueron muy útiles en el retorno de estos bancos al mercado, también hubo que tomar medidas para resolver la otra parte del problema: los deudores (Eyzaguirre y Larrañaga, 1991). Se estableció un tipo de cambio preferencial para quienes tenían deudas en moneda extranjera, cuyos problemas aumentaron con la devaluación del peso a mediados de 1982. En el caso de las pymes y de los deudores hipotecarios se reprogramaron las deudas. Estos programas costaron conjuntamente al gobierno un 16,3% del PIB; la gran mayoría de ese monto acabó por financiar el dólar preferencial.

El proceso general supuso un costo de más del 35% del PIB (Sanhueza, 1999, p. 47).[9] Además, esto representa solamente los costos fiscales, excluida la pérdida del PIB resultante de la crisis. Se atribuyen buenos resultados al rescate en Chile, en el sentido de que se exigió a los accionistas asumir una parte considerable del costo, lo que evitó empeorar los problemas en el curso del proceso de rescate y llevó a la reestructuración del sector bancario de manera que se pudiese reiniciar un proceso de otorgamiento de créditos.[10] El crédito como porcentaje del PIB, medido en moneda local constante, alcanzó su máximo en 1982, disminuyó hasta 1986, y luego comenzó a aumentar nuevamente.[11] Al mismo tiempo, el costo de oportunidad de la amplia cantidad de recursos públicos gastados fue muy alto, especialmente en una sociedad caracterizada por una gran y creciente desigualdad. Una lección de la experiencia chilena es la necesidad de diseñar políticas más eficientes y más igualitarias antes de que golpee una crisis.

---

[9] Los cálculos fueron realizados tomando como base el año 1983.

[10] Véase el análisis comparativo de Rojas-Suárez y Weisbrod (1996).

[11] Como en México un programa similar llevó a la paralización de ese país, vale la pena estudiar en detalle los mecanismos usados en Chile. Pese a los altos costos y a la gran complejidad de las operaciones en Chile, el requisito de que los bancos usaran sus utilidades para recomprar la cartera vencida en un período determinado —y no pagaran dividendos hasta que lo hicieran— equivalió a que los bancos chilenos tuvieran un incentivo para expandir el crédito como forma de aumentar sus ingresos. Además, el rápido crecimiento posterior a 1985 representó un atractivo para que los bancos ampliaran el crédito. Ambos aspectos fueron diferentes en México.

El nuevo sistema de regulación y supervisión

Tras la crisis surgió una nueva actitud con respecto a la regulación y la supervisión del sistema bancario. El cambio fue parte de un movimiento general hacia un mayor pragmatismo en la política económica chilena, en contraste con la visión extrema de los años setenta de que menos gobierno era mejor en todas las situaciones.

La ley bancaria de 1986, que se convirtió en un modelo para la región, fortaleció las facultades de la SBIF. La ampliación de las iniciativas que comenzaron antes en la década exigió que las carteras fueran ordenadas por categoría de riesgo y que se establecieran provisiones para los créditos de mayor riesgo. También aumentó la transparencia del proceso. Reforzó las políticas con respecto a los créditos a los prestatarios individuales y a las partes relacionadas. Estas últimas fueron definidas en forma más estricta que en la anterior ley bancaria, y los préstamos relacionados se limitaron al 5% del capital si no existía una garantía y al 25% si esta existía. Además, el monto total del crédito relacionado no podía superar el capital más las reservas del banco, y el crédito a partes relacionadas no podía ser otorgado en términos más favorables que a otros prestatarios. Los requisitos de capital fueron mantenidos en los niveles anteriores: el apalancamiento no podía superar 20 veces el capital de los bancos y 15 veces el de las financieras. Sin embargo, se ajustaron las definiciones. Se eliminaron los seguros de depósitos a plazo, de manera que los depositantes estuviesen más atentos, pero todos los depósitos a la vista estaban cubiertos, al igual que las cuentas de los titulares de pequeños depósitos (hasta un monto de 4.000 dólares) (Held y Jiménez, 2001).

La ley bancaria fue modificada en 1997 para actualizarla según las tendencias nacionales e internacionales que habían surgido en la década anterior. En este momento, Chile había adherido al índice de adecuación de capital del 8% del Banco de Pagos Internacionales y adoptó además sus categorías de riesgo. Se permitía a los bancos incorporar actividades como administración de fondos de inversión, fondos de pensión, arrendamiento financiero, factoraje y asesoramiento financiero en el mercado interno. A escala internacional, se les permitió tener filiales e iniciar otras funciones permitidas internamente. Podían también aportar garantías a clientes en el mercado internacional. Por último, se generaron condiciones para que ingresaran al mercado chileno más bancos, tanto nacionales como extranjeros, tras una década de estar cerrado a ello.[12]

[12] Sobre las modificaciones de 1997 a la ley bancaria, véase Budnevich (2000).

Otra innovación de los años noventa fue lo que algunos expertos bancarios denominaron monitoreo privado (véase el capítulo 4). Es decir, la supervisión no estaba limitada a las actividades del gobierno, sino que se complementaba con más información de manera que los clientes potenciales pudiesen ver las diferencias entre bancos competidores. Los indicadores del monitoreo privado eran si se exigía o no auditoría externa, el porcentaje de los mayores bancos que estaban calificados por las agencias calificadoras internacionales, y el grado de divulgación de la contabilidad y de responsabilidad de los directores. En Chile se ha estado avanzando en esta dirección. Además, las calificaciones que reciben los bancos de las agencias internacionales son las más altas de América Latina y comparables a las de los bancos de países desarrollados.[13]

Las autoridades de supervisión bancaria de Chile conciben la autorregulación de los bancos como un complemento imprescindible para la regulación y la supervisión estatales. Esto está muy relacionado con el nuevo énfasis en el gobierno corporativo, con participación de una gestión profesional, directorios independientes, auditores externos, nacionales o internacionales, y mayor transparencia que en el pasado.[14] La SBIF ha abandonado la práctica de decir a los bancos exactamente cómo evaluar el riesgo de crédito. Casi todos los bancos están preparando ahora sus propios modelos de evaluación de riesgo —que tienen que ser aprobados por las autoridades— para aplicar el nuevo sistema regulador de Basilea II. Pero la supervisión del gobierno continúa siendo bastante estricta; los bancos deben publicar extensos informes trimestrales y hay inspecciones anuales a cada banco. La mayoría de los expertos cree que esta combinación de regulación pública y privada es lo que ha convertido a Chile en un modelo para las economías de la región.[15]

Más allá del sector bancario

Si bien el principal impulso de las reformas del sector financiero se centró en la banca, también se prestó atención al desarrollo de los mercados de capitales. Los mercados chilenos fueron tradicionalmente muy subdesarrollados, pero los tecnócratas del gobierno militar quisieron

---

13 Véanse informes diversos de calificaciones de Moody's, Standard and Poor's y Fitch Ratings.

14 Acerca del gobierno corporativo en Chile, véase Agosin y Pastén (2003).

15 Marshall (2004b) proporciona una reciente declaración de políticas sobre la regulación y la supervisión de bancos. Para consultar la evaluación positiva del Fondo Monetario Internacional sobre el sistema financiero chileno, véase FMI (2004a). Pese a la positiva evaluación externa, algunos especialistas argumentan que la regulación y la supervisión en Chile son demasiado estrictas y que el país debería avanzar mucho más hacia el monitoreo privado; véase Carkovic y Levine (2002).

promoverlos como un complemento del sistema bancario.[16] Se introdujeron nuevos instrumentos —especialmente los relacionados con el financiamiento hipotecario— a fines de los años setenta, pero recién hacia 1980–1981 se aprobó la legislación básica que creaba una nueva Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) para regular a los emisores y operadores y para exigir la publicación trimestral de información de empresas que cotizaban en la bolsa. Los tecnócratas crearon asimismo una solución al problema de la tasa de inflación de Chile, que estaba muy por encima de los niveles internacionales. Suponía la existencia de una unidad contable, conocida como unidad de fomento (UF), que se indexaba según la tasa de inflación y cambiaba su valor diariamente. Creada originariamente en la década de 1960 para su uso por parte de instituciones de ahorro e hipotecarias, la UF se extendió a las actividades financieras en general en los años setenta, de manera de simular un prerrequisito crucial para el desarrollo del mercado de capitales. Por último, hubo una gran reforma del sistema de pensiones en 1981 que estuvo íntimamente ligada al desarrollo del mercado de capitales, como se explica más adelante.

Los precios de la Bolsa de Comercio de Santiago cayeron dos tercios durante la crisis financiera de comienzos de los años ochenta y no recuperaron su nivel de 1980 hasta finales de la década. Pero los problemas creados no eran tan serios como los del sector bancario. Por consiguiente, el único cambio considerable en la legislación del mercado de capitales en los años ochenta fue el establecimiento del requisito de que las inversiones aptas para la compra por los fondos de pensión tuviesen la calificación de dos agencias especializadas; esto generó una industria de calificación de riesgos en el país. A mediados de los años noventa, se introdujeron cambios para liberalizar los límites de la cartera de los fondos de pensión a la propiedad de acciones y bonos. Recién a fines de los años noventa el Ministerio de Hacienda introdujo importantes modificaciones a la legislación de valores.

La ley de oferta pública de adquisiciones del año 2000 (Ley de Opas) mejoró el gobierno corporativo, especialmente mediante la protección de los derechos de los accionistas minoritarios, y dio mayor flexibilidad a los fondos de inversión. Al mismo tiempo, las facultades reglamentarias de la SVS aumentaron y se elevaron los requisitos de capital para bancos con alta concentración de activos. La Ley de Reforma al Mercado de Capitales I del 2001 fue más allá e intentó aumentar el acceso de las pequeñas y medianas empresas, incluyendo el establecimiento de una nueva bolsa de valores orientada a sus necesidades. Redujo asimismo los impuestos a las ganancias de capital y

[16] Sobre el estado de los mercados de capitales a comienzos del gobierno militar, véase Gregoire y Ovando (1974).

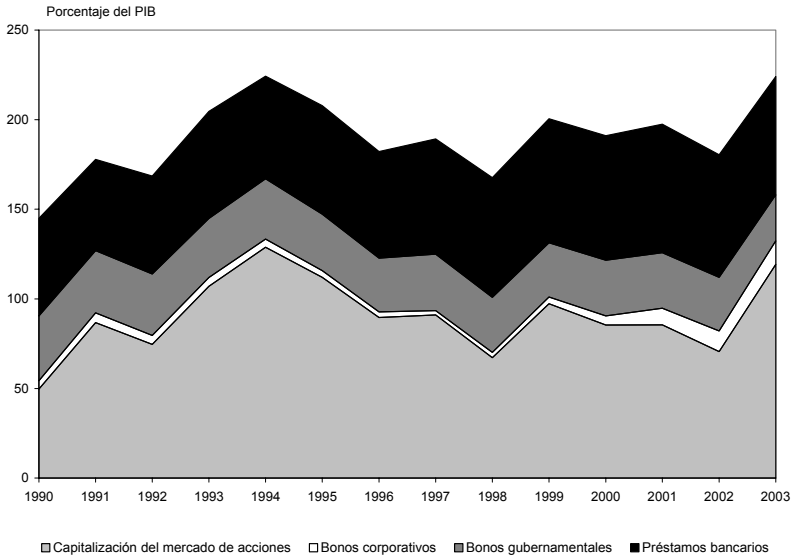
otros impuestos para ciertos grupos de inversores y liberalizó en mayor medida las restricciones de los fondos de pensión. El proyecto de Reforma al Mercado de Capitales II se introdujo en 2003 para promover el capital de riesgo, bajar los costos de transacción, mejorar el gobierno corporativo, aumentar la transparencia e introducir cuentas de pensión voluntarias para complementar el sistema obligatorio. Un escándalo que golpeó los mercados de capitales en el 2003 enlenteció temporalmente el proceso legislativo, mientras se buscaban métodos para prevenir que ello volviese a ocurrir.[17] Un aspecto importante es una mejor coordinación entre las superintendencias de bancos, de valores y seguros y de fondos de pensión. Si bien el gobierno no planea actualmente consolidar la supervisión, se ha generado un sistema de coordinación informal. El proyecto de Reforma al Mercado de Capitales II propone establecer un comité formal, atendido por un secretariado técnico.

Modificaciones de las estructuras

Al igual que otras economías latinoamericanas, en los años ochenta Chile tenía un sistema financiero basado en los bancos, dada la posición dominante de los bancos en la intermediación de fondos. El sector bancario continuó expandiéndose en los años noventa, pero el tamaño del mercado de bonos y especialmente de acciones también se elevó sustancialmente (véase el gráfico 6.1). De hecho, hay un debate en curso acerca de si Chile está avanzando hacia un sistema financiero basado en el mercado de capitales (Gallego y Loayza, 2001). Una de las principales razones para el aumento del papel de los mercados de capitales en el sistema financiero de Chile fue una expansión rápida del tamaño y el rol de los inversores institucionales, especialmente los fondos de pensión privatizados. En un período muy corto, adquirieron grandes volúmenes de valores y se beneficiaron de los altos precios. Al mismo tiempo, los cambios regulatorios y el mejor entorno de negocios llevaron al crecimiento de los fondos de inversiones mutuos y extranjeros, lo que generó un círculo virtuoso entre los inversionistas institucionales y la expansión de los mercados de capitales. Los mercados financieros internacionales también dieron la bienvenida a las empresas chilenas.

[17] Este escándalo, que fue menor según los parámetros internacionales e incluso regionales, tuvo que ver con el robo por parte operadores inescrupulosos de una empresa privada (Inverlink) y la principal institución de desarrollo del gobierno (CORFO). Además, Inverlink había obtenido ilegalmente información de la secretaria del presidente del Banco Central, lo cual provocó la renuncia de este último.

Gráfico 6.1
CHILE: COMPOSICIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS, 1990–2003



Fuente: Elaboración propia sobre la base de los cuadros 6.1 y 6.3.

El sector bancario

El sector bancario se expandió sustancialmente en los 20 años que van desde comienzos de la década de 1980 hasta comienzos de la década del 2000. En dólares nominales, el total de activos del sistema se elevó de 20.000 millones de dólares en 1980 a 34.000 millones de dólares en 1990 y a 159.000 millones de dólares en el 2003. En términos compuestos, este aumento promedió cerca del 7% anual en los 23 años que van desde 1980 hasta el 2003. Los activos crecieron también como porcentaje del PIB, del 74% al 188% (véase el cuadro 6.1). Dada la crisis de comienzos de los años ochenta, el crecimiento de los activos fue más lento en la década de 1980 que en la de 1990.[18] Los préstamos y los depósitos siguieron tendencias similares.

Si bien el crecimiento ocurría de forma relativamente sostenida, hubo cambios importantes entre los distintos actores. En el cuadro 6.2 se muestran las características de propiedad del sector bancario en el número de instituciones, empleados, sucursales y proporción de activos. Los bancos extranjeros crecieron sustancialmente durante el período a costa de los

[18] El salto en los activos en el período 1982-1985, que se redujo solo gradualmente, estaba vinculado con el programa de rescate de los bancos.

bancos privados nacionales, especialmente respecto de los activos. Este patrón se dio porque los bancos extranjeros, con excepción de los que fundaban sucursales, ingresaron al mercado a través de la compra de instituciones locales. Mientras tanto, la única institución del sector público mantenía su proporción del mercado. Hacia fines del 2003, los bancos privados nacionales representaban el 46% de todas las instituciones, el 44% de los empleados y el 32% de los activos; los bancos extranjeros tenían el 50%, el 37% y el 57%, respectivamente, mientras que el banco del sector público tenía el 19% de todos los empleados y el 11% de los activos.[19]

Cuadro 6.1
CHILE: ACTIVO Y PASIVO DEL SISTEMA BANCARIO, 1980–2003
(Porcentaje del PIB)

Año	Activos/Pasivos	Préstamos	Títulos	Otros activos	Depósitos	Otros pasivos
1980	74,0	52,1	5,7	16,2	32,8	41,2
1981	77,8	57,8	4,5	15,6	33,7	44,1
1982	129,1	81,9	11,5	35,7	38,7	90,3
1983	147,0	70,2	32,3	44,5	52,1	94,8
1984	202,7	78,9	46,9	76,9	35,4	167,3
1985	218,8	68,2	69,4	81,2	38,1	180,7
1986	191,4	60,2	61,6	69,5	38,7	152,7
1987	163,7	57,3	49,6	56,9	41,2	122,5
1988	132,6	53,8	34,4	44,3	40,1	92,5
1989	123,0	57,8	25,3	39,9	41,6	81,4
1990	124,2	54,5	27,8	41,9	43,0	81,2
1991	99,4	50,9	25,6	22,8	45,4	54,0
1992	96,3	54,6	19,2	22,5	45,6	50,7
1993	103,4	59,7	17,3	26,4	46,8	56,6
1994	118,7	57,3	16,9	44,4	46,1	72,5
1995	120,1	60,5	15,3	44,3	49,1	71,0
1996	118,3	59,5	14,2	44,5	49,2	69,1
1997	133,2	64,3	14,2	54,6	48,2	85,0
1998	133,1	66,8	13,7	52,6	54,5	78,6
1999	160,1	69,2	16,8	74,0	57,9	102,2
2000	178,9	69,2	17,8	91,9	60,6	118,3
2001	192,1	69,5	18,4	104,1	59,6	132,5
2002	181,8	68,4	18,9	94,6	60,2	121,7
2003	188,3	66,0	17,2	105,1	55,4	133,0

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras de Chile (SBIF), *Información Financiera* para 1980–1989 [en línea] <http://www.sbif.cl> para 1990–2003.

[19] Después del año 2000, la definición de banco privado cambió de manera que solamente incluyó a sucursales de bancos extranjeros; las filiales se cuentan como bancos nacionales. En nuestro análisis en el cuadro 6.2 y en otros lugares continúa empleándose la definición anterior, que es la común en otros países.

Cuadro 6.2
CHILE: CARACTERÍSTICAS DEL SISTEMA BANCARIO, 1990–2003

Indicador y año	Privado[a]		Público[b]		Extranjero[c]		Empresas financieras		Total	
	Cantidad	%	Cantidad	%	Cantidad	%	Cantidad	%	Cantidad	%
Número de instituciones										
1990	14	35	1	3	21	53	4	11	40	100
1995	13	38	1	3	17	50	3	9	34	100
2000	9	31	1	3	18	62	1	4	29	100
2003	12	46	1	4	13	50	0	0	26	100
Número de empleados										
1990	20 756	58	8 124	23	4 117	12	2 490	7	35 487	100
1995	23 299	52	8 471	19	5 242	12	7 847	17	44 959	100
2000	15 152	37	7 625	19	16 467	41	1 281	3	40 525	100
2003	16 131	44	7 132	19	13 887	37	0	0	37 150	100
Número de sucursales										
1990	556	58	182	19	147	16	89	7	974	100
1995	724	59	198	14	179	12	136	15	1 237	100
2000	532	38	294	21	526	37	56	4	1 408	100
2003	611	41	310	21	560	38	0	0	1 481	100
Volumen de activos[d]										
1990	6 626	58	1 941	17	2 780	24	143	1	11 491	100
1995	18 937	61	2 404	13	7 667	25	503	2	31 069	100
2000	22 391	31	6 424	9	43 367	60	404	1	72 624	100
2003	30 561	32	10 618	11	54 372	57	0	0	95 550	100

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras de Chile (SBIF), *Información Financiera*.

[a] Bancos privados de propiedad nacional.
[b] Bancos propiedad del gobierno.
[c] Bancos de propiedad extranjera (sucursales y subsidiarias); los datos del año 2003 emplean la antigua definición de bancos extranjeros basada en la propiedad más que en el estatus legal en Chile.
[d] Miles de millones de pesos corrientes.

La proporción de los activos en poder de bancos extranjeros aumentó rápidamente después de 1993, cuando tenían solo un 20%. Hacia el año 2000, el sector bancario de Chile tenía uno de los niveles más elevados de participación extranjera de la región: los bancos con control extranjero tenían el 60% de los activos y otorgaban el 45% de los préstamos, aunque esta participación descendió un poco en el 2003 como consecuencia de varias fusiones. Al igual que en otros países de América Latina, la principal presencia extranjera en Chile proviene de España y de Estados Unidos (55% y 30% de los activos de propiedad extranjera, respectivamente). Otros países representados son Canadá, Japón, varios países europeos y Brasil.[20] Chile fue un objetivo primario de expansión de los bancos extranjeros en los años noventa debido a su fuerte y sostenido desempeño macroeconómico y su estabilidad política.

Si bien la señal más obvia de crecimiento de la participación extranjera en los mercados financieros de Chile es la expansión en el tamaño y el poder de los bancos extranjeros, la posesión de activos extranjeros en instituciones financieras chilenas también aumentó de aproximadamente 500 millones de dólares en 1990 a más de 2.000 millones de dólares en el 2003. A diferencia de la situación en las economías vecinas, este aumento de activos extranjeros no se vio abatido por el aumento de obligaciones externas. De hecho, la diferencia se redujo sustancialmente de una relación de 6:1 de obligaciones con respecto a activos en 1990 a solamente 2,5:1 en 2003.[21] Esta tendencia es importante para la estabilidad del sistema bancario, ya que el desfase de las monedas se ha convertido en uno de los principales factores desestabilizadores inherentes a las crisis bancarias de esta y de otras regiones. La tendencia más saludable en Chile se debe en gran parte a la tasa de ahorro relativamente elevada, que permite a los bancos financiar la mayoría de sus actividades internamente.

Chile tiene solo un banco comercial del sector público, el Banco del Estado de Chile (ahora denominado BancoEstado). La proporción de propiedad pública del sistema financiero es entonces una de las más pequeñas de América Latina (un 11% del total de los activos bancarios en 2003). La función de este banco fue redefinida en los años noventa, y ahora tiene una función considerable de respaldo a las pymes, ya sea directamente o a través de mecanismos de seguro de créditos. También tiene una red amplia de sucursales que se extienden a regiones del país que los bancos privados no consideran

[20] Datos de Salomon Smith Barney (2001); véase también Calderón y Casilda (2000) sobre bancos españoles.

[21] Fondo Monetario Internacional (FMI), *International Financial Statistics Yearbook* (2000, 2004, líneas 7.a.d. y 7.b.d).

suficientemente rentables. Como se muestra en el cuadro 6.2, BancoEstado representa solo el 4% de las instituciones bancarias y el 11% de los activos, pero, no obstante, controla el 21% de las sucursales. El apoyo a empresas más pequeñas y la prestación de servicios financieros a clientes alejados son dos de las formas en que el banco trata de cumplir una función social propia de una institución del sector público a la vez de competir con el sector privado. Su rentabilidad (aproximadamente igual a la de todos los bancos sin descontar impuestos) demuestra que es competitivo y que su sustentabilidad a largo plazo se basa en su propio desempeño, más que en el apoyo del gobierno.[22]

Chile continúa manteniendo tres instituciones de desarrollo que proporcionan un monto limitado de financiamiento a grupos vulnerables de clientes, aunque no son bancos comerciales ya que no toman depósitos. Se trata de la Corporación de Fomento de la Producción (CORFO), que se especializa en créditos y otros servicios a pymes; la Empresa Nacional de Minería (Enami), que respalda a empresas mineras, y el Instituto Nacional de Desarrollo Agropecuario (Indap). CORFO es un banco de segundo piso que trabaja mediante sistema de banca privada, mientras que los otros dos realizan pequeños préstamos directos. En 2003, CORFO desembolsó unos 60 millones de dólares en préstamos y 13 millones de dólares en operaciones de factoraje y arrendamiento financiero. Indap, en 2001, último año sobre el cual hay datos, otorgó préstamos a largo plazo por un valor de 15 millones de dólares y créditos a corto plazo por un valor de 24 millones de dólares.[23]

En el cuadro 6.2 se indica que el sector bancario de Chile es relativamente pequeño en términos de la cantidad de instituciones de depósito. Además, la cantidad disminuyó de 40 en 1990 a 26 en 2003. La reducción en la cantidad de instituciones financieras fue consecuencia de la ola de fusiones y adquisiciones de la última década, así como de la salida de diversos bancos extranjeros con poca participación en el mercado. Simultáneamente, las compañías financieras fueron absorbidas por nuevos bancos universales cuando lo permitió la ley bancaria de 1997, que también autorizó actividades financieras no tradicionales como el factoraje, la custodia y transferencia de valores, los seguros, la suscripción de emisiones y la securitización.

---

[22] Sobre BancoEstado, véase Mena (2005). Más allá del 17% de impuesto a las empresas pagado por todas ellas, las del sector público (incluido el BancoEstado) pagan un 40% sobre las utilidades, de manera que la comparación descontados los impuestos sería errónea.

[23] Calculado sobre la base de datos de Rivas (2004, apéndice).

No es sorprendente que la reducción de la cantidad de instituciones viniera acompañada de un aumento de la concentración. La proporción de préstamos e inversiones controlados por los cinco bancos más grandes se redujo un poco en los años ochenta, del 58% en 1981 al 55% en 1990. Aumentó entonces al 60% en 2000 y subió abruptamente al 72% en el 2003 debido a dos fusiones muy grandes. El Banco Santander de España combinó su banco emblemático de Chile con el Banco Santiago, un banco local grande que ya controlaba; la institución resultante se convirtió en el principal banco del país. Casi al mismo tiempo, el Banco de Chile, que había sido por mucho tiempo la principal institución de propiedad privada, se fusionó con un banco nacional de mediano tamaño, el Banco Edwards, y llegó a ser el segundo banco más grande. El BancoEstado emergió como tercera institución Hacia el año 2003, los diez bancos más grandes representaban el 91% de la totalidad de préstamos e inversiones, mientras que los tres más importantes contaban con casi la mitad del total.[24]

Los mercados de capitales

Los mercados de capitales chilenos continúan siendo poco profundos en comparación con los de los países desarrollados, pero cabe resaltar su reciente expansión. A diferencia de otras experiencias latinoamericanas, la expansión se ha relacionado principalmente con los valores privados más que con la deuda pública. Este patrón tiene que ver con las características de la oferta y la demanda de la profundización financiera de los años noventa. El hecho de que la inversión, incluso en infraestructura y demás construcciones, haya sido fundamental en el auge de la economía explica la creciente demanda de financiamiento a largo plazo. Al mismo tiempo, los años noventa fueron un período de rápido crecimiento de inversionistas institucionales deseosos de adquirir activos a largo plazo.

El valor de los cuatro principales tipos de títulos que se comercializan en Chile se multiplicó por 12 en dólares nominales entre 1981 y 2003; al mismo tiempo se elevó su valor como porcentaje del PIB del 31% al 170% del PIB (véase el cuadro 6.3). Mientras que todas las categorías se ampliaron en términos absolutos, la composición de los mercados de capitales cambió sustancialmente. En 1981, la capitalización de la bolsa representó el 70% del total y los bonos solo el 30%. Un decenio más tarde las proporciones respectivas eran casi las mismas y regresaron a la distribución inicial en el 2003. Dentro de la categoría de bonos, los del sector público eran la mitad del total de bonos en 1981, en el punto más alto de la ideología

[24] Calculado sobre la base de datos de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras de Chile (SBIF) [en línea] <http://www.sbif.cl>.

antiestatista; esta cantidad se elevó a más de tres cuartos a principios de los años noventa y luego se redujo en la década siguiente. Un punto importante para los mercados de capitales es que, a diferencia de los créditos bancarios, alcanzaron un punto máximo tanto en términos absolutos como en proporción del PIB a mediados de los noventa y luego comenzaron a menguar, especialmente tras el comienzo de la crisis asiática en 1997. La tendencia se revirtió recién en el 2003; hacia el 2004 habían finalmente superado el máximo anterior. Se ha dedicado mucha atención en los últimos tiempos a tratar de explicar la reducción y otros problemas de los mercados; volveremos a este punto más adelante.

Cuadro 6.3
CHILE: MERCADOS DE BONOS Y ACCIONES, 1981–2003
(Porcentaje del PIB)

Año	Mercado de acciones[a]	Bonos[b]	Gubernamental [c]	Hipotecario[d]	Corporativo[e]	Total
1981	21,6	9,2	4,9	4,0	0,3	30,8
1982	20,7	15,7	9,3	4,7	1,7	36,4
1983	12,1	25,3	17,3	6,5	1,5	37,4
1984	9,9	31,2	23,2	6,5	1,5	41,1
1985	13,9	60,2	51,8	6,8	1,5	74,1
1986	24,4	57,3	49,5	6,9	0,8	81,7
1987	28,0	51,1	43,6	6,1	1,4	79,1
1988	28,6	42,9	35,1	5,7	2,0	71,5
1989	38,7	38,4	29,5	5,5	3,5	77,1
1990	49,7	46,9	36,2	6,1	4,6	96,6
1991	86,7	46,9	34,7	6,7	5,5	133,6
1992	74,6	46,2	34,3	6,9	5,0	120,8
1993	107,0	46,1	33,0	8,2	4,9	153,1
1994	128,8	48,8	33,6	10,5	4,6	177,6
1995	112,0	46,3	31,5	11,0	3,8	158,3
1996	89,6	46,7	30,0	13,5	3,1	136,3
1997	91,0	47,8	31,6	13,8	2,4	138,8
1998	67,2	46,4	30,8	12,7	2,9	113,6
1999	97,3	47,5	30,3	13,6	3,7	144,8
2000	85,4	49,2	31,1	12,9	5,1	134,6
2001	85,5	53,3	31,0	13,0	9,3	138,8
2002	70,6	53,8	29,9	12,5	11,5	124,4
2003	119,2	51,0	25,7	12,1	13,2	170,2

Fuente: Corporación Financiera Internacional (CFI) (1990, 1995) y Standard and Poor's (2005) para la capitalización del mercado; Ministerio de Hacienda, *Informe Financiero del Sector Público* para los bonos gubernamentales; Superintendencia de Valores y Seguros, *Revista Valores* para los bonos corporativos e hipotecarios.

[a] Capitalización del mercado.
[b] Suma de bonos gubernamentales, hipotecarios y corporativos en circulación.
[c] Bonos en circulación del banco central.
[d] Bonos hipotecarios en circulación.
[e] Bonos corporativos públicos y privados en circulación.

Más allá de las tendencias en el valor total de los mercados de capitales, es necesario destacar otras características. El cambio en el valor de los títulos con el tiempo es el resultado de dos factores: nuevas emisiones y cambios de precio. El primero representa los mercados primarios, mientras que el segundo proviene de los mercados secundarios. Además, nos interesa la liquidez de los mercados, y la cantidad y tipo de participantes.

Para la Bolsa de Comercio de Santiago, los cambios en la capitalización han sido consecuencia principalmente de los precios del mercado secundario, tanto en los aumentos como en los descensos (véase el cuadro 6.4). Las nuevas emisiones han sido relativamente pequeñas con respecto al tamaño total del mercado, lo cual es similar a las tendencias del mercado de acciones en la mayoría de los países. Además, la cantidad de empresas que cotizan actualmente se redujo del punto más alto al que llegaron en los años noventa, de 295 en 1997 a 240 en el 2003. Los participantes son un pequeño grupo de empresas muy grandes para el contexto chileno; los activos promedio de las empresas que cotizan superaban los 600 millones de dólares en el 2004.[25] La liquidez del mercado de acciones, medida como el coeficiente de transacciones (transacciones en un plazo divididas por la capitalización del mercado), ha sido muy baja con relación a los niveles internacionales y disminuyó en los últimos años, lo cual también es fuente de inquietud.

El mercado de bonos difiere del mercado de acciones de varias formas. Como se indicó antes, los bonos públicos en circulación (especialmente los del banco central) son mucho más numerosos que las emisiones corporativas. Sin embargo, la relación se ha reducido debido a que el banco central ha emitido mucho menos recientemente como consecuencia de un cambio de política monetaria, mientras que surgieron emisiones corporativas tras la caída de las tasas de interés. En el cuadro 6.5 se ilustra esta transición muy claramente. La cantidad de emisores ha aumentado, pero los participantes del mercado corporativo es un grupo de empresas aún más reducido que el de las que cotizan en la bolsa. En el 2003, por ejemplo, hubo solo 39 nuevas emisiones corporativas con una flotación promedio de unos 75 millones de dólares. La liquidez en los mercados de bonos es muy superior a la del mercado de acciones, pero se debe principalmente a la gran cantidad de operaciones con documentos del banco central. El comercio de bonos corporativos ha superado el de las acciones, pero es bajo con respecto a los niveles internacionales (Cifuentes, Desormeaux y González, 2002).

[25] Calculado sobre la base de datos de la Bolsa de Comercio [en línea] <http://www.bolsantiago.cl>.

Cuadro 6.4
CHILE: CARACTERÍSTICAS DEL MERCADO DE ACCIONES, 1980–2003

Año	Número de empresas registradas	Capitalización de mercado[a]	Nuevas emisiones[a]	Volumen comercializado[a]	Coeficiente de transacciones[b]	Índice de precios IGPA[c]	Cambio en el índice[d]
1980	265	9 400	198	548	5,8	100	n.d.
1981	242	7 050	192	375	5,3	76	–25
1982	212	4 395	170	114	2,6	68	–59
1983	214	2 599	159	59	2,3	57	–42
1984	208	2 106	127	40	1,9	63	–10
1985	228	2 012	150	50	2,5	110	–32
1986	231	4 062	290	298	7,3	262	126
1987	209	5 341	935	498	9,3	344	15
1988	205	6 849	550	650	9,5	460	30
1989	213	9 587	274	826	8,6	758	45
1990	215	13 645	253	785	5,8	1 167	40
1991	221	27 984	183	1 907	6,8	2 484	102
1992	245	29 644	480	2 061	7,0	2 734	8
1993	263	44 622	819	2 765	6,2	3 916	31
1994	279	68 195	926	5 263	7,7	5 425	45
1995	284	73 860	892	11 072	15,6	5 740	5
1996	283	65 940	1 372	8 460	12,8	4 903	–19
1997	295	71 832	1 922	7 426	10,3	4 794	–6
1998	287	51 809	872	4 417	8,5	3 595	–33
1999	285	68 193	1 461	6 874	10,1	5 168	32
2000	258	60 514	1 408	6 083	10,1	4 869	14
2001	249	56 734	411	4 220	7,4	5 398	4
2002	254	48 110	89	3 120	6,5	5 020	16
2003	240	85 534	212	6 544	7,7	7 337	62

Fuente: Corporación Financiera Internacional (CFI) (1990, 1995); Standard and Poor's (2005).

n.d. No hay datos.
[a] Millones de dólares.
[b] Valor de las acciones comercializadas como porcentaje de la capitalización de mercado (%).
[c] Índice General de Precios de Acciones (IGPA) (1980=100).
[d] Cambios medidos en dólares (%).

Los compradores de acciones y bonos en Chile, a diferencia de los de otras economías emergentes, son principalmente inversionistas institucionales, entre ellos, fondos de pensión, compañías de seguros, fondos mutuos y fondos de inversión. La mera existencia de inversionistas institucionales, muchos de los cuales son inversionistas a largo plazo por naturaleza, debido a la estructura de largo plazo de sus obligaciones contingentes, crea una demanda de valores. Así, el crecimiento simultáneo de todos los inversionistas institucionales tuvo profundos efectos en la demanda de valores, su precio y el desarrollo de este mercado, pero el de los fondos de pensión ha sido el más importante.[26]

[26] Sobre los efectos de los fondos de pensión chilenos en los mercados financieros, véanse Uthoff (2001); Walker y Lefort (2002); Corbo y Schmidt-Hebbel (2003). Los activos de compañías de seguros han aumentado junto con los fondos de pensión, ya que las administradoras de fondos de pensión tienen que contratar pólizas para sus clientes, pero los fondos de inversión son más pequeños en términos relativos que en muchos otros países de mercados emergentes.

Cuadro 6.5
CHILE: CARACTERÍSTICAS DEL MERCADO DE BONOS, 1980–2003

Año	Número de emisores	Monto en circulación[a]	Número de nuevas emisiones registradas	Corporativo[b]	Gubernamental	Monto de colocaciones[a]	Corporativo[a b]	Gubernamental[a]
1980	7	n.d.	4	4	0	0	0	0
1981	7	1 698	13	13	0	0	0	0
1982	12	2 677	9	9	0	0	0	0
1983	13	3 717	2	2	0	44	44	0
1984	15	4 751	5	5	0	66	66	0
1985	16	8 787	3	3	0	4	4	0
1986	8	8 915	3	3	0	32	32	0
1987	14	9 312	13	13	0	122	122	0
1988	20	8 961	12	12	0	267	267	0
1989	23	9 091	10	10	0	329	329	0
1990	27	12 372	16	15	1	294	294	0
1991	37	13 929	19	17	2	499	365	134
1992	39	16 460	12	12	0	154	152	2
1993	40	16 856	5	4	1	295	279	16
1994	46	19 451	14	13	1	447	406	41
1995	46	23 021	5	5	0	69	69	0
1996	47	22 696	5	4	1	175	135	41
1997	42	25 597	7	6	1	104	83	21
1998	41	24 622	7	6	1	809	798	11
1999	44	24 836	13	12	1	703	693	10
2000	44	27 336	21	20	1	2 312	2 292	20
2001	64	26 779	40	36	4	3 033	2 962	71
2002	70	27 890	40	35	5	3 065	2 160	905
2003	81	28 169	41	39	2	2 957	2 733	224

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), *Revista Valores,* para el número de emisores, las nuevas emisiones y las colocaciones; cuadro 6.3 para los montos en circulación.

n.d. No hay datos.
[a] En millones de dólares.
[b] Empresas públicas y privadas.

La reforma de fondos de pensión en 1981 llevó a una considerable transferencia de recursos a las recién creadas administradoras de fondos de pensión (AFP), que comenzaron a buscar inversiones. Inicialmente, concentraron sus recursos en documentos del banco central, hipotecas y depósitos bancarios; luego fueron autorizadas a invertir más en acciones y bonos de empresas chilenas y, después, a expandirse a inversiones extranjeras. Hacia fines del 2003, los activos de fondos de pensión superaban los 49.000 millones de dólares (58% del PIB). La participación de las AFP con respecto a las existencias totales de valores aumentó del 2% en 1981 al 43% en el 2003. La participación más importante era en bonos públicos, hipotecarios y corporativos; su función en el mercado de acciones era mucho menos pequeña.[27] En el cuadro 6.6 se muestra la asignación evolutiva de inversiones de las AFP por tipo de activo.

Cuadro 6.6
CHILE: TAMAÑO Y ASIGNACIÓN DE CARTERAS DE FONDOS DE PENSIÓN, 1981–2003

Año	Miles de millones de dólares	Porcentaje del PIB	Asignación de inversiones (porcentaje)				
			Gubernamental[a]	Financiero[b]	Corporativo[c]	Extranjero[d]	Total
1981	0,3	0,9	28,1	71,3	0,6	0,0	100
1982	0,7	3,6	26,0	73,4	0,6	0,0	100
1983	1,3	6,4	44,5	53,4	2,2	0,0	100
1984	1,8	8,6	42,1	55,7	1,8	0,0	100
1985	1,5	10,7	42,4	56,0	1,1	0,0	100
1986	2,1	12,7	46,6	48,7	4,6	0,0	100
1987	2,7	14,2	41,4	49,4	8,8	0,0	100
1988	3,6	15,1	35,4	50,1	14,5	0,0	100
1989	4,5	18,2	41,6	39,2	19,2	0,0	100
1990	6,7	24,4	44,1	33,4	22,4	0,0	100
1991	10,0	31,2	38,3	26,7	34,9	0,0	100
1992	12,4	31,2	40,9	25,2	33,8	0,0	100
1993	15,9	38,1	39,3	20,7	39,4	0,6	100
1994	22,3	42,1	39,7	20,1	39,3	0,9	100
1995	25,4	40,0	39,4	23,1	37,2	0,2	100
1996	27,5	37,4	42,1	24,6	32,8	0,5	100
1997	30,8	39,0	39,6	30,1	29,0	1,3	100
1998	31,1	40,3	41,0	32,1	21,2	5,7	100
1999	34,5	49,2	34,6	33,7	18,3	13,4	100
2000	35,9	50,9	35,7	35,6	17,6	10,9	100
2001	35,4	55,0	35,0	33,1	18,5	13,4	100
2002	35,8	55,8	30,0	35,0	18,4	16,4	100
2003	49,2	58,2	24,7	27,3	24,0	23,8	100

Fuente: Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensión [en línea] <http://www.safp.cl>.

[a] Títulos y bonos gubernamentales y del banco central.
[b] Depósitos a plazo fijo, títulos hipotecarios, bonos y acciones de bancos.
[c] Bonos y acciones de corporaciones, cuotas de fondos de inversión, documentos comerciales.
[d] Inversiones en fondos mutuos, bonos, acciones y derivados en mercados extranjeros.

[27] Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensión [en línea] <http://www.safp.cl>.

Con respecto a la participación extranjera en el sector financiero, la mayor parte de la atención se ha dirigido a la industria bancaria, dado su papel dominante, pero la participación extranjera también ha sido importante en los mercados de capitales. Un indicador es la proporción de propiedad extranjera en los fondos de pensión de Chile: el 65% del total de activos administrados en 2001 correspondía a participación extranjera (en general española) y más de la mitad de las inversiones representaban el control de las instituciones respectivas (Salomon Smith Barney, 2001).

Si bien los acontecimientos en los mercados de capitales eran significativos por sí solos, también tuvieron una importante función en el sustento del crecimiento del crédito y en el vencimiento de los activos en poder de los bancos. Un motivo radica en que luego de 1991 se permitió a los bancos intermediar en letras hipotecarias, obteniendo comisiones por esas operaciones. Los bancos se convirtieron así en importantes gestores de mercado, colocando la mayoría de las letras con inversionistas institucionales. Se trata de otro ejemplo del círculo virtuoso relacionado con el crecimiento de bancos, inversionistas institucionales y mercados de capitales a consecuencia de políticas específicas llevadas adelante por las autoridades chilenas.

El financiamiento internacional

El sistema financiero interno de Chile es el más grande de América Latina, pero de todos modos los actores económicos recurren a los mercados internacionales en busca de recursos adicionales. Por supuesto que solamente los más grandes prestatarios pueden hacerlo; en el caso de Chile, a diferencia de México o Brasil, esos prestatarios son principalmente del sector privado. Solo un tercio del total de la actividad financiera internacional corresponde al gobierno, y parte de ella consiste en bonos de deuda pública emitidos por el gobierno para ayudar a establecer una curva de rendimiento y abrir así el camino para que las empresas privadas ingresen a los mercados.

En el cuadro 6.7 se presentan las tendencias financieras internacionales entre 1991 y el 2003. También se desglosa el total en tres componentes: los préstamos bancarios sindicados, los bonos internacionales y los ADR. Conjuntamente representaron el 85% del PIB en el 2003. Por lejos, el componente más importante fueron los préstamos bancarios, que representaron alrededor del 80% del total. Si bien los bonos constituyeron una parte mucho menor (17%), han aumentado mucho más rápidamente que los préstamos bancarios. Los ADR no eran muy significativos y no hubo nuevas emisiones desde fines de los años noventa. No obstante, Chile tiene presencia en los mercados de valores internacionales. Unas 16 compañías chilenas cotizan en la Bolsa de Nueva York y 17 han emitido

ADR; no es sorprendente que exista una fuerte superposición.[28] Los sectores con más representación en ADR son el de las bebidas y el tabaco (16%) y el de los servicios básicos (13%). Otros sectores importantes son la distribución minorista, la química y las sociedades multisectoriales. Una fuente más de capital extranjero es la inversión en el mercado de acciones local. En el 2004, un 23% de las acciones de las 40 principales compañías estaban en manos extranjeras (17.000 millones de dólares de los 75.000 millones de capitalización del mercado).[29]

Cuadro 6.7
CHILE: FINANCIAMIENTO INTERNACIONAL, 1991–2003
(Porcentaje del PIB)

Año	Bancos[a]	Bonos	ADR[b]	Total
1991	34,3	0,9	0,0	35,2
1992	34,2	0,7	0,3	35,2
1993	32,9	1,8	0,9	35,6
1994	37,2	1,4	2,4	41,0
1995	32,9	1,1	2,2	36,2
1996	39,0	2,9	2,5	44,4
1997	45,1	4,1	3,1	52,3
1998	55,2	4,6	3,2	63,0
1999	60,0	6,6	3,2	69,8
2000	66,0	6,6	3,1	75,7
2001	66,1	10,0	3,6	79,7
2002	63,9	13,1	3,5	80,5
2003	67,0	14,3	3,3	84,6

Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BPI) [en línea] <http://www.bis.org/statistics/hcsv/hanx9a_for.csv> para los préstamos bancarios, <http://www.bis.org/statistics/qcsv/anx12a.csv> para los bonos; Fondo Monetario Internacional (FMI), *Global Financial Stability Report* (septiembre de 2004) y datos sin publicar para los recibos de depósito americanos (ADR).

[a] Los préstamos bancarios incluyen préstamos internacionales y préstamos en moneda extranjera de sedes locales de bancos extranjeros.
[b] Las cifras correspondientes a los recibos de depósito americanos (ADR) son la suma de las emisiones de títulos desde 1991.

Financiamiento, inversión y crecimiento

Los bancos y los mercados de capitales de Chile han tenido un desempeño impresionante desde 1990 y respaldaron mucho el proceso de crecimiento en los últimos 15 años. Habiendo descrito las principales características del sistema financiero, ahora identificaremos los factores que fueron especialmente positivos en el círculo virtuoso entre el

[28] La información sobre la Bolsa de Nueva York proviene de su sitio web [en línea] <http://www.nyse.com>; la información sobre los ADR proviene de la Universal Issuance Guide del Citibank [en línea] <http://wwss.citissb.com/adr/www/brokers/mn_uni.htm>.
[29] Datos de la Bolsa de Comercio de Santiago [en línea] <http://www.bolsantiago.cl>.

financiamiento y el crecimiento en Chile durante este período. En particular, nos centramos en el financiamiento de la inversión que, por su parte, es un factor determinante en la expansión del producto. En el cuadro 6.8 se proporciona una reseña de las fuentes de financiamiento para el sector productivo según los montos en circulación. En el 2003, mientras la capitalización del mercado de acciones dominaba, otras fuentes nacionales representaban el 27% del total y las fuentes internacionales el 16%. También hay algunos datos muy tentativos sobre el financiamiento nuevo en comparación con los montos en circulación. Si bien esos datos son consistentes con el cuadro 6.8 respecto de la mayor importancia del financiamiento nacional en comparación con el internacional, indican que las nuevas emisiones de acciones son mucho menos importantes de lo que las cifras de capitalización del mercado nos harían creer.[30]

Cuadro 6.8
CHILE: FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR CORPORATIVO, 1993–2003
(Porcentaje del PIB)

Año	Financiamiento nacional			Financiamiento internacional			Total
	Préstamos[a]	Bonos[b]	Capitalización del mercado de acciones	Préstamos[c]	Bonos[d]	Acciones[e]	
1993	42,2	4,9	107,0	9,0	0,9	0,9	164,9
1994	40,7	4,6	128,8	11,2	0,8	2,4	188,6
1995	43,6	3,8	112,0	11,0	0,6	2,2	173,2
1996	39,6	3,1	89,6	14,3	2,9	2,5	152,1
1997	41,6	2,4	91,0	20,8	3,5	3,1	162,4
1998	43,9	2,9	67,2	23,9	4,0	3,2	145,1
1999	44,2	3,7	97,3	23,8	5,3	3,2	177,5
2000	43,7	5,1	85,4	21,2	5,2	3,1	163,8
2001	48,9	9,3	85,5	25,0	7,4	3,6	179,7
2002	44,7	11,5	70,6	24,9	9,3	3,5	164,5
2003	41,3	13,2	119,2	22,5	7,9	3,3	207,4

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF), *Información Financiera* para préstamos bancarios; cuadro 6.3 para bonos corporativos en circulación, capitalización del mercado de acciones; Banco de Pagos Internacionales (BPI) [en línea] <http://www.bis.org/statistics/hcsv/hanx9a_priv.csv> para los préstamos bancarios internacionales, <http://www.bis.org/statistics/qcsv/anx12c.csv> para los bonos internacionales; cuadro 6.7 para las acciones internacionales.

[a] Créditos de bancos respecto de clientes comerciales.
[b] Bonos en circulación emitidos por corporaciones.
[c] Créditos de bancos internacionales respecto del sector privado.
[d] Bonos en circulación emitidos por corporaciones en mercados internacionales.
[e] Recibos de depósito americanos (ADR).

[30] FMI (2003a, p. 86). Hay datos del FMI solamente hasta el 2002, de manera que no captan el aumento de las nuevas emisiones de bonos corporativos y acciones a partir del 2003.

Los créditos bancarios

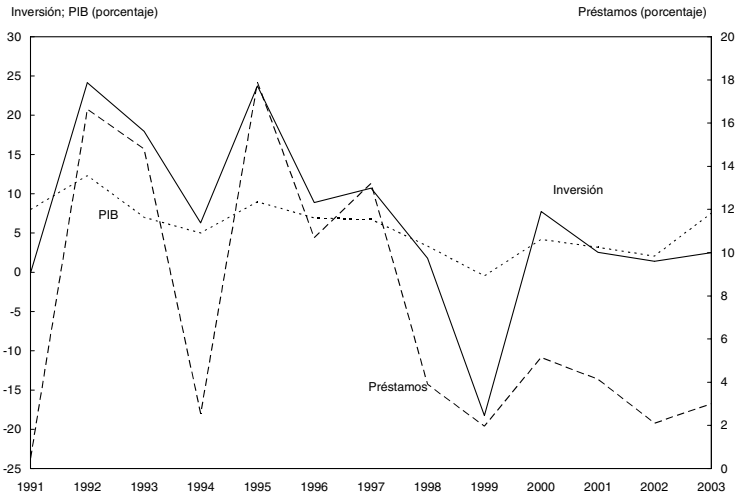
El sector bancario se caracterizó por un crecimiento rápido, una mayor eficiencia y un elevado nivel de estabilidad. En dólares, los préstamos totales del sistema se triplicaron de 15.000 millones de dólares en 1991 a unos 44.000 millones de dólares en el 2003. Además, los préstamos como proporción del PIB aumentaron del 55% al 66%, como se mostró en el cuadro 6.1. Casi todos los créditos fueron al sector privado, ya que el gobierno dejó de necesitar financiamiento como consecuencia de los superávit presupuestarios. Las empresas eran las principales receptoras, representando alrededor del 53% del volumen de créditos. Otros usuarios importantes fueron los tenedores de hipotecas (19%), consumidores (9%) y quienes participaban del comercio internacional (9%); el resto (10%) corresponde a pequeños usuarios.[31]

En el gráfico 6.2 se muestra que las tasas de crecimiento anual del crédito bancario, las inversiones y el PIB estaban muy vinculadas durante los años noventa. Pese a su mayor volatilidad, las inversiones estuvieron sincronizadas con el crecimiento del PIB a lo largo del período. Al mismo tiempo, los cambios en el volumen de crédito estuvieron muy correlacionados con ambas variables relacionadas con la actividad económica. Los puntos altos y bajos coincidieron exactamente hasta los dos últimos años, sin rezago, lo que hace difícil descifrar los mecanismos causales que operaban.

En el gráfico 6.3 se usan datos mensuales que aportan información adicional. En este gráfico —que traza el promedio móvil semestral de la tasa de crecimiento de créditos de bancos comerciales al sector privado y el indicador mensual de la actividad económica (IMACEC)— se muestran dos características interesantes del ciclo de crédito en Chile. En primer lugar, la tasa de crecimiento del crédito bancario fue generalmente más elevada que la de la actividad económica. En segundo lugar, el crecimiento del crédito siguió al crecimiento de la actividad económica con un rezago corto. Es decir, la oferta de crédito fue relativamente sensible a la demanda durante los años de elevado crecimiento. En el período de crecimiento inferior después de 1999, sin embargo, la relación cambió y el financiamiento parece haber respaldado menos el proceso de crecimiento. El mismo divorcio entre el crédito y la economía real luego de 1999 apareció en el gráfico 6.2; esto plantea la pregunta de si la relación entre crecimiento y crédito cambia considerablemente en períodos de poco crecimiento o recesión. Volveremos a este punto más adelante cuando examinemos los patrones en los mercados internos de capitales y en el financiamiento internacional.

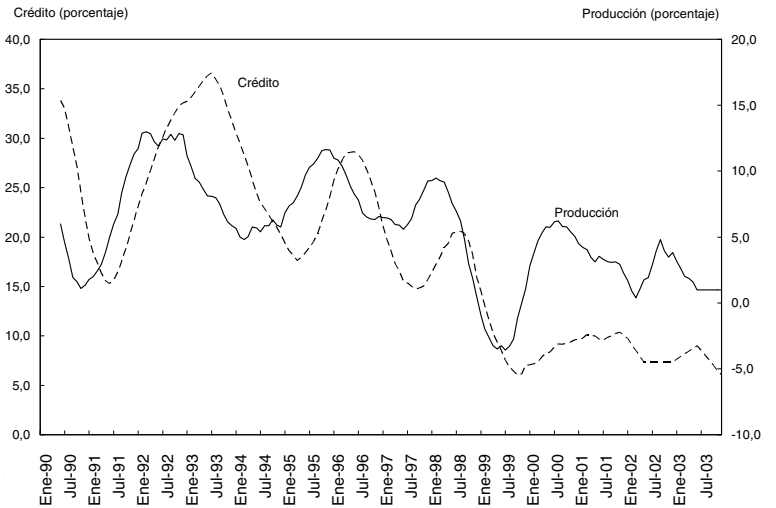
[31] Sobre la base de datos de la SBIF [en línea] <http://www.sbif.cl>, datos de 2003.

Gráfico 6.2
CHILE: TASAS DE CRECIMIENTO DEL PIB, LA INVERSIÓN Y EL CRÉDITO, 1991–2003



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) [en línea] <http://www.eclac.cl> para el PIB y la inversión; Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras de Chile (SBIF) [en línea] <http://www.sbif.cl> para los préstamos.

Gráfico 6.3
CHILE: TASAS DE CRECIMIENTO MENSUAL DEL CRÉDITO Y LA PRODUCCIÓN, 1990–2003[a]



Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras de Chile (SBIF) [en línea] <http://www.sbif.cl> para el crédito; banco central [en línea] <http://www.bcentral.cl/eng/infoeconomic/seriesofindicators/series01.htm> para el indicador mensual de la actividad económica (IMACEC).

[a] Crédito es crédito total; el IMACEC es un indicador mensual de la actividad económica. Se trata en ambos casos de promedios ajustables cada seis meses.

Tanto los factores macroeconómicos como microeconómicos desempeñaron un papel en el círculo virtuoso entre el crédito y el crecimiento en los años noventa. Las instituciones también han sido importantes. El contexto macroeconómico estable es una de las principales características que han distinguido a Chile de sus vecinos en los pasados 15 años. Varios elementos han estado positivamente vinculados al desarrollo financiero. En primer lugar, los altos índices de crecimiento, que disminuyeron hacia finales de los años noventa, promovieron el financiamiento y se vieron respaldados por este, como acabamos de ilustrar en los gráficos 6.2 y 6.3. Segundo, la falta de déficit fiscales facilitó el control de la inflación y evitó desplazar al sector privado. En tercer lugar, la gestión de la cuenta de capital significó que se importara una menor volatilidad del exterior a diferencia de lo que hubiese ocurrido en otro caso. Esta tercera política ha sido bastante controvertida, pero los beneficios parecen haber compensado los costos, dado el grave daño que la volatilidad ha causado en el pasado de Chile y en otras economías regionales.[32]

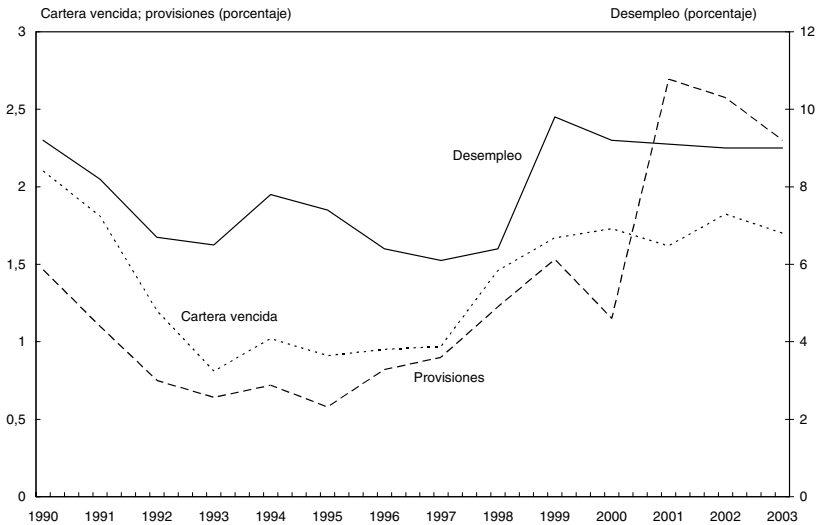
El vínculo entre macroeconomía y financiamiento es evidente en la relación entre los niveles de desempleo y la cartera vencida. En el gráfico 6.4 se muestra que la cartera vencida como proporción del total del crédito ya era baja a comienzos de los años noventa, lo cual es atribuible a la estricta regulación y supervisión y la recuperación económica de la segunda mitad de la década de 1980.[33] A partir de 1990, hubo una fuerte correlación entre la cartera vencida y la tasa de desempleo. Como era de esperar, la reducción de la cartera vencida se reflejó en una reducción de las provisiones de los bancos, debido al menor riesgo implícito en los créditos. Si bien la relación con las tendencias de desempleo es directa con respecto a los créditos al consumo, es indirecta para muchas empresas por su capacidad de vender en el mercado interno, mientras que para los exportadores no es importante. Las tres variables aumentaron con la caída del crecimiento final de los años noventa, pero se mantuvieron en bajos niveles en términos comparativos.

---

[32] Ambos aspectos de la controversia pueden encontrarse en Agosín y Ffrench-Davis (2001); De Gregorio, Edwards y Valdés (2000).

[33] La definición chilena de cartera vencida es menos estricta que la de las normas internacionales: solo la porción de un préstamo cuyo pago se encuentra atrasado se incluye en la categoría de cartera vencida, en lugar de la totalidad del préstamo. El FMI (2002a, p. 72) estima que conforme a las normas internacionales, la cartera vencida de Chile aproximadamente duplicaría el coeficiente actual, que todavía es bajo en términos relativos.

Gráfico 6.4
CHILE: DESEMPLEO, CARTERA VENCIDA Y PROVISIONES, 1990–2003[a]



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) [en línea] <http://www.eclac.cl> para la tasa de desempleo; Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras de Chile (SBIF) [en línea] <http://www.sbif.cl> para la cartera vencida y las provisiones.

[a] Las provisiones son un porcentaje del PIB; la cartera vencida es un porcentaje de los préstamos totales; el desempleo se refiere al desempleo urbano.

La segunda parte del círculo virtuoso se relaciona con factores microeconómicos, especialmente el costo del financiamiento proporcionado por los bancos. En el cuadro 6.9 se muestra una reducción considerable de las tasas nominales de interés de préstamos y de los márgenes entre 1990 y 2003. Al mismo tiempo, las tasas reales de préstamos fluctuaron sin una tendencia clara. La caída de las tasas de interés y de los márgenes se debieron a las importantes reducciones de costos y a una mayor eficiencia en los años noventa, en tanto que los gastos se redujeron y la competencia obligó a los bancos a traducir esta caída de costos en menores tasas de interés y de márgenes. El menor costo aumentó la demanda de préstamos, lo que alimentó la mayor inversión y las tasas de crecimiento.

Las instituciones también tuvieron un importante papel en el mejoramiento del desempeño bancario en los últimos años. Fuentes y Maquieira (2001), por ejemplo, argumentan que el desarrollo institucional explica el bajo nivel de cartera vencida en Chile. Además de la regulación y la supervisión, mencionan el marco jurídico, incluido el sistema judicial y el código de quiebra, así como el uso creciente de registros de crédito. Hernández y Parro (2005) argumentan asimismo que las instituciones han

Cuadro 6.9
CHILE: INDICADORES DE DESEMPEÑO PARA EL SISTEMA BANCARIO, 1990–2003
(Porcentaje)

Año	Coeficiente de préstamo[a]	Tasa nominal de préstamos[b]	Tasa real de préstamos[c]	Margen[d]	Coeficiente de eficiencia[e]	Retorno sobre capital[f]	Retorno sobre activos[f]	Cartera vencida[h]
1990	54,5	48,2	11,8	8,5	49,5	19,9	1,7	2,1
1991	50,9	28,3	16,4	6,3	61,3	15,3	1,3	1,8
1992	54,6	23,8	8,0	5,7	68,6	17,0	1,3	1,2
1993	59,7	24,0	10,5	6,0	63,2	20,6	1,5	0,8
1994	57,3	20,3	10,5	5,3	68,0	19,1	1,5	1,0
1995	60,5	18,1	9,2	4,4	68,0	13,9	1,3	0,9
1996	59,5	17,3	10,1	3,9	66,5	16,6	1,2	1,0
1997	64,3	15,6	9,1	3,6	66,4	13,7	1,0	1,0
1998	66,8	18,4	13,2	4,5	61,4	11,5	0,9	1,4
1999	69,2	11,9	8,6	3,7	60,2	9,4	0,7	1,7
2000	69,2	13,9	10,1	5,1	60,8	12,7	1,0	1,7
2001	69,5	11,3	7,7	5,3	56,2	17,7	1,3	1,6
2002	68,4	7,5	5,0	3,8	55,2	14,4	1,1	1,8
2003	66,0	5,6	2,8	3,3	53,6	16,7	1,3	1,6

Fuente: Cuadro 6.1 para los préstamos como porcentaje del PIB; disco compacto del banco central (2000) y [en línea] <http://www.bcentral.cl> para las tasas de préstamo y los márgenes; Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) [en línea] <http://www.sbif.cl> para el coeficiente de eficiencia, el retorno sobre capital, el retorno sobre activos y la cartera vencida.

[a] Préstamos totales como porcentaje del PIB.
[b] Tasa para préstamos no ajustables a 30-89 días.
[c] Tasa nominal de préstamos deflactada por el índice de precios al consumo.
[d] Tasa nominal de préstamos menos tasa de depósito no ajustable a 30–89 días.
[e] Gastos operativos como porcentaje del margen operativo bruto.
[f] Beneficios como porcentaje del capital.
[g] Beneficios como porcentaje de los activos.
[h] Cartera vencida como porcentaje de préstamos totales.

hecho un importante aporte al dinamismo del sector financiero de Chile en general. Prestan especial atención a los factores de gobernabilidad que hemos analizado en los capítulos 3 y 4, e incluyen la actuación eficaz del gobierno, la adhesión al estado de derecho, el control de la corrupción y la fuerte regulación.

Otra forma de estudiar la relación entre el crédito y el crecimiento del producto es ir al nivel sectorial. La oferta de créditos al comercio, al consumo y a propietarios de viviendas aumentó rápidamente en el período 1990–2003. Si bien los préstamos comerciales aumentaron a un sólido 8,3% anual, el crecimiento de los préstamos al consumo e hipotecarios fue todavía más impresionante, situándose en un 13,4% y un 11,9% respectivamente.[34] El desglose de las cifras de préstamos comerciales indica que mientras que el ritmo de crecimiento difería considerablemente de un sector a otro, en la mayoría de los casos el

[34] Datos tomados de la SBIF [en línea] <http://www.sbif.cl>.

crédito como proporción del valor del producto aumentó (véase el cuadro 6.10). Se trata de un buen indicador de que los créditos bancarios han desempeñado un papel cada vez más importante en el financiamiento de actividades productivas.

Cuadro 6.10
CHILE: CRÉDITO COMO PORCENTAJE DEL PIB POR SECTOR, 1990–2003
(Porcentaje)

Sector	Promedio 1990–1994[a]	Promedio 1995-1999[a]	Promedio 2000–2003[a]	Promedio 1990–2003[a]	Tasa de crecimiento sectorial 1990–2003
Agricultura	56,1	55,9	67,9	59,0	4,8
Minería	9,8	8,8	9,1	9,2	6,7
Industria	34,7	33,8	34,0	34,2	4,0
Electricidad y gas	9,0	19,9	26,6	17,5	7,3
Construcción	53,5	48,4	45,6	49,6	4,5
Comercio	79,7	77,9	88,1	81,1	6,3
Comunicaciones/transporte	19,2	23,1	22,3	21,4	8,1
Finanzas	55,3	58,7	57,0	57,0	5,4
Servicios	27,5	44,9	49,5	39,5	3,3
Total	42,4	45,4	46,9	44,6	5,2

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) [en línea] <http://www.sbif.cl> para los créditos; Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) [en línea] <http://www.eclac.cl> para el PIB.

[a] Crédito a un sector, dividido por el PIB en ese sector.

La importancia del crédito bancario, sin embargo, varió sustancialmente de un sector a otro. Los sectores que se muestran en el cuadro 6.10 se pueden dividir en tres grupos. Primero están los de mayor crecimiento (transporte y comunicaciones, minería, electricidad y gas). Como son principalmente de propiedad extranjera, no dependen del crédito bancario local y tienen los coeficientes más bajos entre crédito y producto. El segundo grupo (comercio, finanzas y agricultura) es el que sigue en tasas de crecimiento más elevadas y recibe más crédito por unidad de producto. El tercer grupo (industria, construcción y servicios generales) creció más lentamente. Recibió menos crédito que el segundo grupo, pero más que el primero. En resumen, el crédito bancario está relacionado con las tasas de crecimiento sectorial para los sectores que no están dominados por grandes empresas de capital extranjero.

Los mercados de capitales y el financiamiento internacional

Las tendencias de los mercados de capitales fueron a la vez similares y diferentes a las recién descritas para los bancos. Hubo un considerable crecimiento en el monto de los valores en circulación: en dólares nominales, la capitalización del mercado de acciones y de bonos en circulación

combinados aumentó más de cuatro veces entre 1990 (29.000 millones de dólares) y el 2003 (123.000 millones de dólares). Pero este crecimiento no fue monotónico, especialmente para el mercado de acciones. Como se indicara antes, la capitalización del mercado aumentó entre 1990 y 1995–1997, luego cayó rotundamente y hace poco comenzó a recuperarse. La capitalización de mercado se muestra en el cuadro 6.3 como proporción del PIB y en el cuadro 6.4 en montos absolutos.

La caída de los mercados fue una gran inquietud para las autoridades chilenas. Se dieron dos explicaciones principales. Una se basaba en un análisis keynesiano que se centraba en la demanda de financiamiento. Se argumentaba que los hechos macroeconómicos, especialmente las crisis financieras internacionales de fines de los años noventa y la resultante desaceleración del crecimiento económico en Chile, eran los principales motivos de que los mercados fuesen menos activos. Así, aunque el gobierno hubiese introducido políticas para fortalecer los mercados de acciones y bonos, un regreso a los anteriores niveles de actividad hubiese dependido de un aumento de la demanda de financiamiento.

La alternativa, desde el lado de la oferta, señalaba que la desaceleración había comenzado antes de que la crisis internacional golpeara y buscaba explicaciones en los propios mercados, junto con políticas supuestamente erróneas. Se dijo que los ejemplos incluían una excesiva regulación de los mercados internos, altos impuestos sobre ADR secundarios, controles de capital que limitaban el ingreso de inversionistas extranjeros, normas excesivamente estrictas a la inversión en los fondos de pensión y elevados costos de transacción para ingresar en los mercados internos. Según esta visión, el gobierno podría adoptar medidas importantes que mejorarían y reactivarían los mercados, y un mayor financiamiento ayudaría a estimular el crecimiento.[35]

El vínculo entre los mercados de capitales y la inversión es menos directo que el que existe entre el crédito bancario y la inversión. El mercado de acciones de Chile —al igual que el de otras economías en desarrollo— se encuentra dominado por un pequeño número de grandes empresas. Un número aún más reducido de empresas ha emitido bonos en el mercado interno. La mayoría de estas empresas tienen además acceso a mercados financieros internacionales y pueden recurrir al financiamiento bancario local cuando lo necesitan. En otras palabras, este pequeño grupo de grandes empresas —que representan la amplia

[35] Véase en Cifuentes, Desormeaux, y González (2002) un análisis de tres funcionarios del Banco Central. En el artículo se presenta una combinación de los argumentos ya expresados, aunque hay una inclinación hacia el enfoque de la oferta.

mayoría de la inversión— se mueve entre las fuentes de financiamiento, según las condiciones del mercado.

El análisis de Caballero (2002) de este fenómeno ofrece una buena idea de los mecanismos que operan en los mercados financieros. Sostiene que Chile continúa siendo susceptible a *shocks* externos, especialmente los relacionados con los términos de intercambio, pese a tener la casa en orden en materia de macroeconomía. Estos *shocks* exigen que el financiamiento proteja a la economía real de verse afectada, pero las fuentes internacionales por lo general se retraen ante esas circunstancias. Las grandes empresas chilenas cambian entonces a los mercados de capitales internos y especialmente a los bancos, pero estos últimos no quieren aumentar el crédito. Se pasa a inversiones conservadoras, lo cual esencialmente desplaza a las empresas pequeñas del mercado. Volveremos a las repercusiones en la igualdad en la siguiente sección, pero aquí el punto es el efecto negativo sobre el producto y el empleo.

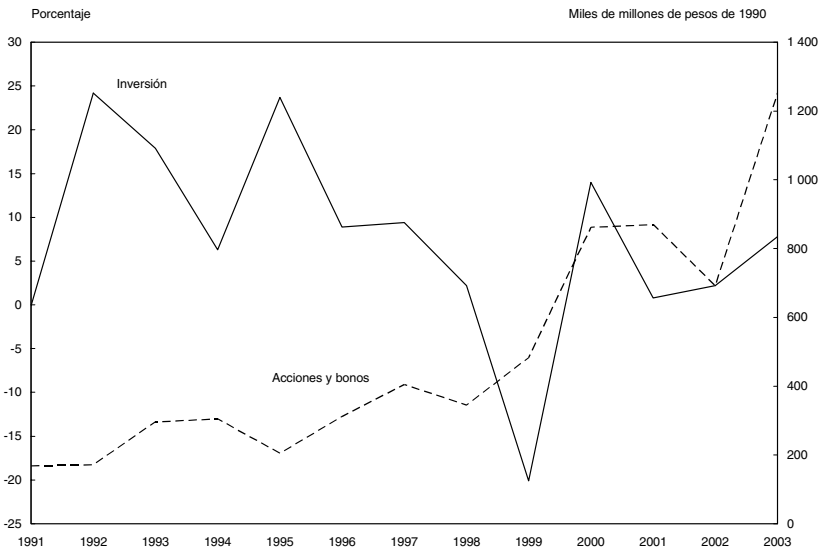
Un estudio de Gallego y Loayza (2001) complementa el trabajo de Caballero y se centra en las decisiones de inversión de las grandes compañías en Chile. Los autores dan cuenta de que las grandes compañías (aquellas en las cuales pueden invertir las AFP) no están financieramente restringidas, aunque esta conclusión puede sostenerse solamente para el grupo de mayor calidad. También concluyen que el crecimiento de ingresos de las grandes compañías está positivamente relacionado con la profundidad del sector bancario, pero negativamente relacionado con la capitalización del mercado de acciones. Este sorprendente resultado cambia, sin embargo, cuando observan el valor real de la capitalización de mercado, es decir cuando separan la parte del valor que se debe a los aumentos de precio. Estos resultados refuerzan los de Caballero en el sentido de que las empresas mejor posicionadas siempre pueden tener acceso a financiamiento, pero sus pares más pequeñas tienen problemas mucho mayores.

Otras fuentes nos recuerdan que las grandes compañías tienen muchos intereses, y los recursos financieros que buscan (y obtienen) pueden ser usados con muchos fines, entre los cuales invertir en Chile es solo uno de ellos. Por ejemplo, Calderón y Griffith-Jones (1995) determinan que los ADR emitidos por grandes compañías chilenas a mediados de los años noventa fueron utilizados casi exclusivamente para invertir en el exterior. Del mismo modo, el gran volumen de bonos emitidos en el mercado interno en 2002 y 2003 no fue usado para la inversión, sino para aprovecharse de las bajas tasas de interés para refinanciar deuda anterior contraída a costo alto (Vinacos y Salvat, 2004).

Habida cuenta de estos múltiples factores complejos, no está claro de antemano qué clase de relación podría existir entre la inversión y el

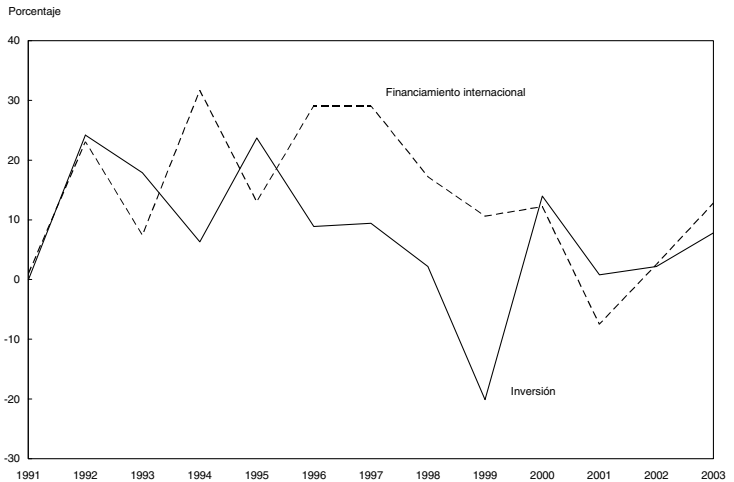
financiamiento a través de los mercados de capitales. En el gráfico 6.5 se proporcionan datos empíricos sobre el aumento de la inversión y el valor en dólares de las nuevas emisiones de acciones y bonos. Como las dos son formas alternativas de conseguir el capital por parte del mismo grupo de empresas, parece razonable combinarlas. Las variables muestran poca relación en la primera parte de los años noventa. La actividad en los mercados era bastante limitada y no hay correlación evidente con las tendencias de inversión. Después de 1999, sin embargo, cuando la economía chilena perdió su impulso tras la crisis asiática, surgió una estrecha relación con los mercados internos de capitales. Esto es exactamente lo opuesto a la tendencia de la inversión y el crédito bancario, como se muestra en el gráfico 6.2. En ese caso, los préstamos bancarios y la inversión estaban estrechamente relacionados hasta 1999 y luego la relación desapareció. Una explicación posible es que solamente las compañías más grandes estaban invirtiendo en los años de poco crecimiento y estaban obteniendo sus recursos principalmente de los mercados de capitales. Un patrón muy similar se dio con el financiamiento internacional, en que el vínculo con la inversión también resultó mucho más estrecho a partir de fines de la década de 1990 (véase el gráfico 6.6).

Gráfico 6.5
CHILE: TASA DE CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN Y NUEVAS EMISIONES DE ACCIONES Y BONOS CORPORATIVOS, 1991–2003



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) [en línea] <http://www.eclac.cl> para la inversión; Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras de Chile (SBIF) [en línea] <http://www.sbif.cl> para las nuevas emisiones de acciones y bonos.

Gráfico 6.6
CHILE: TASAS DE CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN Y DEL FINANCIAMIENTO INTERNACIONAL, 1991–2003



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) [en línea] <http://www.eclac.cl> para la inversión; Banco de Pagos Internacionales (BPI) [en línea] <http://www.bis.org>, Standard and Poor's (2005), Fondo Monetario Internacional (FMI) (sin publicar) para el financiamiento internacional.

Los datos sectoriales de capitalización del mercado bursátil refuerzan la hipótesis del vínculo entre el financiamiento y el crecimiento. Los cinco sectores en los cuales el crecimiento superó la tasa de crecimiento del PIB en el período de 1990 a 2002 fueron el transporte y las comunicaciones (una tasa de crecimiento anual compuesta del 6,9%), la electricidad y el gas (6,3%), la minería (5,9%), el comercio (5,8%) y la banca (4,9%). Cuatro de estos sectores eran los más activos en el mercado de acciones local, con la mayor capitalización y el mayor volumen de operaciones. El único que no estaba muy representado era la minería, dominada por empresas extranjeras y por Codelco, una enorme empresa estatal.[36] Las empresas mineras obtienen los grandes montos de financiamiento de inversiones que necesitan casi exclusivamente de los mercados internacionales, mientras que las empresas de los otros cuatro sectores usan ambos mercados, como indica Caballero.

Aunque el sector privado ha tenido más competencia del sector público en el mercado de capitales que en el de crédito, el desplazamiento del primero por el segundo no ha sido un problema en Chile. Los bonos del gobierno se duplicaron en montos absolutos durante los años noventa —lo cual es principalmente atribuible a la política del banco central de esterilizar

[36] Calculado a partir de datos de la Bolsa de Comercio de Santiago [en línea] <http://www.bolsantiago.cl>; el crecimiento del PIB se tomó de los datos de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) [en línea] <http://www.eclac.cl>.

los flujos de capital—, pero se redujeron sustancialmente en términos relativos (del 77% del PIB en 1990 al 50% en el año 2003; véase el cuadro 6.3). Lo mismo ocurrió en los mercados internacionales, como ya hemos visto. Tanto en el mercado interno como en el mercado extranjero la austera postura macroeconómica del gobierno dejó mucho espacio para que el sector privado se financiara a sí mismo y contribuyó así al exitoso proceso de crecimiento económico. Esta situación contrasta con la de otros muchos países de la región, donde los gobiernos todavía absorben la mayoría de los préstamos bancarios y especialmente las emisiones de bonos.

El acceso al financiamiento para pequeñas empresas

El sistema financiero de Chile ha realizado una importante contribución a las tasas de crecimiento desde 1990, pero para comprender más cabalmente el efecto en el crecimiento, el empleo y la equidad, es necesario explorar quién ha tenido acceso al financiamiento. Hay diversas formas de abordar el tema del acceso; aquí nos centraremos en el acceso para el sector comercial, y analizaremos diferentes categorías de tamaño en las empresas (grandes, medianas, pequeñas y micro). Ponemos el énfasis en el crédito del sector formal proveniente del sector bancario, pero también tratamos brevemente los mercados de capitales.[37]

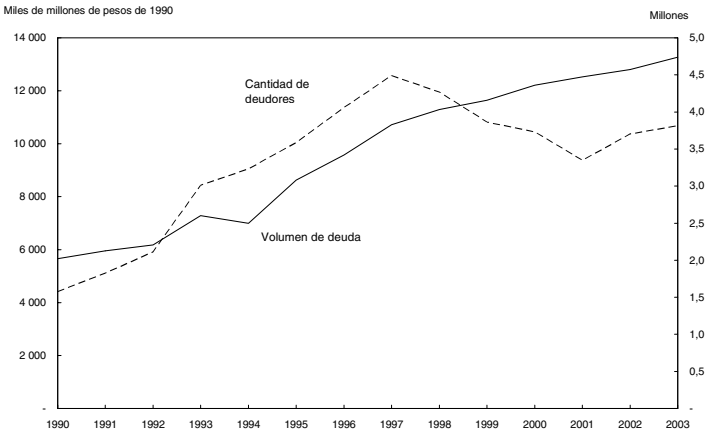
Como se indicó antes, la expansión de la oferta del crédito fue muy superior que la del PIB. El volumen total de crédito en pesos constantes se triplicó con creces entre 1990 y 2003. Los datos sobre la cantidad de prestatarios y el volumen medio de préstamos presenta un panorama del cambio en el mercado de créditos en Chile después de 1990. La cantidad de deudores bancarios aumentó de 1,6 millones en 1990 a 4,5 millones en 1997, aunque se redujo a 3,4 millones en el 2001 cuando las tasas de crecimiento cayeron y el incumplimiento sacó a muchos deudores del mercado. Luego hubo una recuperación sustancial. Esta tendencia contrasta con el monto total de crédito, que continuó elevándose en pesos constantes, lo que significa que el tamaño promedio de los préstamos aumentó. El panorama general del período es bastante positivo. Como se ve en el gráfico 6.7, la cantidad de prestatarios con acceso al mercado formal de crédito pasó a ser más del doble de la de comienzos de la década de 1990 y comienzos de la década del 2000.[38]

---

[37] Pollack y García (2004) contribuyen con un útil estudio del acceso al financiamiento para pymes. Si bien la mayor parte del trabajo trata de América Latina en general, un capítulo sobre Chile contiene datos no publicados de otro estudio de García.

[38] Han surgido muchas otras fuentes de crédito para el consumo. Es especialmente importante el crédito de las grandes tiendas. Según la SBIF, la cantidad de tarjetas de crédito no bancarias es aproximadamente 8 millones, más del triple que la cantidad de tarjetas de crédito emitidas por los bancos.

Gráfico 6.7
CHILE: CANTIDAD DE DEUDORES Y VOLUMEN DE DEUDA, 1990–2003



Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras de Chile (SBIF) [en línea] <http://www.sbif.cl>.

Un estudio reciente de Román, basado en datos de la SBIF, nos permite explorar detrás de estas cifras globales para analizar tendencias en el acceso al financiamiento por tamaño de empresas en los años noventa (Román, 2003). El estudio define el tamaño de la empresa como se hace habitualmente en Chile: según el volumen de ventas. Son microempresas las que tienen ventas inferiores a 60.000 dólares, pequeñas empresas entre 60.000 dólares y 625.000 dólares, medianas empresas entre 625.000 dólares y 2,5 millones de dólares, y grandes empresas las que tienen ventas superiores a 2,5 millones de dólares.[39] En el año 2000, el 83% del total estaban clasificadas como microempresas, el 15% como pequeñas, el 2% como medianas y menos del 1% como grandes. Por su parte, las microempresas representaban el 4% de las ventas, las pequeñas el 10%, las medianas el 9% y las grandes el 77%.

Las grandes empresas, como era de esperar, tenían mucha mayor probabilidad que sus pares más pequeñas de tener acceso al crédito bancario. Como se muestra en el cuadro 6.11, las grandes empresas, pese a representar menos del 1% del total, recibieron más del 60% del crédito bancario que fue al sector comercial. No obstante, los resultados del estudio son inesperados, por lo menos en dos sentidos. En primer lugar, el cuadro muestra que las micro, pequeñas y medianas empresas

[39] Estas categorías se basan en la unidad contable UF, que se usa para indexar las transacciones financieras según la inflación en Chile. El valor de la UF varía diariamente; la escala informada supone un valor de la UF equivalente a 25 dólares, que ha sido el promedio en los últimos años.

recibieron una mayor proporción del total de créditos de lo que hubiese hecho prever su volumen de ventas. Las grandes empresas, por el contrario, recibieron menos de la proporción esperada. En los dos extremos, las microempresas (4% de ventas) recibieron el 10% del crédito en el año 2000, mientras que las grandes empresas (77% de ventas) representaron el 64% del crédito.

Cuadro 6.11
CHILE: ASIGNACIÓN DE DEUDA BANCARIA POR TAMAÑO DE EMPRESA, 1994–2000
(Porcentaje)

Año	Micro[a]	Pequeña[b]	Mediana[c]	Grande[d]	Total[e]
1994	9,1	15,6	13,7	61,7	100,0
1995	9,0	15,0	12,7	63,3	100,0
1996	10,0	16,6	13,7	59,7	100,0
1997	9,9	15,6	12,8	61,8	100,0
1998	9,6	15,2	13,0	62,2	100,0
1999	10,1	15,0	12,4	62,4	100,0
2000	9,9	15,0	11,5	63,6	100,0

Fuente: Calculado sobre la base de datos de Román (2003, cuadro 20).

[a] Empresas con ventas menores a 60.000 dólares.
[b] Empresas con ventas de 60.000 dólares a 625.000 dólares.
[c] Empresas con ventas de 625.000 dólares a 2,5 millones de dólares.
[d] Empresas con ventas superiores a 2,5 millones de dólares.
[e] No incluye el "tramo 0," que representa a las empresas con deuda pero sin ventas; el porcentaje del "tramo 0" fue 14%–15% en 1994–1996 y 7%–9% en 1997–2000.

Una segunda conclusión inesperada se relaciona con las tendencias durante el período estudiado (1994–2000). En el cuadro 6.12 se muestra que el 78% de las grandes empresas tenían acceso al crédito en el año 2000, pero este representaba una caída con respecto al 84% que era la cifra de acceso en 1994. De igual modo, la proporción de pequeñas y medianas empresas con acceso cayó poco. Por el contrario, la proporción de microempresas con acceso al crédito bancario aumentó del 32% en 1994 al 39% en 2000. En ambos indicadores a las microempresas les va muy bien cuando se las compara con las pequeñas y medianas empresas. Como sugerimos más adelante, esto puede deberse a ciertos programas de gobierno que apuntaban a las microempresas de una forma especialmente efectiva.

Antes de pasar a los programas para micro y pequeñas empresas, volveremos a la situación de las grandes empresas. Mientras que lo anterior sugiere que a estas empresas no les ha ido tan bien como era de esperar en la obtención de créditos bancarios, esto ha sido más que compensado por otras fuentes de financiamiento. Combinamos el estudio de Román con datos del Fondo Monetario Internacional y calculamos que las grandes empresas, que constituyen el 1 % del total, recibieron casi el

Cuadro 6.12
CHILE: ASIGNACIÓN DE DEUDA BANCARIA POR TAMAÑO DE EMPRESA, 1994–2000
(Porcentaje)

Tamaño	1994			2000		
	Número de empresas	Número con crédito	Porcentaje con acceso	Número de empresas	Número con crédito	Porcentaje con acceso
Micro[a]	435 852	139 621	32,0	533 479	210 354	39,4
Pequeña[b]	80 099	50 815	63,4	93 842	58 041	61,8
Mediana[c]	11 217	8 422	75,1	13 159	9 492	72,1
Grande[d]	4 950	4 165	84,1	6 065	4 750	78,3
Total	532 118	203 023	38,2	646 549	282 637	43,7

Fuente: Calculado sobre la base de datos de Román (2003, cuadro 16)

[a] Empresas con ventas menores a 60.000 dólares.
[b] Empresas con ventas de 60.000 dólares a 625.000 dólares.
[c] Empresas con ventas de 625.000 dólares a 2,5 millones de dólares.
[d] Empresas con ventas superiores a 2,5 millones de dólares.

85% del total de financiamiento para empresas (el 64% del crédito interno más todos los recursos de los bancos internacionales y mercados de capitales interno e internacional) (FMI, 2003a, p. 86).[40] Además, el análisis de Caballero muestra que las grandes empresas desplazan del mercado de crédito a las más pequeñas cuando surgen problemas económicos (Caballero, 2002). Es en este sentido que las grandes empresas no están limitadas, mientras que sus pares más pequeñas no solamente tienen problemas de acceso al financiamiento en tiempos normales, sino que pueden ser desplazadas de los mercados en tiempos más difíciles. Sin lugar a dudas una cantidad mayor a la habitual de pequeñas empresas declara la quiebra cuando ocurre una crisis de crédito.

El alto grado de desigualdad de Chile fue reconocido como un problema serio por la coalición política de centro izquierda que accedió al poder con la recuperación de la democracia en 1990. Además de medidas directas para combatir la desigualdad y la pobreza, el nuevo gobierno estableció varios tipos de programas para dar más acceso al crédito y a los servicios financieros a las pequeñas y micro empresas. Fueron fundamentales en estos esfuerzos las dos instituciones financieras del Estado: la Corporación de Fomento de la Producción (CORFO) y BancoEstado.

En los años ochenta, CORFO realizó préstamos directos a empresas. Este proceso resultó muy costoso para el gobierno, generando más de 500

[40] Hay una importante inconsistencia aquí con respecto a la definición de grandes empresas. En términos de crédito bancario, Román considera las 6.000 empresas más grandes, mientras que menos de 350 cotizan en la bolsa chilena. Estas últimas constituyen el grupo realmente privilegiado en términos de acceso al financiamiento. La SBIF recientemente definió una nueva categoría, las de las megaempresas, que reúne a las 1.000 empresas más importantes.

millones de dólares en pérdidas, y la ventana se cerró en 1990 (Foxley, 1998). Desde entonces, CORFO ha actuado como banco de segundo piso, otorgando recursos a bancos comerciales, que a su vez otorgan préstamos a empresas y hogares. Algunos de estos fondos provienen del presupuesto otorgado por el gobierno a CORFO, mientras que otros provienen de gobiernos donantes de países desarrollados. Una cantidad de programas de distintas características se han adaptado a las necesidades de fondos de inversión y capital de trabajo de las empresas más pequeñas. Los tres más grandes en conjunto proporcionaron alrededor de 60 millones de dólares en el año 2003, cifra que se había reducido en los años anteriores. Otra iniciativa importante de CORFO fue proporcionar fondos a los bancos para reprogramar las deudas de micro, pequeñas y medianas empresas que habían tenido problemas financieros con el lento crecimiento de finales de la década de 1990.[41]

Estos programas han sido útiles, pero padecen por lo menos de dos tipos de problemas. En primer lugar, son relativamente pequeños. Los 60 millones de dólares antes mencionados representan poco más del 3% del crédito de bancos comerciales que va a las pymes.[42] La iniciativa de reprogramación era mayor, con proyecciones originales de 1.000 millones de dólares. Sin embargo, mientras que CORFO proporcionó 300 millones de dólares y BancoEstado contribuyó con 200 millones de dólares, los 500 millones de dólares que correspondían al sector privado nunca se concretaron. Un segundo problema tiene que ver con la definición de pymes en los programas de CORFO. La institución va más allá de sus propias pautas en muchos programas, ampliando sustancialmente el universo de empresas que pueden participar. Por ejemplo, al principal programa de CORFO para pymes —un fondo multisectorial para financiamiento de inversiones— pueden tener acceso empresas con ventas anuales de hasta 30 millones de dólares (y las grandes empresas están definidas como aquellas que tienen ventas superiores a 2,5 millones de dólares). La hipótesis de los especialistas es que la institución está intentando evitar el estigma de nuevas pérdidas mediante la provisión de fondos a empresas muy solventes (Dini y Stumpo, 2002).

BancoEstado es un banco comercial de primer piso, si bien tiene algunas características singulares en comparación con sus pares del sector privado. Específicamente, trata de combinar una cartera rentable con servicios a sectores desfavorecidos de la población. BancoEstado ha sido pionero en la prestación de servicios a la pequeña y a la microempresa, tanto

[41] Puede hallarse una descripción de estos programas en Foxley (1998); Dini y Stumpo (2002); Rivas (2004).

[42] La cifra del 3% se calcula multiplicando la afluencia total de crédito (FMI, 2003a, p. 86) por el porcentaje de la deuda interna que corresponde a micro, pequeñas y medianas empresas (Román, 2003, cuadro 20).

en su función como institución de crédito como en la coordinación de actividades con bancos del sector privado. Tiene programas innovadores para micro y pequeñas empresas, con servicio a más de 100.000 clientes entre ambas. Especialmente con las microempresas, se pone el énfasis en el aporte de una solución integral a los problemas de los pequeños empresarios, incluida la asistencia técnica, la capacitación y la creación de redes, además del crédito. El uso de Internet y del teléfono para la comunicación con los clientes ayuda a mantener los bajos costos operativos.[43]

Igualmente importante es la función de BancoEstado al promover que los bancos del sector privado atiendan a la pequeña empresa. Como la razón principal de que esas empresas carezcan de acceso es que no tienen garantías, el banco administra un programa denominado Fogape (Fondo de garantía para pequeños empresarios), que licita fondos del gobierno a bancos comerciales para ser usados como garantía de crédito a pequeñas empresas. Las empresas no pueden tener ventas superiores a 625.000 dólares y tienen que cumplir los requisitos habituales. El programa comenzó en 1980 y fue modernizado en 1997, tras lo cual sus operaciones se aceleraron rápidamente. Así, hubo 200 operaciones con tres bancos en 1998 y más de 30.000 operaciones con 17 bancos en 2003; en el último año, el programa proporcionó alrededor de 250 millones de dólares.[44] Estos montos son más altos que los proporcionados por CORFO y van a empresas que realmente están dentro del grupo objetivo de pequeñas empresas. En el otro extremo del espectro, sin embargo, BancoEstado también realiza préstamos a empresas muy grandes. En efecto, BancoEstado tiene un perfil de clientes muy diferente que la competencia del sector privado, centrándose en los segmentos más pequeño y más grande. En el cuadro 6.13 se ilustra este punto con datos del tamaño de los préstamos de BancoEstado, Banco de Chile (el principal banco privado nacional) y Banco Santander (el principal banco extranjero).[45]

En Chile, donde la característica dominante de la economía es el liderazgo del sector privado, la principal fuente de financiamiento para pequeñas y medianas empresas son los bancos privados. Prácticamente todos los bancos privados compiten ahora por las pymes a los efectos de reforzar sus operaciones y mantener márgenes de ganancias en condiciones muy competitivas. Existen dos motivos principales. Los préstamos a pymes dejan márgenes más elevados que los de grandes clientes,

---

43 Véase BancoEstado [en línea] <http://www.bancoestado.cl>; véase también Mena (2005).

44 Véase Fogape [en línea] <http://www.fogape.cl>.

45 Usamos el tamaño del préstamo como indicador del tamaño de las empresas (es decir, se hace referencia a grandes préstamos como préstamos a grandes empresas).

Cuadro 6.13
CHILE: CARTERA DE PRÉSTAMOS DE BANCOS PÚBLICOS, PRIVADOS Y EXTRANJEROS, 2003
(Miles de millones de pesos y porcentaje)

	Micro[a]		Pequeña[b]		Mediana[c]		Grande[d]		Total	
Banco	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%
Banco Estado[e]	1 615	31,2	1 080	20,8	326	6,3	2 159	41.7	5 180	100
Banco de Chile[f]	431	7,1	2 120	34,8	1 427	23,4	2 115	34.7	6 094	100
Santander[g]	717	8,9	3 034	37,6	1 503	18,6	2 815	34.9	8 069	100
Total	2 763	14,3	6 234	32,2	3 256	16,8	7 089	36.6	19 343	100

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF), *Información Financiera* (diciembre de 2003).

[a] Menos de 10.000 dólares; fuente original en UF, siendo el valor de la UF = 25 dólares.
[b] De 10.000 dólares a 250.000 dólares.
[c] De 250.000 dólares a 5 millones de dólares.
[d] Más de 5 millones de dólares.
[e] Banco público.
[f] El mayor banco privado nacional de Chile.
[g] El mayor banco extranjero de Chile.

y las grandes empresas recurren cada vez más a los mercados nacionales de capital y al financiamiento internacional.[46] Se están usando varios mecanismos nuevos para atender a los clientes más pequeños además de los tradicionales préstamos bancarios. Los ejemplos más destacados son el arrendamiento financiero, el factoraje y la securitización. Ha comenzado el uso de otro tipo de herramienta —el otorgamiento de puntaje a los créditos (*credit scoring*)— para toda clase de transacciones bancarias con pequeñas empresas y personas físicas, lo cual permite a los bancos tomar decisiones de bajo costo sobre la solvencia de los potenciales prestatarios.

Las medianas empresas por lo general no tienen problemas para obtener préstamos bancarios, aunque hubo escasez temporal de crédito en el período de bajo crecimiento posterior a 1998.[47] Las pequeñas empresas tienen más dificultades, en parte por la falta de garantías; al respecto, el programa del Fogape es muy útil. Otro problema es que el crédito a las pymes, al igual que el crédito en general en Chile, es habitualmente de corto plazo (menos de 90 días). En circunstancias normales, estos préstamos se refinancian, pero en los tiempos difíciles el crédito de corto plazo ofrece el contexto para una crisis.

Resulta interesante que las microempresas estén en mejores condiciones que las pequeñas empresas con respecto al vencimiento de los préstamos. De hecho, el argumento de Román con respecto a por qué les fue mejor a las primeras que a las segundas a fines de los años noventa

[46] Entrevistas personales con banqueros y empresarios en Chile.
[47] Entrevistas personales.

se basa en gran medida en esta distinción. Un programa de especial interés es el programa de IFIS (instituciones financieras internacionales), administrado por el Fondo de Solidaridad e Inversión Social (Fosis) del gobierno chileno. Opera en forma análoga al Fogape. El Fosis subasta fondos a bancos comerciales, en este caso como subvención para los altos costos de transacción asociados con los préstamos a microempresas. Las garantías sirven solo para tres préstamos a un cliente, ya que después los bancos deberían tener la información pertinente y las empresas deberían convertirse en clientes normales. Hubo dos bancos comerciales que inicialmente se lanzaron al programa IFIS: el Banco de Desarrollo, vinculado a la Iglesia Católica, y Banco Santander, el importante banco español, a través de su filial Banefe. Los dos usaron el IFIS para desarrollar sus propios programas de crédito a microempresas y fueron sustituidos luego por BancoEstado como socio principal. En sus primeros diez años de existencia, el programa IFIS logró incorporar a 123.000 microempresas, dándoles acceso a algunos tipos de servicios bancarios.[48] Además, el hecho de que las garantías exijan que los bancos otorguen créditos de más duración que los otorgados a las pymes (y a tasas de interés fijas) hace que las microempresas sean las beneficiarias de una fuente más estable de financiamiento.

En general, el gobierno chileno actual ha tomado el tema de acceso al crédito seriamente y se han creado una cantidad de programas para tratar de ampliar el acceso de empresas más pequeñas. Algunas de ellas han tenido mejores resultados que otras. Se puede argumentar que BancoEstado es el agente más importante en la tentativa de ampliar el acceso, pero CORFO y otras instituciones también han tenido un papel importante. Además, el sector privado ha aumentado su participación en el otorgamiento de crédito a empresas pequeñas por motivos del propio giro bancario. En los últimos años, por ejemplo, se ha autorizado a algunos bancos que se dedican específicamente al nicho de mercado de las pequeñas empresas a iniciar operaciones. De hecho, el gobierno argumenta que el problema de las pymes actualmente no es la falta de crédito, sino las condiciones en las cuales se ofrece (tales como tasas de interés superiores a las de grandes empresas, plazos más cortos, mayor exigencia de garantías y falta de personal capacitado para tratar sus necesidades) (Marshall, 2004a). Las instituciones del gobierno tienen una serie de propuestas, dado que los problemas del crédito a las pequeñas empresas y en especial a las microempresas —ya sean cuantitativos como cualitativos— continúan siendo serios y todos están de acuerdo en que es necesario hacer mucho más para resolverlos.

[48] En el 2002, la cantidad de microempresas del sector formal era aproximadamente 533.000 (Román, 2003, p. 9).

Conclusiones

El sistema financiero de Chile, tanto el sistema bancario como los mercados de capitales, se amplió considerablemente y tuvo un buen desempeño en los últimos 15 años. En esta parte final, destacamos las principales razones para un mejor desempeño del sistema chileno respecto del de sus pares de la región. Destacamos, asimismo, algunos desafíos que todavía se encuentran en el horizonte.

En primer lugar, la estabilidad y el buen desempeño del sector bancario desde 1990 fue consecuencia directa de la depuración general del sector bancario tras la crisis financiera de 1981–1983 y la mejora del sistema de regulación y supervisión. A comienzos de la década de 1990, Chile ya tenía un sólido y moderno sistema de regulación y supervisión prudencial. Se realizaron pocos cambios durante la década, la mayoría para cumplir con normas específicas del Banco de Pagos Internacionales con respecto a la adecuación de capital, la evaluación de riesgos y la divulgación de información financiera. Se introdujo una mayor autorregulación y un mejor gobierno corporativo. Además, se permitió a los bancos ampliar su gama de actividades y las instituciones bancarias extranjeras aumentaron su presencia en el mercado chileno.

En segundo lugar, se generó un círculo virtuoso entre los mercados de capitales y los inversionistas institucionales. La reforma del sistema de pensiones de 1981 condujo a importantes transferencias de recursos a fondos de pensión privados recién creados, cuyas obligaciones contingentes son, por definición, de largo plazo. Los activos de las compañías de seguros crecieron conjuntamente a medida que se emitían pólizas obligatorias para los beneficiarios de los fondos de pensión, y los cambios de regulación y un mejor entorno comercial permitían también un rápido crecimiento de los fondos de inversión mutuos y extranjeros. Por último, el gobierno chileno generó incentivos para el desarrollo de mercados específicos, en particular de valores hipotecarios, y proporcionó el marco jurídico necesario para que estos mercados funcionaran.

En tercer lugar, el buen desempeño del mercado bancario y de capitales estuvo asistido por el contexto en el cual se realizaron las operaciones de mercado. La política macroeconómica contribuyó con una economía estable y en crecimiento, lo cual tuvo una sólida interacción positiva con el sector financiero, y la cuenta de capital de la balanza de pagos fue gestionada para limitar la volatilidad de los mercados internacionales. El favorable entorno macroeconómico (que tuvo como consecuencia economías de escala y la caída de las tasas de incumplimiento), la reducción de la deuda pública y de los déficit, y la mejora interrelacionada de las variables microeconómicas llevaron a la

reducción de las tasas de interés, los márgenes y, de este modo, el costo del crédito. Asimismo, significó que el sector público no desplazara al sector privado de los mercados financieros. Las instituciones también realizaron una importante contribución. Desde la recuperación de la democracia en 1990, Chile ha sido conocido por el respeto al estado de derecho y la independencia judicial, y la corrupción es mucho menor que en la mayoría de los países en desarrollo. Las instituciones específicamente relacionadas con el sector financiero también han sido fortalecidas por la legislación.

En cuarto lugar, en este entorno de crecimiento y estabilidad, la apertura a los mercados internacionales de crédito y de capitales de los años noventa ha tenido una función complementaria. No solo la propiedad extranjera creció tanto en los sectores bancario como no bancario, sino que las empresas chilenas se han convertido en importantes participantes del mercado de préstamos sindicados, bonos internacionales y, en menor medida, ADR y otras formas del acciones internacionales. La tenencia de activos extranjeros de instituciones financieras chilenas también ha aumentado sustancialmente. Es notable la apertura e integración financiera que se dio en el contexto de un bajo aumento de la exposición al riesgo cambiario, un factor importante para mitigar el efecto de los *shocks* externos que generalmente llevan a desfases de monedas y constituyen una fuente de crisis financiera.

Pese a estos éxitos evidentes, Chile enfrenta varios desafíos para los años venideros. En primer lugar, tiene que mantener la estabilidad financiera por la cual el país es justificadamente reconocido. Esto puede sonar sencillo, pero inevitablemente surgirán nuevos problemas a medida que el sector financiero del país se vaya integrando a los mercados internacionales, especialmente porque el propio sistema financiero internacional está en constante cambio. Además, el tipo de cambio flotante ha incrementado la volatilidad, al igual que las políticas más relajadas sobre los flujos de capital y la decisión de disminuir la importancia de la indexación. En términos de organización, el Acuerdo de Basilea II representará nuevos desafíos para las instituciones de supervisión bancaria. Los nuevos instrumentos, entre ellos los diversos tipos de derivados, exigen más sofisticación de los usuarios y de los supervisores, y el desafío aumenta con la presencia de una cantidad de grandes bancos extranjeros en el mercado chileno. Al mismo tiempo, esta presencia puede ser una ventaja si se pueden formar asociaciones con instituciones de supervisión extranjera. En general, la principal tarea es asegurar que las políticas macroeconómicas y microeconómicas continúen operando conjuntamente —como lo han hecho en el pasado— para promover un entorno financiero estable.

En segundo término, si el sector financiero ha de proporcionar un adecuado apoyo a la inversión y al crecimiento, el mayor financiamiento a largo plazo tiene que ser una prioridad. Chile se ha apartado del modelo de dependencia de los bancos de desarrollo del sector público, de manera que es necesario nutrir las alternativas del sector privado, incluidas las asociaciones entre el sector público y privado. Si bien puede ser posible crear incentivos para estimular una extensión de los plazos en los bancos, igual atención debe prestarse al fortalecimiento de los mercados de capitales. Un tema es disminuir los costos de transacción de manera que las empresas de mediano tamaño puedan acceder a los mercados, pero también debe elevarse la liquidez para atraer inversionistas. Los fondos de pensión han sido una gran ayuda para los mercados, pero han reducido la liquidez, exigiendo nuevas iniciativas para compensar. Algunos analistas han sugerido mejorar la infraestructura de mercado, normalizar los contratos y mejorar la disponibilidad de derivados. Por último, un programa de financiamiento de inversiones no estaría completo si no tratara el tema de la necesidad de capital de riesgo. Es imprescindible contar con financiamiento para la puesta en marcha de nuevas empresas si Chile quiere avanzar hacia sectores de alta tecnología. Ello probablemente exija que los sectores público y privado trabajen conjuntamente de nuevas maneras.

En tercer lugar, el tema del acceso al financiamiento es un componente vital del objetivo de mejorar la igualdad en la sociedad chilena. En su estado actual, el sector financiero complica los problemas de desigualdad de la riqueza y el ingreso en lugar de ayudar a resolverlos en la medida en que la proporción del financiamiento a grandes empresas es superior a su participación en el producto. Se han concebido algunas políticas creativas y eficientes (como Fogape e IFIS) en algunas instituciones estatales y en algunas instituciones privadas se han empezado a ver oportunidades en la expansión hacia mercados de menores ingresos. Pero queda mucho por hacer. El sistema bancario perdió más de un millón de clientes con la recesión económica de comienzos de la década del 2000. Si bien la mayoría se ha recuperado, una cantidad importante de chilenos todavía carece de acceso a los servicios financieros. Lo más importante, desde nuestra perspectiva, es la necesidad de hacer mayores esfuerzos para ampliar el financiamiento a pequeñas y microempresas. Las grandes y medianas empresas en general pueden obtener acceso a financiamiento de diverso tipo que se adecua a sus necesidades, pero sus pares más pequeñas afrontan obstáculos graves, incluidas algunas regulaciones que han ayudado a mantener la estabilidad del sector financiero. Un buen punto de partida sería un inventario exhaustivo de los programas y políticas vigentes para ver

cuáles están funcionando bien, cómo se pueden mejorar y cómo se podrían ampliar para atender las necesidades obviamente no satisfechas.

Un aspecto final más general atañe a la forma en que el gobierno y el sector financiero chilenos perciben los desafíos que afrontan. Una tendencia cómoda es medir su desempeño con respecto a otras economías latinoamericanas. A Chile le va muy bien en esta comparación en casi todos los aspectos. Sin embargo, una visión de futuro y la necesidad de mejorar su competitividad, sugieren que Chile debería elevar la vista y mirar más allá de sus vecinos. Algunos exitosos países de Asia oriental podrían ser una referencia útil y posiblemente ofrecer ideas sobre nuevos rumbos, como se ha sugerido en capítulos anteriores de este libro.

Capítulo 7

México: los bancos extranjeros asumen el control

La reforma financiera en México se inició más de una década después que la de Chile.[1] A fines de los años ochenta el Gobierno de México comenzó a eliminar los controles que caracterizaron al sector financiero durante gran parte del período de posguerra y las reformas se aceleraron a principios de los años noventa. Sin embargo, la liberalización y el auge de los préstamos resultante se produjeron en ausencia de una nueva normativa prudencial y se combinaron con políticas macroeconómicas que, en última instancia, condujeron a una crisis cambiaria y a una devaluación a fines de 1994. El descenso en el valor del peso menoscabó al sector bancario ya debilitado y el gobierno se vio obligado a intervenir para prevenir una debacle general. La intervención se produjo junto con un importante préstamo del Tesoro de Estados Unidos y del Fondo Monetario Internacional para fortalecer las reservas internacionales. Aunque se controló la crisis inmediata, el daño fue significativo y, aún hoy, siguen existiendo serios problemas.

El período posterior a 1990 puede dividirse en tres etapas. De 1990 a 1994, los bancos recientemente privatizados expandieron el crédito rápidamente, dirigiéndolo sobre todo al sector privado. Luego de la crisis de los años 1994–1995 el crédito al sector privado cayó en forma continua, pero en dos contextos diferentes. Durante la segunda mitad de los años noventa, los bancos intentaron reconstruir su capital, reestructurar sus

[1] Agradecemos a Celso Garrido, profesor de Economía de la Universidad Autónoma Metropolitana Azcapotzalco de México, por el documento preparado con información para este capítulo. Ha sido ampliado en su libro; véase Garrido (2005).

operaciones y dar cumplimiento a la nueva normativa. Por lo tanto el nivel de préstamos fue reducido a pesar de un crecimiento económico fuerte. En la primera mitad de la década del 2000 se produjeron dos transformaciones simultáneas: se contrajo el crecimiento y los bancos extranjeros ingresaron masivamente en el mercado mexicano. Recién a mediados de la década empezó a recuperarse el crédito, sin embargo, este se dirigió básicamente al consumo en lugar de a la producción; en términos generales permanece por debajo del nivel anterior a la crisis. El mercado de capitales siguió patrones similares.

La economía mexicana sufre problemas serios en comparación con los demás países estudiados. En particular, dispone de niveles muy bajos de crédito bancario al sector productivo y los mercados de capitales contribuyen poco a la inversión. En general, el financiamiento nacional para las empresas mexicanas fue un 28% del PIB en el 2003 (medido por los montos en circulación), mientras que las cifras comparables para Brasil y Chile ascendieron a un 82% y un 174%, respectivamente. El financiamiento en Asia oriental es incluso mucho más cuantioso. Esto no significa que ninguna empresa mexicana acceda al financiamiento. Por el contrario, un grupo muy reducido de grandes empresas dispone de un excelente acceso. El problema afecta a la gran mayoría de empresas que se ven limitadas a las ganancias no repartidas y a un escaso financiamiento no bancario. Mientras que México no disponga de un sistema financiero nacional más estable y provea un mayor acceso al mismo, será difícil que se produzca un crecimiento a largo plazo que acompañe tanto a la economía nacional como a las exportaciones.

En este capítulo se evalúan los problemas del sistema financiero de México y su conversión en una fuerza dinámica en la economía y sociedad de México. En la primera sección se estudia la liberalización financiera, la crisis y sus repercusiones. En la segunda se hace hincapié en las transformaciones estructurales del sector financiero: los bancos, los mercados de capitales y los vínculos con el financiamiento internacional, que son particularmente importantes para México debido a su estrecha relación con los Estados Unidos. En la tercera sección se analiza la relación entre el financiamiento, la inversión y el crecimiento en el caso de México; esto se vincula estrechamente con la interrogante de quién accede al financiamiento (cuarta sección). En la última sección se sacan conclusiones al analizar los desafíos que enfrenta México con respecto a la mejora del financiamiento y su papel en la economía.

Liberalización, crisis y respuesta

En las dos últimas décadas, el sistema financiero de México ha sufrido una turbulencia inusual ya que la nacionalización, reprivatización y desregulación se produjeron en un período de tiempo relativamente corto. No es sorprendente que el proceso no fuera fácil. A pesar de que recientemente se realizaron esfuerzos significativos para fortalecer el sistema y aumentar la disponibilidad de crédito, aún no se han alcanzado resultados positivos. Esta historia proporciona los antecedentes cruciales para comprender los problemas financieros actuales que México enfrenta. Se comenzará con los pasos que llevaron a la nacionalización de la banca, seguidos por el proceso de liberalización y el desequilibrio que generó. Luego se analizarán la crisis y la respuesta del gobierno, tanto el rescate a corto plazo como las transformaciones institucionales a largo plazo. Por último, se extenderá el análisis más allá de los bancos para incluir a los mercados de capitales y las modificaciones que estos también sufrieron como resultado de la liberalización financiera y la crisis.

La liberalización financiera y sus consecuencias

A principios de la década de 1980, se consideraba a México como uno de los países en desarrollo que ofrecía mejores resultados y se lo comparaba frecuentemente con las nuevas economías industrializadas de Brasil, Corea y provincia china de Taiwán. Como en otras nuevas economías industrializadas, los bancos de desarrollo pertenecientes al Estado eran instrumentos cruciales en el impulso industrial de México en la posguerra. El banco nacional de desarrollo (Nacional Financiera o Nafin), en particular, jugaba un papel fundamental en la intermediación entre las empresas financieras internacionales y nacionales, tanto públicas como privadas. Los bancos estatales destinados a servir a grupos de clientes específicos también eran actores sobresalientes, e incluían un banco de comercio exterior, un banco de infraestructura y varios bancos agrícolas. Juntos controlaban una parte sustancial, aunque variable, de los préstamos bancarios que se otorgaron a lo largo de los años; en ciertos momentos su participación superó el 50% del crédito interno total. Además de ser el propietario directo de los bancos de desarrollo, el gobierno ejerció un estrecho control sobre los bancos comerciales privados mediante requisitos de altos niveles de reservas, regulación de las tasas de interés y créditos dirigidos.[2]

La economía mexicana también dependía del capital internacional (tanto bancos privados como instituciones multilaterales), lo que era

[2] Para un análisis del sector financiero en el primer período de posguerra, véanse Goldsmith (1966); Del Angel-Mobarak (2005). Para un análisis de la relación entre el financiamiento y las inversiones en la primera parte del período, véase FitzGerald (1978).

particularmente importante en el financiamiento de las empresas estatales de petróleo, energía y transporte, así como de la rama de actividad industrial. El incremento de la deuda externa resultante en los años setenta, junto con la caída de los precios del petróleo a principios de los años ochenta, produjo las condiciones que llevaron a que México casi cayera en el incumplimiento de sus obligaciones e iniciara la denominada década perdida de la crisis de la deuda externa de América Latina. En el caso de México, la crisis financiera externa se vinculó al sector financiero nacional cuando el gobierno saliente de José López Portillo nacionalizó los bancos privados en 1982 en un intento por controlar la crisis y se modificó la Constitución para incluir la propiedad estatal de los bancos. Este acto constituyó el último intento de control estatal sobre la economía de México. Bajo la administración de su sucesor, Miguel de la Madrid (1982–1988), se inició una política de más énfasis en el mercado.[3]

Una de las reformas más importantes se centró en el sector financiero. Dado que la privatización de los bancos hubiera requerido una reforma constitucional, el gobierno de De la Madrid trabajó dentro de los márgenes establecidos al vender instituciones financieras no bancarias, tales como empresas de corretaje y compañías de seguros. También desvió el financiamiento gubernamental de los bancos al mercado de capitales, aumentando la emisión de bonos del tesoro a corto plazo. Sin embargo, las grandes innovaciones se produjeron durante la administración de Carlos Salinas de Gortari (1988–1994). Se liberaron las tasas de interés tanto de los activos como de los pasivos, se eliminaron las cuotas de crédito dirigido y se disminuyeron, y más tarde abolieron, los requisitos de reservas. Se enmendó la Constitución para permitir la reprivatización de la banca, lo que se efectuó en solo 14 meses, de mediados de 1991 a mediados de 1992. Los compradores debían ser ciudadanos mexicanos, la mayoría tenían poca o ninguna experiencia bancaria y se pagaron precios muy altos por las nuevas propiedades. Los últimos dos factores se reconocerían posteriormente como altamente problemáticos para el desarrollo bancario.[4]

La respuesta del sistema bancario a la liberalización fue tal como se esperaba. Los préstamos aumentaron rápidamente (alrededor del 30% por año en términos reales, de 1989 a 1994) y la proporción en los préstamos del sector privado se incrementó del 10% al 40% del PIB (Marcos Yacamán, 2001). Sin embargo, la mayoría de los analistas están de acuerdo en que los primeros años posteriores a la privatización se caracterizaron

[3] Respecto de la nacionalización de la banca, sus causas y consecuencias, véase Del Angel-Mobarak, Bazdresch y Súarez (2005).

[4] Para acceder a prácticos resúmenes acerca de la evolución hacia la crisis, véanse Gruben y McComb (1997); Haber, (2005).

por préstamos imprudentes —a veces fraudulentos— como resultado de una supervisión deficiente y una normativa poco desarrollada. Durante este período el sector se caracterizó por análisis de crédito deficientes y pocos controles internos. Los bancos se colocaron en una situación precaria debido a que los préstamos superaron los depósitos y se cubrieron los déficit mediante préstamos interbancarios, muchos de ellos de bancos extranjeros (EIU, 2001, p. 7).[5] En consecuencia, la cartera vencida aumentó del 2% del total de préstamos en 1990 al 9% en 1994; sin embargo, estas cifras deben tomarse como mínimas teniendo en cuenta los procedimientos contables deficientes del gobierno de aquella época.[6]

Además de estos problemas microeconómicos, las políticas macroeconómicas también contribuyeron a la instauración de la crisis financiera. El uso de un ancla del tipo de cambio para controlar la inflación condujo a la sobrevaluación del peso, a grandes déficit del comercio y la cuenta corriente, y a la afluencia de importantes cantidades de capitales. Inicialmente, la mayor parte de la afluencia de capitales se debió a inversiones extranjeras directas, gracias a la firma del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLC) con Estados Unidos y Canadá. Sin embargo, algunos *shocks* políticos durante el año electoral de 1994 desencadenaron una fuerte caída del flujo de capital a largo plazo y, por lo tanto, de las reservas ya decrecientes. Para limitar la caída, el gobierno emitió deuda a corto plazo pagadera en pesos pero indexada de acuerdo con el dólar (tesobonos). Si bien la política tuvo éxito por un tiempo, la hemorragia se reanudó y a fines de ese año, mientras la nueva administración Zedillo se preparaba para asumir el gobierno, quedaba claro que debían tomarse medidas drásticas. El peso flotó en diciembre, lo que dio por resultado una importante devaluación.

La crisis financiera y la respuesta del gobierno

La devaluación del peso mexicano inició una crisis que dañó severamente al sistema bancario del país, así como a la economía en general. Debido a que la normativa mexicana limitaba los riesgos bancarios por el tipo de cambio, los problemas directos creados por la devaluación fueron menos significativos que en la mayoría de los demás países.[7] Varias consecuencias indirectas fueron más graves e incluyeron una fuerte caída de la actividad

[5] Gruben y McComb (1997) comparan dos teorías acerca de la naturaleza de los problemas en el sector bancario de México: competitividad insuficiente o hipercompetitividad. El sector parece haber pasado de la primera a la segunda en un corto período de tiempo en 1993 y 1994. Véase también Gruben y McComb (2003).

[6] Los datos provienen de McQuerry (1999), pero véase Haber (2005) con respecto a los diferentes modos de calcular la cartera vencida.

[7] Sin embargo existían algunos caminos para sortear la normativa; véase O'Dougherty y Schwartz (2001).

económica, un alza sustancial en las tasas de interés en un intento por controlar la inflación y un aumento de la demanda de dólares. La incapacidad resultante de los deudores para cumplir con sus obligaciones aumentó el ya alto nivel de cartera vencida, que puso en riesgo a los propios bancos.

La respuesta de México a la crisis gemela se dio en forma fragmentada. Las autoridades temían que un franco reconocimiento de la magnitud total de la crisis bancaria empeorara la crisis externa, por lo que no manejaron la crisis bancaria en forma íntegra.[8] A corto plazo, la asistencia provino de los socios del nuevo TLC. A pesar de la oposición del Congreso de los Estados Unidos, la administración Clinton y el Fondo Monetario Internacional orquestaron lo que entonces fue el conjunto de medidas de rescate financiero más grande de la historia, unos 50.000 millones de dólares. Gran parte del financiamiento se utilizó para cubrir los tesobonos, lo que llevó a algunos observadores a cuestionar los motivos de la operación de rescate, pero permitió que el gobierno restaurara las reservas de divisas y recuperara el control de sus instrumentos de política. Las rigurosas pautas económicas elaboradas por el gobierno mexicano y el Fondo Monetario Internacional permitieron dominar la inflación y reanudar el crecimiento económico, sobre todo mediante el aumento de exportaciones a los Estados Unidos gracias al nuevo tipo de cambio competitivo. Sin embargo, la recuperación fue desigual debido particularmente a la continuación de los problemas en el sector financiero.

Se introdujeron una serie de medidas para auxiliar a los bancos a corto plazo. En primer lugar se estableció un programa de liquidez internacional para posibilitar que los bancos cumplieran con sus obligaciones en divisas. En segundo lugar, se instauró un programa de recapitalización (Procapte) para ayudar a los bancos a que cumplieran con el coeficiente entre capitales y activos determinado por el Banco de Pagos Internacionales. Los bancos podían aumentar el coeficiente de capital, creando bonos subordinados convertibles que se vendían a la agencia de seguros de depósito (Fobaproa), y usar los ingresos para aumentar el capital. Si los bancos se volvían insolventes, los bonos se convertirían en capital accionario propiedad del gobierno.[9] En tercer lugar, se permitía a los bancos intercambiar cartera vencida por bonos gubernamentales de cupón cero a 10 años. Este plan se ha llamado comúnmente Fobaproa, ya que esa era la agencia a cargo de la cartera vencida. El *quid pro quo* era que los accionistas de los bancos tenían que inyectar un peso de capital nuevo

[8] Este argumento es presentado en forma convincente por Krueger y Tornell (1999). Además, como fuera indicado por otros, la falta de información oportuna hizo que fuera difícil comprender la magnitud total de la crisis; véase McQuerry (1999).

[9] Este programa no fue muy utilizado porque el mercado consideró la participación como una señal de debilidad; véase Mackey (1999).

por cada dos pesos de cartera vencida que daban de baja de sus balances. También debían establecer reservas por el 25% de la deuda transferida y mantener los bonos en vez de negociarlos. En cuarto lugar, se ofrecieron programas de asistencia a deudores de varias categorías —como titulares de tarjetas de crédito e hipotecas, el sector agrícola y las pymes— para diferir los pagos de los préstamos, convertirlos en unidades de inversión (UDI) y subsidiar los pagos de intereses.[10] Más tarde se agregó un programa de descuento sobre el capital del préstamo para dar fin al proceso (denominado punto final).

El costo de estos programas aumentó año a año, ya que los problemas bancarios no se resolvieron completamente, y nuevos préstamos improductivos reemplazaron rápidamente a los transferidos a Fobaproa. Además, el gobierno torcía sus propias reglas al ampliar las categorías de préstamos que podían venderse a Fobaproa. En 1995 se estimó el costo en un 5,5% del PIB; en 1996 había subido al 8,4% y en 1998 alcanzó un 16,2%. Las estimaciones más recientes se ubicaron alrededor del 20% del PIB.[11]

Un aspecto complementario del programa de rescate fue que se hicieron tanto modificaciones temporales como permanentes en la propiedad bancaria. Las modificaciones temporales se centraron en la absorción por parte del gobierno de doce bancos debido a problemas de capitalización o fraude. Las doce instituciones —todas bastante pequeñas— sumaban aproximadamente un 12% de los activos totales del sector bancario. En general, otros bancos compraron las redes de sucursales de los bancos intervenidos, dejando los activos y pasivos a disposición de Fobaproa.[12] Los cambios de propiedad más permanentes involucraban el aumento del número de bancos extranjeros. Mientras que la apertura del mercado mexicano a los bancos extranjeros era parte del acuerdo del TLC, inicialmente se pretendía que fuera muy gradual y que se limitara al 25% de propiedad extranjera. La necesidad de recapitalización, ante la ausencia de socios locales con fondos suficientes, llevó a una aceleración del proceso de apertura. Hoy la vasta mayoría del sector bancario de México está en manos extranjeras. El gobierno tenía esperanzas de que los nuevos propietarios extranjeros no solo trajeran capital adicional, sino que también introdujeran nuevas tecnologías, tanto

---

[10] La UDI es una unidad contable indexada de acuerdo con la tasa de inflación. Fue creada sobre la base de la UF chilena.

[11] Véase Krueger y Tornell (1999, cuadro 12) para 1995–1998; OCDE (2002, p. 7) respecto de las cifras más recientes.

[12] Véase Graf (1999) para obtener una lista de bancos y el modo en que cada uno participó en los varios programas de rescate bancario. La Porta, López-de-Silanes, y Zamarripa (2002) proporcionan una lista un poco diferente.

equipos como técnicas de gestión, que pudieran proporcionarle competitividad a la economía y contribuir a evitar futuras crisis.

El nuevo sistema de regulación y supervisión

Mientras que se producían las ventas de los bancos mexicanos, también ocurrían otras modificaciones en el sector financiero. El presidente Ernesto Zedillo presentó al Congreso un conjunto de reformas bancarias en marzo de 1998 compuestas por dos elementos, siendo el primero unas propuestas para fortalecer la regulación y la supervisión del sector bancario. En términos institucionales, las medidas proponían brindarle autonomía a la agencia de regulación bancaria, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), y transferirla de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) al Banco de México. Luego se buscó disolver Fobaproa y reemplazarla con dos instituciones nuevas que cumplieran con sus dos funciones: revender los activos que había adquirido y servir como agencia de seguros de depósitos del país. Las modificaciones operativas incluían las siguientes: i) un nuevo sistema de seguro de depósitos, lo que daría fin al seguro de facto ilimitado existente previamente e incrementaría el papel de la agencia de seguros para depósitos; ii) normas contables más estrictas, que mejorarían la transparencia de las operaciones crediticias tanto para los supervisores como para el público, impondrían criterios más estrictos para el manejo de la cartera vencida y aumentarían sustancialmente las reservas para las pérdidas por préstamos; iii) medidas que mejorarían las prácticas de préstamos y nuevas leyes para transacciones crediticias, destinadas a acelerar el proceso de ejecución de activos y a ampliar la variedad de propiedades a ser utilizadas como garantía, y iv) reglas más estrictas en cuanto a la calidad de los capitales. Para reducir los futuros desfases de la moneda, el Banco de México disminuyó los topes existentes para los pasivos en moneda extranjera e impuso coeficientes de liquidez obligatoria en divisas (Marcos Yacamán, 2001; EIU, 2001).

El segundo aspecto del conjunto de medidas de Zedillo fue mucho más controversial. El presidente propuso agregar los pasivos mantenidos por Fobaproa a la deuda nacional de México. Este movimiento legalizaría efectivamente el *statu quo*, pero requería la aprobación del Congreso para modificar la ley general de deuda pública. Los opositores afirmaban que muchos de los préstamos que fueron trasladados a Fobaproa representaban negocios deficientes y que algunos eran fraudulentos. Argumentaban que era improcedente forzar a los contribuyentes a asumir el costo, especialmente cuando ya habían pagado la crisis con desempleo y disminución de ingresos.[13]

[13] McQuerry (1999) argumenta que la situación fue especialmente complicada porque fue planteada en un momento de transición política de México. Por primera vez en décadas,

Debido a la controversia que produjo esta segunda propuesta, llevó varios meses conseguir la aprobación de las reformas en su totalidad. Se llegó a un acuerdo a finales de 1998, luego de nueve meses de debates. No se acordó una solución definitiva a la nacionalización de la deuda; sin embargo, se decidió que los costos se incluirían en el presupuesto de cada año. Se llevarían a cabo auditorías de los préstamos asumidos por Fobaproa y se devolverían a los bancos si se determinaba que habían sido manejados en forma inapropiada.[14] Los bonos emitidos por Fobaproa serían reemplazados por otros nuevos que los bancos mantendrían y serían remunerados con tasas de interés competitivas, lo que, según muchos expertos, es una de las mayores causas de los problemas financieros actuales del sector. Más abajo se explicará este tema. Se disolvió Fobaproa según lo propuesto y se reemplazó por una nueva agencia de seguros para depósitos (Ipab), pero no se le otorgó autonomía a la agencia reguladora CNBV que continuó operando como una dependencia de la SHCP.

A pesar de que estas modificaciones mejoraron la capacidad de regulación y supervisión de las autoridades mexicanas, subsistieron muchos problemas. A nivel macroeconómico, no se aceptó en forma amplia el estado de derecho y la ejecución de los contratos. A nivel microeconómico, tanto los bancos como las corporaciones no financieras se caracterizaron por un gobierno corporativo deficiente. Por otra parte, los supervisores mexicanos enfrentan un particular conjunto de problemas que aún deben ser considerados, tanto en la literatura sobre temas bancarios como en la práctica. Cinco de los seis bancos más grandes y más de un 80% de los activos bancarios están en manos de instituciones extranjeras gigantes. ¿Cómo afecta esto la capacidad de las autoridades y supervisores locales para actuar? ¿Se requiere una cooperación estrecha con las autoridades de los países de origen de los bancos? En ese caso, ¿cómo debería llevarse a cabo? Si solo las autoridades mexicanas son las responsables, ¿cómo pueden manejarse con instituciones que son más grandes y poderosas que ellas? Estas interrogantes requerirán una mayor consideración en el futuro.[15]

---

los partidos de oposición en el Congreso lograron desafiar al Partido Revolucionario Institucional (PRI) en forma eficaz.

[14] Se encargó a un experto canadiense, Michael Mackey, un informe de auditoría; véase Mackey (1999). A mediados de 2004 finalmente se llegó a un acuerdo. Los propietarios actuales de los bancos aceptaron retomar 826 millones de dólares de cartera vencida y autorizaron una auditoría limitada de otros 600 millones. Véase *New York Times*, 16 de julio de 2004.

[15] Las entrevistas realizadas en el Banco de México indican que las autoridades son conscientes de este problema y están considerando cómo manejarlo, pero no es una prioridad.

Más allá del sector bancario

El proceso de liberalización financiera y la crisis resultante se centraron principalmente en el sector bancario, pero también hubo consecuencias en los mercados de capitales. Mientras que el mercado bursátil se remonta a fines del siglo XIX, la versión moderna del mercado de bonos data de la introducción de letras del tesoro a corto plazo (cetes) en 1978. El mercado bursátil despegó con las reformas financieras y en 1993 había logrado la capitalización más importante jamás alcanzada en México (50% del PIB). El número de empresas registradas en la bolsa aumentó y se realizaron, en promedio, 18 nuevas ofertas públicas cada año entre 1991 y 1994. En cambio, el mercado de bonos decreció, ya que aún se carecía de muchos requisitos institucionales. La crisis golpeó duramente a los mercados de capitales, pero el gobierno pronto inició un programa multifacético con el fin de estimularlos.[16]

Un paso clave fue la reforma de la ley de pensiones, que fue aprobada en 1995 y comenzó a aplicarse en 1997. La ley se basaba en la reforma chilena y proporcionaba cuentas de pensión del tipo de capitalización individual (Siefores) manejadas por administradoras de fondos (Afores). Esta innovación amplió mucho la cantidad de inversionistas institucionales. A pesar de que la normativa inicial que regía las Afores requería que se invirtiera en bonos del gobierno, un posterior relajamiento de estas restricciones permitió el traspaso a la deuda privada. A pesar de ello, los bonos del gobierno aún constituyen la gran mayoría de los activos. Las iniciativas legales también ampliaron el alcance de las operaciones de fondos mutuos y estimularon la formación de calificadoras de riesgos para evaluar a los posibles emisores en el mercado de capitales. Las innovaciones más recientes, válidas a partir de enero de 2005, permitieron a las Afores invertir hasta un 15% de sus activos en acciones mexicanas e internacionales.[17]

Un segundo paso importante fue la mejora del marco legal en el que operan los mercados. Como parte de un importante conjunto de reformas institucionales aprobadas en abril de 2001, se reforzó el gobierno corporativo mediante el establecimiento de directorios independientes, comités de auditoría, protección a los accionistas minoritarios y una mayor transparencia en el sector empresarial en general. Las reformas del gobierno se complementaron con la iniciativa del sector privado de crear un código voluntario de mejores prácticas corporativas, que enfatizara los procedimientos administrativos y la transparencia de información de las

[16] Para información acerca de mercados de capital anteriores a la crisis, véase Martínez y Werner (2002).

[17] Véase Reynoso (2004) acerca de las posibles consecuencias de la nueva ley.

empresas.[18] En el año 2005, el gobierno presentó una nueva ley de mercado de capitales para mejorar aún más el gobierno corporativo al aumentar la información de las sanciones impuestas por los reguladores, extender el alcance de las reglas en contra del tráfico de información privilegiada y modificar los roles de los directorios de las empresas. También expandiría el poder de la CNBV y facilitaría el registro de empresas medianas en la bolsa. La reforma se retrasó debido a la oposición en el Congreso, pero se espera que sea aprobada en el año 2006.[19]

La regulación y la supervisión del mercado están encabezadas por la SHCP, asistida por tres agencias de especial relevancia para el mercado de valores: la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, la Comisión de Seguros y la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro. La Bolsa Mexicana de Valores (BMV) es una sociedad autorregulada que opera por concesión de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y es propiedad de agencias de bolsa locales. Si bien estos organismos generalmente disponen de una buena reputación, requieren más recursos y autonomía, así como una mayor coordinación, si se proyecta que los mercados se desarrollen en forma más integral en los próximos años.[20]

Modificaciones de las estructuras

La característica más destacada del sector financiero nacional de México en los últimos años ha sido su reducido tamaño con relación a la magnitud de la economía del país. Los debates acerca de que si el sistema se basa en los bancos o el mercado de capitales, no nacen del hecho que los mercados sean grandes y fuertes, sino de que el crédito bancario como porcentaje del PIB sea tan reducido.[21] Los mercados bursátiles y de bonos son débiles en parte por la falta de inversionistas institucionales y de un marco legal adecuado. Al mismo tiempo, México ha sido integrado estrechamente al mercado financiero de los Estados Unidos, tanto por agencias del gobierno como por grandes empresas, por lo que los mercados nacionales se vuelven algo redundantes para estos importantes prestatarios. En el gráfico 7.1 se muestra la participación relativa de los créditos bancarios, los bonos en circulación y la capitalización del mercado bursátil, así como sus variaciones desde 1990.

---

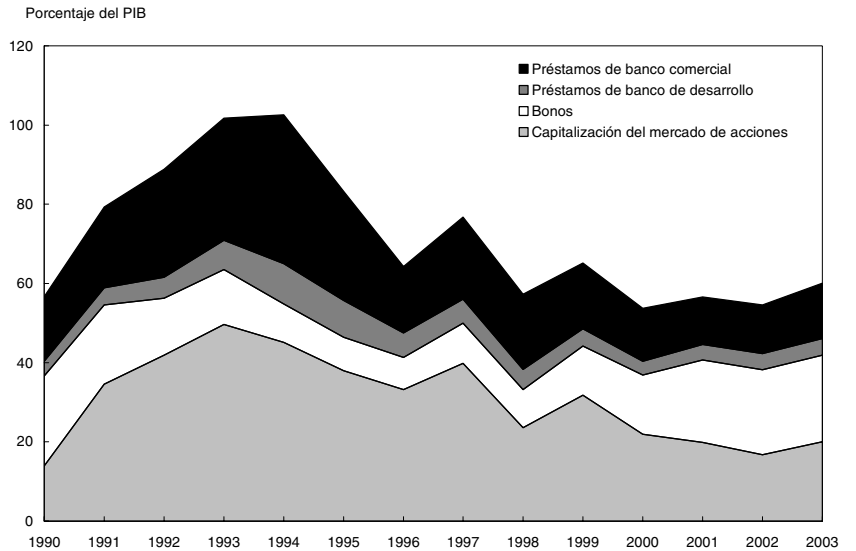
[18] El documento puede encontrarse en la Bolsa Mexicana de Valores [en línea] <http://www.bmv.com.mx>.

[19] Véase John Authers, "Lobbying Delays Mexico Securities Bill", *Financial Times*, 20 de junio del 2005.

[20] Véanse, por ejemplo, FMI (2001); OCDE (2002); Banco de México (2003).

[21] Véase el debate en Copelman (2000).

Gráfico 7.1
MÉXICO: COMPOSICIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS, 1990–2003



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) [en línea] <http://www.eclac.cl> para la inversión; Haber (2005) para el crédito al sector privado.

El sector bancario

La estructura del sistema bancario mexicano se ha modificado de tres maneras cruciales en los últimos 25 años: aumentaron los activos y los préstamos y luego se redujeron marcadamente tanto en la década de 1980 como en la de 1990; se traspasó el control del Estado a propietarios nacionales privados y luego a instituciones bancarias extranjeras, y la concentración de los bancos se vio aumentada sustancialmente a pesar de que ya era bastante alta. Los tres cambios están íntimamente relacionados.

En el cuadro 7.1 se señala la evolución de los préstamos de los bancos comerciales y de desarrollo y los depósitos en el período de 1980 a 2003. A principios de la década de 1980, los bancos comerciales eran instituciones nacionales y sus colocaciones aumentaban aunque partiendo de una base muy baja. Esta tendencia se revirtió con la nacionalización de la banca a fines de 1982: los préstamos cayeron del 21% del PIB en 1982 al 15% en 1988. La tendencia volvió a revertirse al iniciarse la liberalización financiera y los préstamos alcanzaron una nueva cúspide (39%) en 1994 antes de la crisis financiera. Desde ese momento, el coeficiente de crédito permaneció más o menos constante, pero a un nivel bajo en términos comparativos. Por otra parte, incluso la

Cuadro 7.1
MÉXICO: ACTIVOS, PRÉSTAMOS Y DEPÓSITOS DEL SISTEMA BANCARIO, 1980-2003

Año	Bancos comerciales			Bancos de desarrollo			Todos los bancos		
	Total de préstamos	Préstamos al sector privado[a]	Depósitos[b]	Total de préstamos	Préstamos al sector privado	Depósitos[b]	Total de préstamos	Préstamos al sector privado[a]	Depósitos[b]
1980	17,6	16,2	23,8	13,4	4,1	2,9	31,0	20,3	26,7
1981	19,4	17,2	26,0	15,9	3,6	3,4	35,4	20,8	29,4
1982	21,3	13,7	24,9	26,3	3,0	2,8	47,5	16,7	27,7
1983	18,4	11,1	22,2	21,0	3,0	2,8	39,5	14,1	25,0
1984	19,2	12,2	22,8	18,8	3,3	2,9	38,0	15,5	25,7
1985	16,7	10,3	19,8	22,1	3,7	2,8	38,7	14,0	22,6
1986	22,2	10,2	21,0	31,5	4,3	2,9	53,7	14,5	24,0
1987	22,2	10,3	20,6	33,5	4,2	3,1	55,7	14,6	23,7
1988	15,1	8,4	5,8	18,1	3,6	2,2	33,3	12,0	8,0
1989	19,1	13,2	12,5	14,9	3,4	0,9	34,1	16,6	13,4
1990	21,9	16,3	18,1	11,6	3,7	1,2	33,5	20,1	19,3
1991	26,9	20,4	21,5	10,4	4,3	1,3	37,3	24,7	22,8
1992	29,8	27,3	23,7	10,8	5,3	1,2	40,6	32,6	24,9
1993	32,0	30,9	24,9	12,5	7,4	1,7	44,5	38,3	26,5
1994	39,2	37,6	26,5	18,5	10,2	2,0	57,8	47,8	28,5
1995	32,4	27,6	27,4	19,7	9,3	2,5	52,1	36,8	29,9
1996	24,9	16,7	25,5	14,2	6,3	2,8	39,1	23,0	28,2
1997	41,8	20,7	32,3	14,4	6,0	2,8	56,2	26,8	35,1
1998	39,4	19,0	30,9	13,2	5,1	2,6	52,6	24,1	33,5
1999	39,4	16,6	30,2	11,5	4,3	3,0	50,9	21,0	33,2
2000	34,4	13,4	23,6	9,7	3,4	2,4	44,2	16,9	26,0
2001	32,7	12,0	25,4	9,7	3,8	2,5	42,3	15,9	28,0
2002	32,7	12,3	25,4	11,0	4,1	3,0	43,7	16,3	28,4
2003	34,0	14,0	25,7	11,4	4,2	2,3	45,4	18,2	28,0

Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), *International Financial Statistics Yearbook* (2001, 2004).

[a] Créditos al sector privado (líneas 22d, 22f, 22g del *International Financial Statistics Yearbook* para bancos comerciales, 42d, 42e, 42g para bancos de desarrollo); incluye la cartera vencida, los títulos Fobaproa y otros rubros relacionados con los programas de rescate de bancos.
[b] Depósitos a la vista, a plazo, de ahorro y depósitos en moneda extranjera (líneas 24–25 del *International Financial Statistics Yearbook* para bancos comerciales, 44–45 para bancos de desarrollo).
[c] Cálculo sobre la base de datos de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV).

cifra actual del 34% está sobredimensionada por la inclusión de cartera vencida, así como por un volumen sustancial de valores que componen la contraparte de la cartera vencida que se eliminó de los balances de los bancos y otras formas de reestructuración de deuda. Los préstamos al sector privado muestran el mismo patrón, pero las diferencias son de una magnitud aún mayor; el crédito del sector privado ha caído casi dos tercios desde la crisis, alcanzando solo un 14% del PIB en el año 2003.

Las fuentes para el financiamiento de las actividades de los bancos comerciales también sufrieron modificaciones a través del tiempo. Los depósitos a la vista y a plazo aumentaron del 60% del pasivo en 1980 al 66% en 1995. Hacia el año 2003 la situación se había modificado y la proporción de depósitos había descendido a solo un 45%. Esta reorientación se debió parcialmente a la diversificación de los instrumentos financieros. Los fondos del mercado monetario ahora ascienden a un 18% del financiamiento bancario. Al igual que con los activos, es difícil lograr una imagen precisa del pasivo bancario debido a los rubros reestructurados que fueron sumados a los balances.

Un grupo de bancos de desarrollo pertenecientes al gobierno opera en forma paralela a los bancos comerciales en México. Durante la década de 1980, el total de préstamos otorgados por los bancos de desarrollo fue igual y, a veces, más alto que el de los bancos comerciales; su volumen fluctuó de acuerdo con las necesidades financieras del gobierno. Bajo la administración de Salinas de Gortari, sin embargo, disminuyeron de acuerdo con la nueva filosofía orientada al mercado. La crisis fue seguida por una breve recuperación, pero pronto comenzó a caer nuevamente y actualmente alcanza una cifra de alrededor del 11% del PIB. La fuente de financiamiento más importante para los bancos de desarrollo han sido los créditos internacionales, lo que refleja su papel en la intermediación entre los acreedores internacionales, el gobierno y los prestatarios privados seleccionados.

Mientras que los préstamos combinados de los bancos de desarrollo y comerciales ascienden actualmente al 45% del PIB, los préstamos al sector privado son solo un 18%; ambas cifras incluyen los saldos restantes de la deuda de Fobaproa y otras operaciones de rescate. Esta cifra es extraordinariamente baja en comparación con las de otros países de América Latina así como con las de otras regiones en desarrollo. Por ejemplo, el crédito del sector privado en Chile es cuatro veces más alto y en Asia oriental es seis veces más alto. Por otra parte, como ya se mencionó, el crédito como proporción del PIB ha estado descendiendo en México desde la crisis.

En el cuadro 7.2 se señalan características adicionales de los bancos comerciales en el año 2003. Un dato relevante que se presenta es que el número de bancos en México es relativamente bajo. Esta cifra descendió

Cuadro 7.2
MÉXICO: CARACTERÍSTICAS DEL SISTEMA BANCARIO, 2003

Indicador	Bancos privados nacionales		Bancos extranjeros		Bancos comerciales		Bancos de desarrollo		Total de bancos	
	Absoluto	Porcentual	Absoluto	Porcentual	Absoluto	Porcentual	Absoluto	Porcentual	Absoluto	Porcentual
Número de instituciones	13	36,1	17	47,2	30	83,3	6	16,6	36	100
Número de empleados	27 950	23,1	87 091	95,3	115 041	95,3	5 665	4,7	120 706	100
Número de sucursales	2 051	24,1	5 689	67,0	7 740	91,1	754	8,9	8 494	100
Total de activos[a]	339	13,6	1 518	60,8	1 857	74,4	639	25,6	2 496	100
Total de préstamos[a]	234	16,1	754	52,0	988	68,1	462	31,9	1 450	100
Préstamos/activos	69,0	n.d.	49,7	n.d.	53,2	n.d.	67,6	n.d.	58,1	n.d.
Cartera vencida/ préstamos totales[b,c]	5,7	n.d.	4,1	n.d.	4,4	n.d.	7,1	n.d.	5,1	n.d.
Retorno sobre capital[c]	–19,7	n.d.	11,3	n.d.	5,6	n.d.	–44,3	n.d.	–5,4	n.d.

Fuente: Calculado sobre la base de Banco Mundial (2002) para la cartera vencida y el retorno sobre capital; Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) [en línea] <http://www.cnbv.gob.mx> para todos los demás datos.

n.d. No hay datos.
[a] Activos y préstamos en miles de millones de pesos (incluye títulos Fobaproa/Ipab).
[b] Cartera vencida declarada como porcentaje de créditos (incluye títulos Fobaproa/Ipab).
[c] Bital aún se incluye como banco nacional. Información del año 2002.

rápidamente durante los años posteriores a la nacionalización de la banca, cayendo de 60 en 1982 a solo 20 en 1991 cuando se inició la reprivatización. Los 20 bancos incluyen a las 18 instituciones que sobrevivieron al período de control del gobierno, a los que se suman dos que no fueron nacionalizados: el Citibank, el único banco de propiedad extranjera del país, y el Banco Obrero, afiliado a los sindicatos. Poco antes de la crisis, se autorizó el inicio de operaciones de nuevos bancos; este proceso continuó durante algunos años antes de reiniciarse la consolidación, y dio como resultado los 30 bancos comerciales y los 6 bancos de desarrollo existentes en la actualidad (Gruben y McComb, 2003).

Más importante que el descenso del número de instituciones bancarias fue el cambio de sus propietarios. Los bancos no solo se transfirieron de manos públicas a privadas de nacionalidad mexicana, sino que también se abrieron a instituciones extranjeras. No se había permitido a extranjeros ser propietarios de bancos desde la década de 1880, salvo por oficinas de representación que no podían dedicarse a las operaciones bancarias minoristas.[22] Inicialmente, la nueva normativa excluyó a los tres bancos más grandes, pero desde 1997 también estos pudieron adquirirse. Los dos socios de México en el TLC llevaron la delantera cuando el Citibank y el Bank of Nova Scotia adquirieron dos instituciones bancarias medianas en 1996. Más o menos al mismo tiempo, los dos bancos más importantes de España, BBVA y Santander, que ya habían iniciado lo que sería un ingreso amplio a América Latina, también entraron en el mercado. Estas inversiones iniciales aceleraron el proceso durante los próximos años, ya que BBVA, Santander y Citibank adquirieron los tres bancos más grandes de México y HSBC compró el cuarto. Para fines del año 2002, solo uno de los cinco bancos comerciales más importantes del país permanecía en manos locales. En México los extranjeros eran propietarios de más del 80% de los activos de los bancos comerciales, siendo este el porcentaje más elevado de América Latina

Como era de esperar, el índice de concentración aumentó como resultado del descenso de la cantidad de bancos, pero el factor más importante fue el patrón de fusiones que aumentó el tamaño de los bancos líderes. En 1997, antes de iniciarse las compras por el capital extranjero, los cinco principales bancos ya representaban el 72% de los activos totales; esta cifra aumentó al 81% hacia el año 2003.[23]

---

[22] La excepción fue el Citibank que ha estado en México desde 1929. Como el banco había apoyado al país en períodos difíciles, se le proporcionaron privilegios especiales que no estaban disponibles para otras instituciones. Véase Stallings (1990).

[23] Calculado sobre la base de datos de la CNBV. Las cifras del 2003 consideran que Banco Serfín y Santander Mexicano son una única institución, ya que ya se encontraban en manos de los mismos dueños.

En el cuadro 7.2 también se presentan los datos de los bancos de desarrollo. Durante la mayor parte del período 1980–2003 hubo seis bancos. Por lejos, el más importante fue Nafin, que desempeñó un papel fundamental en el impulso de industrialización de la posguerra en México. Con el tamaño del tercer banco comercial mexicano, fue un intermediario clave para conseguir divisas de bancos internacionales y prestarlas a varios clientes locales: el gobierno mexicano y empresas estatales, instituciones financieras locales y algunas empresas del sector privado con buenas conexiones. En el nuevo contexto se ha transformado en un banco de segundo piso con especial responsabilidad hacia las pymes. Otros cinco bancos de desarrollo cumplieron cometidos más específicos: Bancomext (comercio exterior, en especial financiamiento de exportaciones), Banobras (infraestructura), Banrural (agricultura), Fina (azúcar) y Banejercito (servicios bancarios para personal militar).[24]

En el cuadro 7.2 se señalan algunas diferencias importantes entre los tres tipos de bancos. Al primero corresponde el despliegue de activos: comparados con cualquier otro tipo de banco nacional, los bancos extranjeros se han inclinado especialmente a reducir la concesión de préstamos; la contrapartida es una participación más importante de activos dedicados a la tenencia de valores.[25] En segundo término, los bancos de desarrollo son más eficientes que los bancos comerciales. La productividad, medida según la cantidad de personal y de sucursales en proporción a los activos o préstamos, es alta. Esta conclusión, tal vez sorprendente, proviene del hecho que los bancos de desarrollo en la actualidad carecen de grandes operaciones minoristas a consecuencia de su reestructuración como instituciones de segundo piso.[26] En tercer lugar, el penoso proceso de limpieza después de la crisis de los años 1994 y 1995 que abarcó tanto la reestructura como el ingreso de instituciones extranjeras, devolvió a los bancos extranjeros y a la mayoría de los bancos comerciales nacionales a una situación positiva con respecto a las utilidades y la cartera vencida. No puede afirmarse lo mismo de los bancos de desarrollo que padecieron con sus mandatos muy amplios y tuvieron que satisfacer las diversas necesidades del gobierno.

---

[24] También existen varios fideicomisos cuyas funciones se superponen con las de los bancos de desarrollo. Difieren en la fuente de financiamiento y en el hecho de que estos últimos son regulados por la CNBV, mientras que los primeros se encuentra bajo el control directo de la SHCP.

[25] Véase un análisis econométrico en Haber y Musacchio (2005) que demuestra que los bancos extranjeros tenían una propensión menor a prestar que los bancos nacionales. En Chile se encuentra una tendencia similar, aunque los coeficientes entre préstamos y activos son mucho más elevados en Chile que en México.

[26] Banrural, ahora cerrado, fue el banco de desarrollo más sobredimensionado, con más de 25.000 empleados, 50 sucursales y la responsabilidad sobre un 40% del financiamiento de la agricultura; véase Banco Mundial (2002).

A instancias del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial, el gobierno ha lanzado un proceso de modernización del sistema bancario de desarrollo: cierre de algunos bancos, apertura de otros y la reforma de los mandatos y métodos operativos. El problema principal es que se esperaba que los bancos siguieran dos lógicas contradictorias: una lógica social y una comercial. El propósito entonces es separarlas y que el aspecto social sea atendido por organismos de desarrollo financiados mediante el presupuesto del gobierno en forma transparente. Fina y Banrural han cerrado, pero se han creado varios bancos nuevos. Bansefi brinda apoyo a las asociaciones de ahorro popular que proporcionan servicios a la población de bajos recursos; SHF es un banco de segundo piso cuyo propósito es promover el mercado hipotecario, y Financiera Rural asumirá las funciones bancarias de Banrural. El objeto no es desplazar al gobierno del sector financiero, sino que opere en forma más eficaz y transparente. También se alienta a los bancos públicos a apoyar el desarrollo de mercados en varios sectores de la economía.[27]

Los mercados de capitales

Los mercados de capitales de México nunca han sido muy fuertes, aunque algunos analistas afirman que están en vías de un significativo crecimiento y mejora en su desarrollo.[28] En el cuadro 7.3 se presentan los componentes principales de los mercados desde fines de la década de 1980. Incluyen el valor en circulación de los bonos gubernamentales y corporativos y la capitalización de la Bolsa Mexicana de Valores. Los dos mercados presentan tendencias opuestas en términos de dimensiones durante las últimas dos décadas. La capitalización del mercado creció en forma estable del 7% del PIB en 1986 —al iniciarse la liberalización— hasta alcanzar un punto máximo del 50% justo antes de la crisis, cayendo luego a solo un 20% al final del período de la muestra. El volumen de bonos en circulación fue mayor que la capitalización bursátil a fines de la década de 1980 (22% del PIB), pero cayó a solo un 8% hacia mediados de los años noventa. Luego los bonos experimentaron una lenta recuperación, llegando a representar algo más del 20% del PIB en el 2003. Los mercados bursátil y de bonos, combinados, crecieron a partir de la última parte de la década de 1980 hasta 1993; luego sufrieron una caída gradual y fluctuante. Para fines del 2003, los mercados combinados representaban aproximadamente un 44% del PIB, de nuevo una cifra muy baja en comparación con otras economías de mercados emergentes.

---

[27] Para una crítica general de la operación de los bancos de desarrollo, véase OCDE (2002) y Banco Mundial (2002). La modernización del sistema se está financiando con préstamos del Banco Mundial.

[28] Entrevistas personales con banqueros y funcionarios de los mercados de capitales en México.

Cuadro 7.3
MÉXICO: MERCADOS DE ACCIONES Y BONOS, 1986–2003
(Porcentaje del PIB)

Año	Mercados de acciones[a]	Bonos[b]	Gubernamental	Corporativo[c]	Total
1986	7,0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
1987	9,5	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
1988	12,3	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
1989	11,8	22,4	21,2	1,2	34,2
1990	13,9	22,6	21,2	1,4	36,5
1991	34,6	20,0	17,9	2,1	54,6
1992	41,9	14,4	12,0	2,4	56,3
1993	49,7	13,8	11,1	2,7	63,5
1994	45,1	9,7	7,7	2,0	54,8
1995	38,0	8,4	6,3	2,2	46,4
1996	33,2	8,1	5,7	2,4	41,3
1997	39,8	10,2	8,1	2,1	50,0
1998	23,6	9,6	7,5	2,1	33,2
1999	31,8	12,3	10,2	2,1	44,1
2000	21,9	15,0	12,6	2,4	36,9
2001	19,9	20,8	18,2	2,6	40,7
2002	16,8	20,6	18,4	2,2	37,4
2003	20,0	23,6	20,9	2,7	43,6

Fuente: Banco de México [en línea] <http://www.banxico.org.mx> para el mercado de acciones; Banco de Pagos Internacionales (BPI) [en línea] <http://www.bis.org/statistics/qcsv/anx16a.csv> para los bonos totales y gubernamentales; <http://www.bis.org/statistics/qcsv/anx16b.csv> para los bonos corporativos.

[a] Capitalización del mercado.
[b] Bonos en circulación.
[c] Bonos de los sectores corporativo y financiero.

La capitalización de la Bolsa Mexicana de Valores en pesos nominales aumentó en forma espectacular después de 1990: de enero de 1990 a diciembre del 2003 se multiplicó por 20. Sin embargo, la mayor parte del incremento se debió a aumentos de precios en el mercado secundario más que a nuevas emisiones del mercado primario. Luego de deflactar por el índice de precios bursátiles, el mercado presentó un crecimiento real de 1990 a 1994 (76%), pero registró una contracción posterior (-42%). Efectivamente el valor real de la capitalización del mercado a fines del 2003 fue casi exactamente la misma que en el año 1990. En dólares nominales, como se señala en el cuadro 7.4, el valor del mercado más que se triplicó (aunque la mayor parte del incremento ocurrió en el período 1990–1991). Sin embargo las nuevas emisiones descendieron tanto en número como en valor. La relativa poca importancia del mercado bursátil se refleja en el bajo nivel de participación. De las 200 empresas registradas en la BMV antes de la crisis se disminuyó a solamente 159 a fines del 2003. No es de sorprender, considerando las características del mercado, que la liquidez sea reducida. El coeficiente de transacciones (valor comercializado como porcentaje de capitalización) promedió aproximadamente un 30% en los últimos años, muy por debajo de los promedios internacionales.

Cuadro 7.4
MÉXICO: CARACTERÍSTICAS DE MERCADOS DE ACCIONES Y BONOS, 1990–2003

Año	Mercado de acciones					Bonos corporativos	
	Capitalización de mercado[a]	Coeficiente de transacciones[b]	Número de empresas registradas	Número de nuevas emisiones	Valor de las nuevas emisiones[a]	Monto en circulación	Número de emisores
1990	32,7	44	199	11	0,14	3,5	n.d.
1991	98,2	48	209	24	0,87	5,3	n.d.
1992	139,1	37	195	17	0,19	7,7	n.d.
1993	200,7	37	190	19	4,50	9,6	n.d.
1994	130,2	45	206	24	1,79	5,3	n.d.
1995	90,7	33	185	1	0,01	3,0	n.d.
1996	106,5	43	193	14	0,79	2,6	n.d.
1997	156,6	43	198	18	1,33	4,4	15
1998	91,7	29	194	0	0,01	5,3	19
1999	154,0	29	188	4	0,44	5,5	30
2000	125,2	32	179	4	0,10	8,2	67
2001	126,3	32	168	4	n.d.	10,2	66
2002	103,1	24	166	6	n.d.	9,3	70
2003	122,5	20	159	5	0,03	12,9	82

Fuente: Standard and Poor's (2000, 2005) para la capitalización del mercado de valores, el coeficiente de transacciones y el número de empresas registradas; Banco de Pagos Internacionales (BPI) [en línea] <http://www.bis.org/statistics/qcsv/anx16b.csv> para el monto de bonos corporativos en circulación; Banco de México (2001, 2003) para el número de nuevas emisiones de acciones y emisores de bonos; Bolsa Mexicana de Valores (BMV), *Anuario Bursátil* (varios años) para el valor de nuevas emisiones de acciones.

n.d. No hay datos.
[a] Miles de millones de dólares.
[b] Valor comercializado como porcentaje de la capitalización del mercado (porcentaje).

El mercado de bonos ha estado y sigue estando dominado por la deuda del gobierno. A finales del año 2003, solamente un 11% del mercado estaba compuesto por títulos del sector privado, algo no muy distinto a lo ocurrido a principios de los años noventa, aunque el volumen absoluto se incrementó significativamente en los últimos años del período. Los emisores principales son el gobierno central, los gobiernos estatales y locales y las restantes empresas del sector público. Dentro del sector privado, los bancos han sido los participantes mayoritarios. Solo 82 empresas privadas, financieras y no financieras, emitieron deuda en el año 2003. El instrumento elegido fue un nuevo bono a mediano plazo (certificado bursátil) que ha dado nueva vida al mercado (Banco de México, 2003). La liquidez es baja en el segmento a largo plazo, especialmente el privado. Prácticamente no existe un mercado secundario para la deuda corporativa, lo que significa que los inversionistas que desean salir del mercado deben encontrar sus propios compradores (Navarrete, 2001).

Una breve comparación de la experiencia mexicana con la historia relativamente exitosa de los mercados de capitales chilenos revela dos importantes diferencias en el entorno nacional de México. La primera es la falta de esfuerzo gubernamental para desarrollar los mercados, lo que parece haberse convertido en una prioridad apenas en los últimos años. Aunque se admite que queda un largo camino por recorrer, el anco central pone el énfasis en los nuevos pasos para proporcionar los marcos macroeconómicos y legales apropiados para incentivar el mercado de capitales. Lo más importante para los primeros es una tasa de inflación de un solo dígito, mientras que en los segundos se incluyen una mejor regulación, una mayor transparencia y la modernización de la infraestructura financiera. El gobierno también ha intentado incrementar el acceso privado al mercado de bonos mediante la creación de una curva de rendimiento a largo plazo, la equiparación del régimen de impuestos y la reducción de los requisitos burocráticos (Banco de México, 2002, 2003).

La segunda distinción con respecto a Chile es la relativa falta de inversionistas institucionales en México. Los valores generalmente están en manos de un número reducido de bancos comerciales, en lugar de inversionistas institucionales, si bien este factor también se está modificando. Como se indicara antes, a partir de 1997, México dispone de un nuevo sistema privado de pensiones. Las cuentas individuales son administradas por un número reducido de administradoras de fondos (Afores). En el cuadro 7.5 se señala el rápido crecimiento de las Afores, incrementándose del 1,5% del PIB en 1998 al 6,2% en el 2003. Al final del período son tenedoras de aproximadamente un 22% de toda la deuda del gobierno y un 27% de la deuda privada (Banco de México, 2003). A pesar de que se han alejado lentamente de la inversión en títulos del gobierno, la tenencia de estos aun ascendió a más del 80% de los activos del total de los fondos de pensiones en el año 2003. Las restricciones para la tenencia de valores del sector privado ahora han sido eliminadas, pero estas adquisiciones deben tener las calificaciones máximas y solo un pequeño número de empresas mexicanas lo cumplen. No obstante, la presencia y el sólido crecimiento de los fondos de pensiones y otros inversionistas institucionales (como compañías de seguros y fondos mutuos) estimulan a los analistas, al gobierno y al sector privado a esperar un mejor desempeño de los mercados de capitales en los próximos años.[29]

[29] En México, los fondos mutuos son algo más grandes que los fondos de pensiones, mientras que en Chile son mucho más reducidos. La diferencia es importante porque los fondos de pensiones tienden a producir problemas de liquidez debido a las estrategias

Cuadro 7.5
MÉXICO: TAMAÑO Y ASIGNACIÓN DE CARTERAS DE FONDOS DE PENSIÓN, 1998–2003

Año	Total[a]	Porcentaje del PIB	Asignación de inversiones (porcentaje)				
			Gubernamental[b]	Corporativo[c]	Bancos[d]	Otros[e]	Total
1998	5,7	1,5	96,8	3,1	0,2	0,0	100
1999	11,4	2,4	97,4	2,5	0,1	0,0	100
2000	17,1	3,0	91,1	5,4	2,0	1,5	100
2001	27,1	4,3	87,8	7,8	2,4	2,0	100
2002	31,4	5,3	83,1	12,3	2,1	2,4	100
2003	35,7	6,2	82,3	11,0	4,5	2,2	100

Fuente: Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR) [en línea] <http://www.consar.gob.mx>.

[a] Contribución obligatoria y voluntaria a los fondos de retiro administrados por Afores; miles de millones de dólares.
[b] Títulos y bonos del gobierno.
[c] Bonos corporativos.
[d] Documentos del sector financiero.
[e] Acuerdos de recompra (repos) y títulos municipales/estatales.

El financiamiento internacional

Debido a su proximidad geográfica con Estados Unidos, México mantiene una relación mucho más profunda y duradera con los mercados financieros internacionales (especialmente los mercados de Estados Unidos) que sus similares en América del Sur. Existen varios canales de importancia: créditos bancarios internacionales, emisión de bonos internacionales, ADR e inversiones extranjeras en el mercado bursátil de México. El número de prestatarios con acceso a estos recursos es extremadamente reducido, y se limitan al gobierno central y a los gobiernos locales, las restantes empresas estatales y un número menor de empresas de envergadura del sector privado.

Si bien es difícil conseguir información y adecuarla a un formato comparativo, en el cuadro 7.6 se proporciona una idea global de la magnitud relativa de las cuatro fuentes en términos de montos en circulación. El mensaje más importante que se puede extraer de este cuadro es que el financiamiento internacional para prestatarios mexicanos con acceso siguió una trayectoria muy distinta al financiamiento nacional. Mientras que los recursos nacionales llegaron a su punto más elevado justo antes de la crisis y luego se estancaron o disminuyeron, el financiamiento internacional aumentó en forma relativamente continua de 1990 al 2003, y en dólares nominales aumentó más de 5,5 veces en el mismo período.

de comprar valores y mantenerlos en poder del comprador, mientras que los fondos mutuos se negocian en forma más activa.

Cuadro 7.6
MÉXICO: FINANCIAMIENTO INTERNACIONAL, 1990–2003
(Porcentaje del PIB)

Año	Bancos[a]	Bonos[b]	ADR[c]	Mercado de acciones[d]	Total
1990	19,6	2,2	0,8	0,8	23,4
1991	18,1	2,7	4,4	1,5	26,7
1992	15,4	3,5	5,8	2,1	26,8
1993	15,1	6,1	8,4	5,1	34,8
1994	15,8	7,4	5,0	3,1	31,3
1995	21,5	10,2	5,3	3,2	40,3
1996	20,5	12,6	4,5	4,8	42,4
1997	20,9	12,3	5,8	6,5	45,5
1998	20,5	12,6	4,4	3,5	41,0
1999	18,2	13,0	8,6	5,2	45,0
2000	24,8	11,4	5,5	3,4	45,1
2001	34,6	10,5	5,4	3,4	53,9
2002	33,2	10,1	4,3	2,6	50,3
2003	34,0	11,8	5,5	3,5	54,8

Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BPI) [en línea]<http://www.bis.org/statistics/qcsv/anx12a.csv> para los préstamos bancarios, <http://www.bis.org/statistics/hcsv/hanx9a_for.csv> para los bonos; Bolsa Mexicana de Valores (BMV) [en línea] <http://www.bmv.com.mx> para los recibos de depósito americanos y la inversión en el mercado de acciones.

[a] Préstamos de bancos internacionales.
[b] Bonos en circulación emitidos en mercados internacionales.
[c] Recibos de depósito americano.
[d] Inversión en la Bolsa Mexicana de Valores por parte de extranjeros.

A principios de la década de 1990, la principal fuente de financiamiento extranjero eran los préstamos a largo plazo de bancos internacionales. Aunque se vieron afectados en forma negativa por la crisis de la deuda externa de la década de 1980 de México y el resto de América Latina, de todas maneras los empréstitos internacionales alcanzaron unos 50.000 millones de dólares (20% del PIB) en 1990. Por el contrario, las emisiones de bonos internacionales solamente ascendieron a 6.000 millones, mientras que los ADR y las inversiones extranjeras en el mercado bursátil local fueron de 2.000 millones cada una. En total, el financiamiento internacional ascendió al 23% del PIB en 1990.

Esta proporción aumentó en forma estable hasta 1993 y luego disminuyó al golpear la crisis. Sin embargo, a diferencia del financiamiento interno, en 1995 el financiamiento internacional ya había superado su máximo anterior y continuó aumentando. Las inversiones en México se vieron afectadas por el entorno en 1998, cuando los precios del mercado bursátil cayeron en todo el mundo. No obstante, en el año 2003 el financiamiento internacional como índice del PIB se ubicó en un 55%, el nivel más alto jamás alcanzado. El peso del crédito bancario en el financiamiento internacional total ha disminuido, pero continúa siendo la fuente primordial, representando el 34% del PIB, seguida por los bonos

con un 12%, los ADR con un 5% y las inversiones en el mercado bursátil con un 3%. Los últimos dos componentes fluctúan sustancialmente, mientras que los primeros son más estables.

Cuando consideramos la estructura financiera combinada de México —representada por los créditos bancarios nacionales, los mercados de capitales nacionales y el financiamiento internacional— el último componente se destaca como inusualmente importante en comparación con otros países de América Latina. Además, el financiamiento internacional ha sido el tipo de financiamiento más dinámico, junto con los bonos nacionales. Se estudiarán las implicaciones de este patrón para el crecimiento y la igualdad en las próximas dos secciones.

Financiamiento, inversión y crecimiento

Para comprender la relación entre el financiamiento y el crecimiento de México durante los últimos años se requieren dos lógicas distintas. En la primera mitad de la década de 1990, la estrecha relación positiva descrita en la mayoría de la literatura se vio en el caso de México a medida que el financiamiento interno y la economía crecían en forma simultánea. En la segunda mitad de la década, por el contrario, las tasas de crecimiento del PIB se encontraban entre las más altas de América Latina, pero las fuentes tradicionales del financiamiento se contrajeron año tras año. Luego del año 2000, la relación anterior reapareció en forma negativa: a medida que la economía se estancaba, no se disponía de créditos para sustentar una recuperación.

En este libro se considera particularmente la inversión como un componente clave del crecimiento económico y el papel del sistema financiero formal en la provisión de los recursos financieros necesarios para las empresas. Como se estudió en la sección anterior, en las últimas décadas México disponía de tres fuentes principales de financiamiento externo respecto de las empresas: el sistema bancario privado y público, los mercados de capitales nacionales y el financiamiento internacional. En el cuadro 7.7 se presenta una visión general de los desplazamientos ocurridos y su relativa importancia. A fines del auge financiero en 1994, los bancos comerciales nacionales y el mercado bursátil eran las fuentes predominantes; el financiamiento internacional ascendía a menos del 15% del total del financiamiento corporativo. Ocho años después, la imagen se ha modificado en forma significativa. Al contraerse las fuentes internas, el financiamiento internacional llegó a representar casi un 35% del total.[30] Debido a que solo unas pocas grandes empresas disponen de acceso al financiamiento internacional, este patrón tiene implicaciones mayores para el crecimiento de las empresas más pequeñas.

[30] Las cifras comparables de Brasil y Chile ascienden al 12% y al 16% respectivamente.

Cuadro 7.7
MÉXICO: FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR CORPORATIVO, 1994–2002
(Porcentaje del PIB)

Año	Bancos nacionales [a]		Mercados de capitales nacionales [b]		Financiamiento internacional [c]			Total
	Comercial	Desarrollo	Acciones	Bonos	Préstamos	Bonos	Acciones	
1994	30,8	3,7	45,1	2,0	5,4	3,3	5,0	95,3
1995	20,9	3,5	38,0	2,2	7,8	4,4	5,3	82,1
1996	14,6	3,8	33,2	2,4	7,9	3,7	4,5	70,1
1997	12,1	3,0	39,8	2,1	7,3	4,2	5,8	74,5
1998	11,3	2,9	23,6	2,1	8,2	4,8	4,4	57,3
1999	9,3	3,0	31,8	2,1	7,5	4,6	8,6	66,9
2000	8,5	1,7	21,9	2,4	6,6	3,8	5,5	50,4
2001	7,4	1,7	19,9	2,6	7,5	3,7	5,4	48,2
2002	7,4	1,9	16,8	2,2	7,1	3,1	4,3	42,8

Fuente: Banco Mundial (2002) para los bancos nacionales; cuadro 7.3 para los mercados de capitales nacionales; Banco de Pagos Internacionales (BPI) [en línea] <http://www.bis.org/statistics/hcsv/hanx9a_priv.csv> para los préstamos de bancos internacionales, <http://www.bis.org/statistics/qcsv/anx12c.csv> para los bonos internacionales; cuadro 7.6 para las acciones internacionales (recibos de depósito americanos solamente).

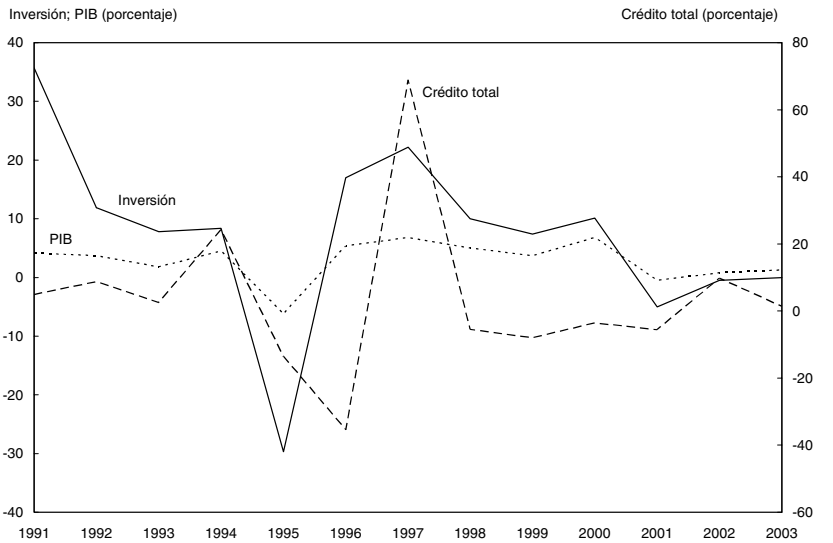
[a] Préstamos directos al sector corporativo (no incluye cartera vencida ni títulos Fobaproa/Ipab) por parte de bancos comerciales y de desarrollo.
[b] Capitalización de la Bolsa Mexicana de Valores y bonos corporativos en circulación.
[c] Préstamos de bancos internacionales al sector privado no bancario, bonos corporativos en circulación y recibos de depósito americanos (ADR).

Los créditos bancarios

Los créditos bancarios han sido tradicionalmente la fuente principal de financiamiento de México así como del resto de América Latina, por lo que se comenzará por estos. En el gráfico 7.2 se hace un seguimiento de la relación entre el crecimiento del PIB, la inversión y los créditos bancarios tanto comerciales como de los bancos de desarrollo, entre los años 1991 y 2003. Se pueden identificar los subperíodos antes mencionados. De 1991 a 1995 las tres variables aumentan en forma sincronizada. En la segunda mitad de la década se abre una brecha sustancial entre el crédito y la inversión. Luego del año 2000 esta brecha se reduce.

Para ir más allá de esta descripción, es necesario refinar el indicador utilizado para el crédito interno. Es importante realizar las siguientes dos aclaraciones. En primer lugar, a pesar de que el sector público no solicitó mucho crédito de los bancos comerciales a principios de los años noventa —cuando los déficit presupuestarios se reducían y se vendían las empresas estatales— este tipo de préstamos se incrementó después de 1995. La mayor parte del nuevo crédito fue al gobierno central. Además del incremento del crédito bancario comercial, la mayor

Gráfico 7.2
MÉXICO: TASAS DE CRECIMIENTO DEL PIB, LA INVERSIÓN Y EL CRÉDITO TOTAL, 1991–2003[a]



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) [en línea] <http://www.eclac.cl> para el PIB y la inversión; Fondo Monetario Internacional (FMI), *International Financial Statistics Yearbook* (2000 y 2004) para el crédito total.

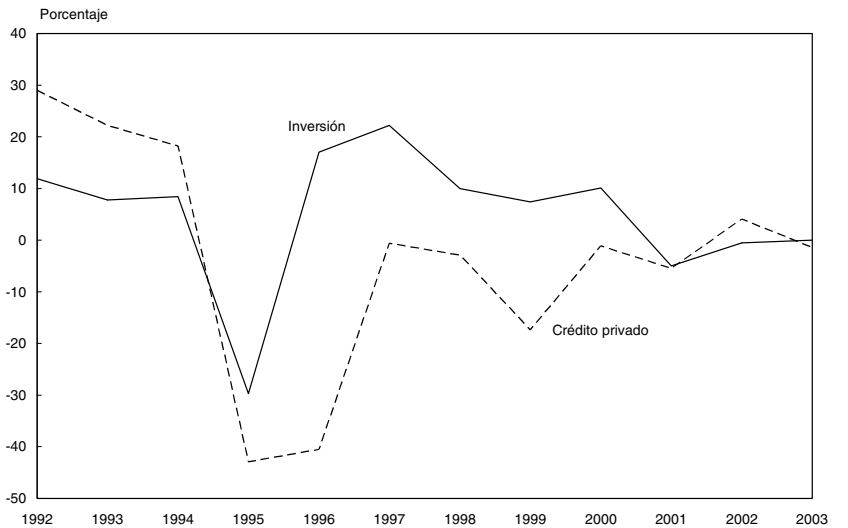
[a] El crédito total incluye el crédito al gobierno y al sector privado, la cartera vencida y los pagarés de Fobaproa/Ipab.

parte del crédito de los bancos de desarrollo continuó yendo al sector público. En segundo lugar, de 1995 en adelante y especialmente después de 1997, varios rubros adicionales empezaron a inflar los balances de los bancos comerciales. Esto se debió al complicado manejo de los programas de rescate para los bancos y sus clientes. Cada uno de los cuatro programas desarrollados para asistir a los bancos —los programas de liquidez a corto plazo, los fondos de capitalización, los canjes de cartera vencida y los subsidios para deudores— condujo a aumentos en los activos y pasivos de los bancos. Aunque en principio se registraban fuera de los balances, en 1997 la normativa contable exigió su incorporación. Eso explica el importante salto en "créditos" de ese año, como se muestra en el gráfico 7.2.[31]

[31] Haber (2005) brinda una excelente explicación de los temas contables. Un punto crucial es que los bonos de Fobaproa/Ipab se incluían como parte de las carteras de crédito de los bancos, ya que eran la contraparte de los préstamos trasladados a la agencia de seguros de depósito.

En el gráfico 7.3, entonces, se revela la relación subyacente entre inversión y crédito al sector privado de los bancos comerciales, al eliminar tanto los créditos al sector público como la contrapartida de las medidas de rescate. Con estas simplificaciones, se deduce que el crédito aumentó más rápidamente que la inversión en la primera parte de la década de 1990, pero se contrajo de 1995 al 2000, a pesar del continuo crecimiento de la inversión. Desde el 2001, ambas variables han tendido a estancarse.

Gráfico 7.3
MÉXICO: TASAS DE CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN Y EL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO, 1992–2003[a]



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) [en línea] <http://www.eclac.cl> para la inversión; Haber (2005) para el crédito al sector privado.

[a] El crédito al sector privado no incluye la cartera vencida ni los pagarés de Fobaproa/Ipab.

Los tres subperíodos que se presentan en los gráficos 7.2 y 7.3 representan relaciones problemáticas entre el crédito y la inversión, si bien la naturaleza de estos problemas ha variado en el tiempo. El crecimiento simultáneo del crédito y la inversión de 1990 a 1994 —típica del crecimiento de créditos luego de la liberalización en la mayoría de los países— fue más rápida de lo que los bancos, y probablemente los propietarios de las empresas que hacían las inversiones, podían manejar. Las tasas anuales de incrementos, del orden del 20% al 30%, imposibilitaban un análisis adecuado del crédito, especialmente por parte de instituciones con poca experiencia en esta actividad; como resultado, la cartera vencida creció rápidamente. Un importante motivo para el

crecimiento del crédito fue que los nuevos dueños tenían que aumentar sus ingresos para compensar los precios extremadamente altos que habían pagado en el proceso de reprivatización. El análisis retrospectivo indica que el sistema bancario estaba en serios problemas mucho antes de la devaluación de diciembre de 1994. Esta última fue meramente un detonador de la crisis (Haber, 2005).

La situación se invirtió radicalmente entre 1995 y el 2000. El crédito bancario comenzó a contraerse a la vez que la inversión seguía siendo elevada. Por lo tanto, su contribución al financiamiento de la inversión fue cada vez menor. Esta nueva fase estaba claramente relacionada con la crisis y sus consecuencias, pero al menos tres hipótesis han sugerido explicaciones para la correlación negativa y aunque se las presenta frecuentemente en forma independiente, en realidad son complementarias. Una primera hipótesis es que los bancos sufrieron una baja tan importante de su capital que no pudieron hacer nuevos préstamos; por el contrario, debieron reducir sus activos para restaurar sus coeficientes de capital, especialmente porque se veían enfrentados a nuevos requisitos regulatorios (Thorne, 1998). Esta explicación es ciertamente verdadera para el período inmediatamente posterior a la crisis, y uno de los programas para apoyar a los bancos estaba justamente enfocado en la recapitalización. Más tarde, sin embargo, la adecuación de capital ya no era un tema significativo para la mayoría de los bancos, especialmente luego de que los bancos extranjeros ingresaran en el mercado.

Una segunda hipótesis se refiere al marco legal imperfecto en el cuál los bancos operan. En general, el sistema legal ha sido débil en la ejecución de los contratos. En particular, la dificultad para recuperar las garantías cuando un prestatario no cumple o no puede cumplir con sus préstamos lleva a que los bancos sean renuentes a prestar. Si bien en México estos problemas siempre existieron, se volvieron más serios luego de la crisis, ya que los prestatarios de primera calidad pasaron a los mercados de capitales internacionales, y aquellos que buscaban créditos en el país presentaban un perfil de mayor riesgo que antes (Krueger y Tornell, 1999).[32] Las autoridades también reconocieron este segundo problema y se aprobó una nueva ley de quiebras en abril del año 2000, pero solamente resolvió parte de los temas subyacentes. El problema más general es el de la ejecución de los contratos, que puede explicar el hecho de que los préstamos al consumo —donde la implementación es relativamente fácil— sea el área principal en que los créditos han aumentado.[33]

[32] Los bancos ponen el énfasis en esta explicación.

[33] Haber y sus colegas han realizado varios trabajos en los que se analiza el impacto de la escasa ejecución de los contratos; véase Haber (2004, 2005); Haber y Musacchio (2005).

La tercera hipótesis es una variante mexicana de un problema más general en las economías emergentes: el efecto de desplazamiento del sector privado por el sector público. Mientras que este efecto de desplazamiento generalmente se entiende como un problema de flujo, en el que el gobierno absorbe la mayor parte del crédito disponible en cualquier período, en el caso de México se basó en el *stock* de activos. El mecanismo por el que la cartera vencida se eliminó de los balances de los bancos, los dejó con activos remunerados en forma competitiva, lo que atenuó la necesidad de enfrentarse con los costos y los riesgos de hacer préstamos. De hecho, los bancos mexicanos se volvieron rentables a pesar de su falta de préstamos.[34] México también sufre el desplazamiento en forma más tradicional. A pesar de los bajos déficit, los bonos del gobierno con tasas de interés relativamente altas inundan el mercado porque las autoridades intentan reemplazar la deuda externa con deuda interna.[35] Así, la tenencia de valores del gobierno, junto con el cobro de tarifas altas por los servicios financieros, continúa disminuyendo el entusiasmo de los bancos por el empréstito.

El período más reciente del que se dispone información completa —2001-2003— fue testigo del estancamiento del PIB, de la inversión y del crédito. El descenso en las tasas de crecimiento se debió mayormente a la recesión en los Estados Unidos, que compra el 90% de las exportaciones mexicanas y que había suministrado las bases para la rápida recuperación posterior a la crisis. La falta de crédito, sin embargo, eliminó la posibilidad de un crecimiento de la economía nacional que compensara los problemas del comercio internacional. La situación se volvió mucho más urgente cuando se reinició el crecimiento en los años 2004–2005. A pesar de que el crédito se recuperó en el 2004, se debió principalmente al financiamiento del consumo. El empréstito comercial permanece muy por debajo de sus niveles anteriores.[36]

Además de estos argumentos estructurales para explicar un crédito tan bajo, otros factores relevantes incluyen las tasas de interés, los márgenes y la rentabilidad. En el análisis de Chile estas relaciones eran positivas: los préstamos y la rentabilidad aumentaban mientras que las tasas de interés y los márgenes eran bajos o descendían. La competencia era un factor importante ya que promovía la creciente eficacia bancaria y permitía que el círculo virtuoso continuara. En México, este conjunto de interacciones ha sido mucho más complejo y problemático.

---

[34] Véase una elaboración de esta hipótesis y una crítica de las otras dos por González-Anaya (2003).

[35] John Authers, "Staying the Course," *Latin Finance*, septiembre de 2004, p. 74.

[36] El Presidente de México, el Gobernador del Banco Central y otros funcionarios han sido muy críticos de la falta de préstamos bancarios; véase Jennifer Galloway, "Another Wake Up Call," *Latin Finance*, abril–mayo de 2004, pp. 30–32.

Se ha descrito cómo el crédito no aumentó en forma continua como sucedió en Chile; más bien aumentó inicialmente y luego decayó. Del cuadro 7.8 se extrae la relación entre el crédito y otras variables. Las tasas de interés nominales cayeron a principios de la década de 1990, lo que puede haber estimulado la demanda de crédito. Sin embargo, luego de subir abruptamente en 1995 debido a la crisis, también disminuyeron en forma general en el período de la contracción del crédito. Las tasas reales no mostraron una tendencia clara en los períodos anteriores, pero también han estado disminuyendo luego de un aumento temporal durante la crisis mundial de 1998. Los márgenes fueron del 4% al 8% durante el período, desde el año 1990 (con excepción de la suba en 1995), y cayeron recientemente a una nueva baja de solo 2%. La rentabilidad fue negativa en el período inmediatamente posterior a la crisis, pero luego aumentó sustancialmente, aunque de modo volátil. En el cuadro 7.8 se destacan distintas variables que podrían haber anticipado un aumento en el crédito a fines de la década de 1990 y principios de la del 2000, pero esto no ocurrió, en parte, debido a las razones antes mencionadas. Además, ni la competencia ni la eficiencia aumentaron en el último período; su ausencia podría ser otra explicación para la falta de créditos.

Si bien en general los créditos se contrajeron en la última década, se proveyeron algunos y su asignación es crucial para la comprensión del proceso. En el gráfico 7.4 se presenta la composición de las carteras de préstamos realizados por los bancos comerciales y de desarrollo en los años 1994 y 2002. Para los bancos comerciales, la transformación más importante fue el aumento de la reestructuración de créditos claramente a expensas de los préstamos corporativos (que cayeron del 69% al 35% del financiamiento total) y los préstamos para viviendas (del 16% al 5%). El crédito al consumo alcanzó aproximadamente la misma proporción en los dos años mencionados (del 7% al 8%), pero las cifras del 2002 en realidad representan un aumento sustancial a partir de un punto bajo de menos del 3% en 1997–1999. De hecho, el alza del crédito que se muestra en el cuadro 7.3 se explica casi enteramente por el aumento del crédito al consumo. Los préstamos al sector público también aumentaron levemente después de la crisis (del 4% al 7%). Los bancos de desarrollo, por el contrario, tuvieron pocas variaciones en sus carteras. El sector público continuó recibiendo la mayor parte del crédito (alrededor del 60%), mientras que los prestatarios corporativos obtuvieron también una proporción alta (alrededor del 25%), y el restante 15% se asignó a usuarios menores. La reestructuración de los préstamos de los bancos de desarrollo fue menos transparente que la de los bancos comerciales, habiéndose

implementado en forma separada de los balances. Por lo tanto, solo una pequeña proporción de sus carteras aparece como créditos reestructurados.[37]

Cuadro 7.8
MÉXICO: INDICADORES DE DESEMPEÑO PARA LOS BANCOS COMERCIALES, 1990–2003

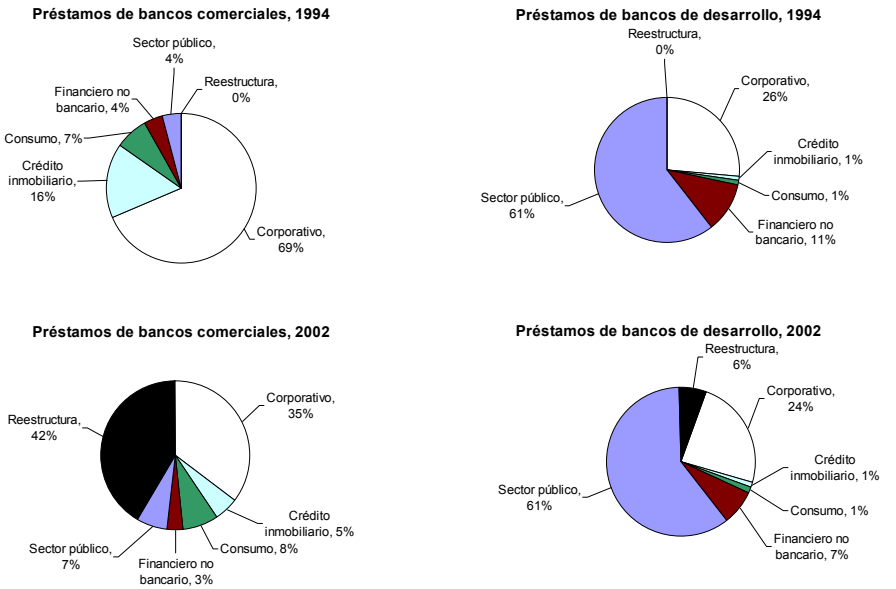
Año	Coeficiente de préstamos[a]	Tasa nominal de préstamos[b]	Tasa real de préstamos[c]	Margen[d]	Coeficiente de eficiencia[e]	Retorno sobre capital[f]	Cartera vencida[g]
1990	n.d.	42,4	15,3	5,3	n.d.	n.d.	2,3
1991	20,0	28,6	5,3	6,0	n.d.	n.d.	4,1
1992	24,0	23,9	8,5	5,1	n.d.	n.d.	5,7
1993	28,0	22,0	12,2	3,4	n.d.	n.d.	7,4
1994	30,0	20,4	13,4	4,9	n.d.	n.d.	7,4
1995	24,0	58,6	23,6	13,5	n.d.	n.d.	7,7
1996	16,0	36,9	2,4	6,2	n.d.	n.d.	7,8
1997	8,0	24,6	4,0	5,5	n.d.	n.d.	11,3
1998	8,0	28,7	12,8	7,6	64,0	25,6	11,3
1999	6,0	25,9	9,3	6,2	83,2	10,9	8,9
2000	7,0	18,2	8,7	4,5	85,6	6,8	5,8
2001	7,0	13,9	7,5	3,8	64,0	8,6	5,1
2002	7,0	9,4	4,4	4,0	87,0	–10,2	4,6
2003	8,0	6,9	2,4	1,8	74,2	14,2	3,2

Fuente: Haber (2005) para el coeficiente de préstamos; Fondo Monetario Internacional (FMI), *International Financial Statistics Yearbook* (2004) para la tasa de préstamos, la tasa de depósitos y el índice de precios al consumidor; Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) [en línea]<http://www.cnbv.gob.mx> para la cartera vencida, el coeficiente de eficiencia y el retorno sobre capital.

n.d. No hay datos.
[a] Préstamos al sector privado como porcentaje del PIB; no incluye cartera vencida ni créditos de reestructura.
[b] Tasa para préstamos a medianas empresas; representado en el período 1990-1992 por la tasa del mercado monetario más 5 puntos porcentuales (prima promedio del período).
[c] Deflactado por el índice de precios al consumidor.
[d] Diferencia entre la tasa nominal de préstamos y el costo promedio de los fondos.
[e] Gastos operativos como porcentaje del margen operativo bruto.
[f] Beneficios como porcentaje del capital.
[g] Cartera vencida declarada oficialmente como porcentaje del total de los préstamos.

[37] Se creó un organismo similar a Fobaproa para administrar la cartera vencida de los bancos de desarrollo (Fideliq). Fideliq canjeó cartera vencida por pagarés, pero el tesoro era responsable en forma más directa, ya que el gobierno garantizaba los préstamos de los bancos de desarrollo. Fideliq no pudo recuperar mucho de la cartera vencida y pagó altas tasas de interés por ella, de modo que en el año 2000 el gobierno pagó muchos de los pagarés en manos de los bancos.

Gráfico 7.4
MÉXICO: COMPOSICIÓN DE LOS PRÉSTAMOS DE LOS BANCOS COMERCIALES Y DE DESARROLLO, 1994 Y 2002



Fuente: Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) [en línea] <http://www.cnbv.gob.mx>.

Por último, la desagregación de los préstamos corporativos puede proporcionar el esclarecimiento de las relaciones entre el crecimiento y el crédito. Como se demuestra en el cuadro 7.9, las tendencias sectoriales con respecto al crédito seguían a aquellas de la economía en general: los coeficientes más altos se presentan a principios de la década de 1990, caen en la segunda mitad de la década y alcanzan los niveles más bajos después del año 2000. Con una sola excepción, los coeficientes entre crédito y PIB de cada uno de los sectores cayeron en forma destacada. La excepción fue el sector de electricidad y gas, cuyo coeficiente de crédito se mantuvo en los dos primeros períodos y aumentó considerablemente en el tercero. La explicación más probable se basa en las características de propiedad del sector: algunas de las empresas más importantes que siguen siendo propiedad del gobierno son las del gas y la electricidad.

Cuadro 7.9
MÉXICO: CRÉDITO COMO PORCENTAJE DEL PIB POR SECTOR, 1990–2003

Sector	Promedio 1990–1994[a]	Promedio 1996–2000[a]	Promedio 2001–2003[a]	Promedio 1990-2003[a]	Tasa de crecimiento sectorial 1990–2003
Agricultura	50,8	35,4	16,6	38,5	–0,8
Minería	27,6	11,4	6,5	16,4	–0,5
Manufactura	37,1	25,2	15,0	28,5	1,8
Electricidad y gas	28,1	27,2	46,5	32,1	3,5
Construcción	53,3	52,5	11,5	47,2	6,2
Comercio	29,9	16,9	7,1	21,1	1,8
Otros servicios	39,9	21,4	13,2	27,7	5,9
Total	37,9	23,5	12,7	27,8	3,4

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) (datos sin publicar).

[a] Crédito a un sector, dividido por PIB en ese sector.

En el cuadro 7.9 también se presentan las tasas de crecimiento sectorial, pero no se muestra una relación estrecha con el coeficiente entre el crédito y el PIB. Si son los niveles o las tasas de crecimiento de crédito los que afectan más a las tasas de crecimiento del producto sectorial es una cuestión empírica. Las tasas de crecimiento del crédito parecen tener alguna correlación con las del crecimiento de los sectores a principios de la década de 1990. Por ejemplo, la agricultura y la industria presentaban tasas bajas de crecimiento tanto en el crédito como en la producción, mientras que las de la construcción y los servicios eran más altas en ambos aspectos. Durante el período de caída del crédito es difícil identificar cualquier relación. Tampoco es claro si la naturaleza de la relación cambia cuando se trata de una disminución del crédito en lugar de un aumento del mismo.

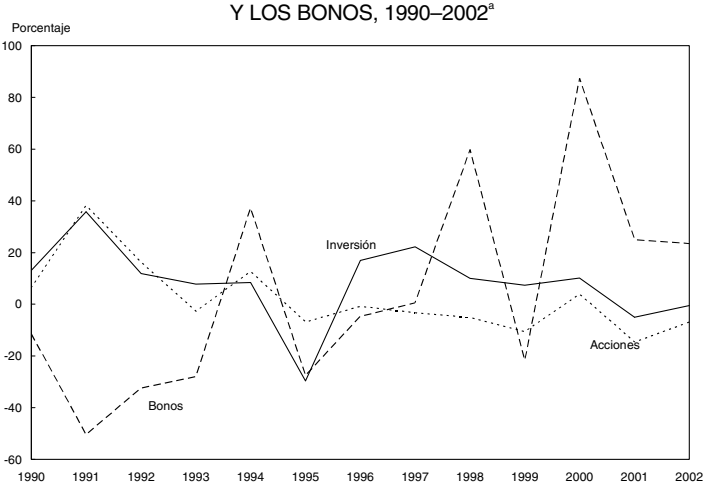
Los mercados de capitales y el financiamiento internacional

En principio, los créditos bancarios están disponibles para todo tipo de prestatarios (grandes empresas, pequeñas empresas, exportadores, importadores, consumidores y tenedores de hipotecas entre otros), pero los mercados de capitales y el financiamiento internacional llegan solo a unos pocos. Esta situación no es exclusiva de México, aunque el grupo con acceso puede ser especialmente pequeño en este país. A pesar del bajo número de prestatarios con acceso a los mercados de capitales y al financiamiento internacional, estas fuentes ayudan a explicar el patrón inusual que se observa en la segunda mitad de la década de 1990: altas tasas de crecimiento de la inversión y del PIB, junto con la rápida contracción del crédito bancario para el sector privado.[38]

[38] El papel del financiamiento no bancario fue muy significativo para las empresas más pequeñas. Se tratará esta fuente de crédito en la siguiente sección.

En el gráfico 7.5 se señalan las tasas reales de aumento de la inversión comparadas con el crecimiento del financiamiento de los mercados nacionales de capitales, mostrándose los bonos y las acciones en forma separada. La capitalización del mercado bursátil —cuando se la separa del valor agregado por los aumentos de precios— se encuentra en una correlación bastante estrecha con la inversión.[39] El patrón ahora esperado del financiamiento que excede a la inversión antes de la crisis y su rezago posterior continúa, pero no es tan pronunciado como el del crédito bancario. La relación entre los bonos y la inversión, sin embargo, fue bastante diferente. En este caso, por primera vez se observa una disminución del financiamiento en la primera parte de la década y un aumento en el período posterior. El motivo no es difícil de descubrir: la gran mayoría de los bonos a largo plazo fueron emitidos por el sector público, especialmente por el gobierno central. Por consiguiente, este tipo de financiamiento estaba relacionado más estrechamente con las necesidades de financiamiento del sector público que con la inversión. Como se mencionó, el presupuesto presentaba un superávit a principios de la década de 1990, pero decayó hasta generar un déficit después de la crisis.

Gráfico 7.5
MÉXICO: TASAS DE CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN, LAS ACCIONES Y LOS BONOS, 1990–2002[a]



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) [en línea] <http://www.eclac.cl> para la inversión; Banco de Pagos Internacionales (BPI) [en línea] <http://www.bis.org> para los bonos; Banco de México [en línea] <http://www.banxico.org.mx> para las acciones y el coeficiente deflactor.

[a] Capitalización del mercado de acciones y total de bonos en circulación, deflactados por el índice de precios del mercado de acciones.

[39] Esta conclusión es similar a la de Gallego y Loayza (2001) en su análisis de Chile. Ellos no encuentran una relación entre el crecimiento (en ese caso, de la rentabilidad de grandes empresas) y la capitalización del mercado bursátil, salvo cuando se elimina la porción correspondiente a los aumentos de precios.

Una manera más precisa de analizar la relación entre la inversión y los mercados de capitales es centrarse en los mercados primarios, o sea, en la contribución de nuevas emisiones de deuda y acciones. El patrón es similar al del financiamiento bancario: alto crecimiento a principios de la década de 1990 seguido por una fuerte caída. En el caso de los mercados, se alcanza su punto máximo en 1993, cuando estos contribuyeron al 2,5% del PIB. La contribución promedio posterior fue cercana al 0,5% durante el año 2000.[40] En otras palabras, los mercados de capitales han sido una fuente de nuevo financiamiento muy poco importante, incluso si se le compara con el pobre desempeño de los bancos. Entre 1998 y 2003 se realizaron 21 ofertas públicas en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), o un promedio de 3,5 por año. Esto se compara con las 128 nuevas ofertas realizadas de 1990 a 1997, o un promedio de 16 por año. El mercado de obligaciones a largo plazo ha estado más activo. A pesar de que los principales participantes han sido actores del sector público —estados, municipalidades, las restantes empresas del sector público y el gobierno central—, los bonos corporativos se han vuelto más dinámicos en los últimos años (véase el cuadro 7.4). Entre acciones y bonos, la contribución del mercado de capitales ahora asciende aproximadamente a un 1,5% del PIB, aun por debajo del punto más elevado previo a la crisis.[41]

La composición sectorial de las empresas con acciones registradas en la bolsa de valores era bastante diferente a la de las que dependían de créditos bancarios. Sin embargo, las comparaciones son complicadas debido a las diferentes categorías de cuya información se dispone en ambos casos. Hacia fines del año 2003, la proporción más grande de la capitalización del mercado bursátil se dio en el sector de las comunicaciones y el transporte, que registró un 36% del total. En orden descendente, los demás sectores fueron el comercio (17%), la manufactura (14%), la construcción (12%), otros servicios (11%), "otros" (7%) y el sector de extracción (3%). Este patrón ha cambiado en forma destacada en las dos últimas décadas. En 1986, por ejemplo, la manufactura representaba ampliamente la mayor proporción (cerca del 39%), mientras que las comunicaciones y el transporte desempeñaban un papel minúsculo (menos del 3%). El comercio ha incrementado su participación, mientras que la importancia de otros sectores disminuyó.[42]

Al intentar cotejar esta información con el crecimiento sectorial, se presentan solo unos pocos vínculos. El sector del transporte y las comunicaciones fue el beneficiario más importante del mercado bursátil y el de crecimiento más rápido hasta la reciente desaceleración. En el otro

[40] BMV (2003) y [en línea] <http://www.bmv.com.mx>.
[41] BMV (2003) y [en línea] <http://www.bmv.com.mx>.
[42] Banco de México [en línea] <http://www.banxico.org.mx>.

extremo, la agricultura presentó el crecimiento más lento y tuvo una pequeña o ninguna participación en el mercado bursátil (algún financiamiento del mercado agrícola puede estar incluido en el rubro "otros"). Entre los dos extremos, la situación es más difícil de aclarar. El sector más problemático es el de la manufactura. A pesar de que la tasa de crecimiento ha sido sólida en términos relativos, especialmente desde la crisis, es uno de los pocos casos en que la capitalización del mercado como proporción del PIB en el 2003 fue inferior a la de 1990. Probablemente se deba a que las plantas de maquila, el sector de mayor crecimiento del sector de la manufactura, obtienen el financiamiento a través de sus casas matrices.

La relación entre los mercados nacionales de capitales y el financiamiento internacional es estrecha, con muchas áreas superpuestas. Una de estas áreas es la inversión extranjera en empresas mexicanas. La BMV informa que a fines del año 2003, el 43% de la capitalización del mercado estaba en manos de extranjeros, aunque eran propietarios de menos del 10% de los bonos.[43] Entre otras fuentes de inversión extranjera se incluyen los préstamos de los bancos internacionales, la emisión de bonos internacionales y la participación en mercados internacionales de acciones mediante la colocación de ADR. En el gráfico 7.6 se presenta información para estudiar la correlación del financiamiento internacional con la inversión en México. Esta es, por lejos, la relación mas estrecha que encontramos. La inversión y el financiamiento internacional siguen una huella común con pocas desviaciones durante el período: los años dinámicos de la primera parte de la década de 1990, la caída en 1995, la recuperación a fines del decenio de 1990 y el lento desarrollo de los últimos años del período. La gráfica presenta una clara muestra del papel de un pequeño grupo de grandes corporaciones que realizan la mayor parte de las inversiones en México y obtienen gran parte de su financiamiento a través de los mercados internacionales.

Si bien no se dispone de datos completos acerca de quiénes reciben el financiamiento internacional, contamos con cierta información acerca de la emisión de bonos y ADR.[44] Del 36% de los bonos internacionales mexicanos que fueron emitidos por empresas del sector privado, casi la mitad correspondieron al sector de las telecomunicaciones. La manufactura, en particular los insumos para la construcción, representaron un porcentaje similar y los servicios el resto. Con respecto a

[43] BMV (2003) y entrevistas personales en la BMV. Este porcentaje duplica a triplica las cantidades que los extranjeros representan en los mercados bursátiles de Brasil y Chile; véanse los caps. VI y VIII.

[44] La información acerca de los ADR proviene de la Universal Issuance Guide del Citibank [en línea] <http://www.citissb.com/adr/www/brokers/mn_uni.htm>.

Gráfico 7.6
MÉXICO: TASAS DE CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN Y EL FINANCIAMIENTO INTERNACIONAL, 1991–2003



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) [en línea] <http://www.eclac.cl> para la inversión; Banco de Pagos Internacionales [en línea] <http://www.bis.org>, Standard and Poor's (2000, 2005), Fondo Monetario Internacional (FMI) (sin publicar) para el financiamiento internacional.

los ADR, las telecomunicaciones y la televisión fueron aún más predominantes, representando el 70% de las emisiones. La construcción y el comercio también participaron, al igual que la manufactura y losservicios. A pesar de ser parcial, esta información sugiere otras razones por las que los sectores de las comunicaciones y del transporte encabezaron el crecimiento económico de México y para el relativamente buen desarrollo de los servicios en general. Los ADR también se concentraron en un número limitado de empresas que accedían a ellos. Apenas 37 empresas fueron responsables por las 48 principales ofertas públicas de México en el mercado de Estados Unidos desde 1990 hasta el 2003. Además, dos empresas (Telemex y el Grupo Televisa) representaron el 62%. Esta conclusión conduce directamente al acceso al financiamiento, el tema de la próxima sección.

El acceso al financiamiento para pequeñas empresas

Varios de los puntos ya explicados acerca de la segmentación del mercado mexicano tienen consecuencias en el acceso desigual al financiamiento entre grandes empresas y sus similares pequeñas y

medianas (pymes). Para avanzar en el tratamiento de este tema, se analiza un conjunto de datos sobre las fuentes de financiamiento por tamaño de empresa, basado en un estudio trimestral realizado por el Banco de México desde 1998. A continuación se examina el alcance del financiamiento de fuentes no bancarias, que han adquirido creciente importancia en México en la última década debido a la reducción del crédito bancario. Por último se considerarán los esfuerzos del propio gobierno para asistir a las pymes y evaluar su potencial para reducir la brecha existente entre las grandes y pequeñas empresas.

El punto de partida para comprender el acceso diferencial al financiamiento en México es el pequeño número de empresas de clase mundial que son diferentes de todas las demás, no solamente de las empresas pequeñas y medianas, sino también de las grandes. Por ejemplo, de las 50 empresas locales más grandes en manos privadas de América Latina, 29 son de México (mientras que 16 son de Brasil y 3 de Chile). Sus ventas promedio en el año 2003 superaron los 7.000 millones de dólares. Asimismo, 7 de las 10 principales empresas multinacionales que operan en América Latina tienen su sede en México, al igual que 6 de las 10 empresas estatales más grandes.[45] Dejando de lado las características de la propiedad, 116 de las 200 empresas con ventas superiores a 1.000 millones de dólares son mexicanas.[46]

El informe del Banco de México reconoce esta situación al dividir las empresas en las siguientes cuatro categorías: pequeña, mediana, grande y AAA.[47] En el cuadro 7.10 se comparan las fuentes de financiamiento de los cuatro grupos en 1998 y 2003. El grupo AAA se distingue de todos los demás. Además, las diferencias entre las empresas AAA y otras grandes empresas se ampliaron en ese período. En 1998 las empresas AAA obtuvieron aproximadamente dos tercios de su financiamiento de bancos comerciales extranjeros y locales. El resto se obtuvo principalmente de proveedores, aunque la categoría "otros", que incluye la emisión de bonos nacionales, representó alrededor del 7%. Cinco años más tarde, el financiamiento de los bancos internacionales

---

[45] *América economía*, "Las mayores empresas de América Latina en 2003", 9 al 29 de julio de 2004.

[46] *América economía*, "Las mayores empresas de América Latina en 2002", 9 al 31 de julio de 2003.

[47] Los datos del estudio pueden encontrarse en Banco de México [en línea] <http://www.banxico.org.mx/eInfoFinanciera/FSinfoFinanciera.html>. Las definiciones se basan en los volúmenes de ventas de 1997: pequeñas (menos de 12,5 millones de dólares en ventas), medianas (12,5 a 65 millones), grandes (65 a 650 millones) y AAA (más de 650 millones de dólares). El estudio se realiza sobre la base de una muestra nacional aleatoria estratificada de aproximadamente 1.500 empresas, incluidas sucursales de corporaciones multinacionales pero no las empresas estatales. A pesar de que este estudio presenta serios problemas, especialmente en la muestra sobre la que se basan los datos de ventas del año 1997, sus conclusiones parecen haber sido corroboradas por pruebas cualitativas.

había descendido abruptamente y fue reemplazado principalmente por un aumento de los importes de proveedores y bancos locales, en un período en que estos últimos recortaban drásticamente sus préstamos. Por lo tanto, el comportamiento del grupo AAA en México coincide con las conclusiones de Caballero en el análisis de Chile (Caballero, 2002). Caballero identifica un patrón por el cual las empresas de mayor envergadura, ante *shocks* externos, se retiran (o son retiradas) de los mercados internacionales. Luego desplazan a empresas más pequeñas en los mercados crediticios locales, dejando a las empresas desplazadas en situaciones económicas precarias.

Cuadro 7.10
MÉXICO: FUENTES DE FINANCIAMIENTO POR TAMAÑO DE EMPRESA, 1998 Y 2003

Fuente	Pequeñas empresas[a]		Medianas empresas[b]		Grandes empresas[c]		Empresas AAA[d]	
	1998	2003	1998	2003	1998	2003	1998	2003
Proveedores	50,0	64,4	42,0	58,2	28,5	49,5	17,8	28,5
Bancos comerciales	23,9	16,0	26,6	18,5	31,6	22,4	32,1	39,8
Bancos extranjeros	3,7	1,1	8,4	2,8	15,4	6,1	34,2	13,1
Bancos de desarrollo	5,2	2,2	4,1	2,1	3,6	3,0	3,4	2,6
Crédito de las casas matrices	15,8	15,7	17,7	17,5	16,5	16,7	5,7	8,9
Otro	1,4	2,6	1,3	1,0	4,4	2,5	6,9	7,2
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: Banco de México [en línea] <http://www.banxico.org.mx>.

[a] Ventas en 1997 menores a 12,5 millones de dólares.
[b] Ventas en 1997 entre 12,5 millones de dólares y 65 millones de dólares.
[b] Ventas en 1997 entre 65 millones de dólares y 650 millones de dólares.
[d] Ventas en 1997 superiores a 650 millones de dólares.

La información sobre las grandes empresas que se presenta en el cuadro sugiere que esto es exactamente lo que sucedió en México. En 1998, el patrón de financiamiento de las grandes empresas se asemejaba más al de las empresas AAA que al de las pymes. Tanto las grandes empresas como las empresas AAA recibieron de los bancos comerciales locales la misma proporción de financiamiento y ambas obtuvieron importantes montos de los bancos internacionales. Al mismo tiempo, las grandes empresas se diferencian de las empresas AAA por el mayor uso de créditos de proveedores y el apoyo de otras empresas de sus grupos corporativos. Sin embargo, hacia el año 2003, el patrón de las empresas grandes se habían acercado al de las pymes. No solo se habían reducido los préstamos internacionales, sino que también había disminuido el

financiamiento de los bancos locales. La mitad de los fondos fueron provistos por proveedores.

Las pequeñas y medianas empresas, a pesar de las diferencias menores entre ellas, compartieron un patrón de financiamiento basado principalmente en proveedores, conjuntamente con algunos préstamos de bancos locales.[48] Prácticamente no tenían acceso a los mercados internacionales, sobre todo hacia el año 2003, pero podían recurrir a sus grupos corporativos. Los bancos de desarrollo presentan una participación en el financiamiento pequeña y descendiente, incluso para las empresas más pequeñas de la muestra.[49]

En la encuesta también se preguntan las razones para solicitar créditos bancarios y los motivos por los que con frecuencia no fueron utilizados. El destino principal de los fondos fue el capital de trabajo, lo que refleja la naturaleza de corto plazo de los créditos bancarios en México y en otras partes; las inversiones y la reestructura de pasivos ocupaban un distante segundo lugar. La explicación para no utilizar créditos bancarios varía con el transcurso del tiempo y de acuerdo con el tamaño de la empresa. Por ejemplo, tanto grandes como pequeñas empresas mencionaron las altas tasas de interés de los años 1999 y 2000, pero lo hicieron con menor frecuencia en los últimos años.[50] Todos los tipos de empresas también mencionaron la incertidumbre sobre la situación económica, mientras que el rechazo de los bancos también constituía un motivo importante para las pymes pero tenía una importancia menor para las empresas más grandes. La razón mencionada en primer término sugiere una falta de demanda, mientras que la última claramente implica la restricción o racionamiento del crédito.

Cuando las empresas y los hogares no pueden acceder al crédito bancario nacional —la forma usual de financiamiento de gastos corrientes así como de algunos desembolsos de capital— deberían surgir otras fuentes para cubrir la brecha. De hecho este ha sido el caso en México. El

---

[48] La definición de pequeñas empresas varía sustancialmente en los distintos países. En la encuesta mexicana, por ejemplo, la pequeña empresa es la que tiene ventas inferiores a 12,5 millones de dólares, mientras que en Chile significa que tiene ventas menores a 650.000 dólares. Estas diferencias dificultan mucho las comparaciones entre los países.

[49] Lamentablemente la información del estudio que se ha publicado no brinda cifras absolutas acerca del monto de financiamiento otorgado a cada categoría de empresa, ni revela información sobre la proporción del financiamiento de fuentes internas de las empresas en comparación con las externas. Sobre la base de un detallado análisis del sector financiero de México del año 2001, el Fondo Monetario Internacional considera que los recursos internos (beneficios no repartidos) tuvieron una creciente participación en el financiamiento y eran la clave para la supervivencia de muchas empresas; véase FMI (2002b, p. 36).

[50] En realidad, las tasas de interés más elevadas se muestran en 1998 por lo que los encuestados pueden haber considerado el pasado al responder esa pregunta.

financiamiento no bancario se refiere a diferentes instituciones e instrumentos entre distintas categorías de prestatarios, pero se incrementó en todos los casos después de la crisis. Para las empresas más grandes, el financiamiento no bancario comúnmente se entiende como financiamiento extranjero y, en menor grado, como financiamiento de los mercados nacionales de capital. Para las pymes y los hogares, en cambio, el financiamiento no bancario se refiere a una creciente variedad de instituciones que abarca desde empresas financieras (conocidas en México como "sofoles") hasta departamentos de créditos al consumo de los almacenes minoristas y sociedades de inversión. Los créditos al consumo son relevantes para nuestro análisis, pues los propietarios de pequeñas empresas con frecuencia solicitan créditos como particulares, confundiendo la distinción entre crédito al consumo y crédito comercial.

Las sofoles, que pueden conceder préstamos pero no aceptar depósitos, obtienen sus fondos sobre todo de préstamos de los bancos de desarrollo. Han demostrado una gran destreza para introducirse en el espacio que los bancos dejan vacante para los créditos a hogares y micro, pequeñas y medianas empresas. La cantidad total de créditos concedidos por sofoles aumentó de prácticamente cero en 1995 a 7,3 millones en diciembre de 2003, mientras que el volumen de créditos alcanzó el 2,2% del PIB en el mismo período. La mayor parte de estos fondos se aplicaron a hipotecas y financiamiento de automóviles. Las pymes llegaron al 17% del número total de préstamos concedidos en el año 2003, pero únicamente al 1% de la cartera de préstamos. Han representado la categoría de mayor crecimiento de préstamos de las sofoles, sin embargo, esto se debe al ingreso al mercado de un nuevo proveedor de préstamos para microempresas.[51]

El éxito del crédito de las empresas minoristas se ilustra mejor en el caso de la empresa multinacional de venta de productos electrónicos con sede en México, el Grupo Elektra, cuya división de créditos al consumo se transformó en el primer banco nuevo que recibió una licencia a partir de 1994. El Banco Azteca tiene el propósito específico de proporcionar servicios financieros al 70%–80% de la población de México que actualmente no recibe los servicios bancarios. Un año después de iniciar sus operaciones en octubre de 2002, disponía de 4 millones de clientes y una cartera de créditos de 500 millones de dólares. Esto colocó al Banco Azteca en el noveno lugar entre los 30 bancos comerciales mexicanos en lo que se refiere a la cartera de préstamos, pero solo en décimo séptimo

[51] Asociación Mexicana de Sociedades Financieras de Objeto Limitado [en línea] <http://www.amsfol.com.mx>; AMSFOL es la asociación nacional de sofoles. La nueva institución de microcréditos es Financiera Compartamos [en línea] <http://www.compartamos.com>.

lugar en lo que se refiere a activos, lo que refleja la predisposición contra el empréstito de la mayoría de los bancos.[52]

Un tercer grupo de instituciones no bancarias que podrían ser importantes para el financiamiento de las pymes en el futuro son las sociedades de inversión. Estas operan mediante la negociación de acciones, de bonos y de capital de riesgo. Las empresas que operan en la tercera área (sincas) se crearon para promover nuevos proyectos que luego pudieran llevarse al mercado bursátil, de la misma manera que las nuevas empresas lo hacen en otros países. Sin embargo, hasta la fecha, las únicas sociedades que han sido significativas en términos cuantitativos han sido las que negocian con bonos, especialmente deuda del gobierno. En conjunto, los activos de las sociedades de inversión representan un 5% del PIB, pero más del 85% son inversiones en bonos.[53]

El comportamiento de los bancos privados mexicanos desde 1994 representa un claro caso de falla de mercado con respecto al financiamiento para las pymes y los hogares. El gobierno ha intentado llenar el vacío. El actor crucial continúa siendo Nafin, pero su enfoque sufrió varias transformaciones antes de que se estableciera su modo de operación actual. En el período anterior a las reformas, Nafin recibía créditos del exterior a tasas de interés privilegiadas y los transfería directamente a las empresas, sobre todo a empresas grandes tanto del sector público como privado. En la década de 1990, Nafin se convirtió en un banco de segundo piso; aún obtenía financiamiento en los mercados de capitales internacionales (y locales), pero lo distribuía mediante una red de intermediarios privados, tales como empresas dedicadas al arrendamiento financiero y el factoraje, cooperativas de crédito y sociedades de ahorro y préstamos. Esta red creció muy rápidamente, así como la cantidad de empresas a las que prestaba servicios. El rápido crecimiento dio como resultado la ineficacia y la corrupción, algo similar a lo ocurrido en los bancos privados durante el mismo período y, al final, se tradujo en una carga de 5.000 millones de dólares para el tesoro nacional.[54]

---

[52] Para un resumen de la breve historia del Banco Azteca, véase Lucy Conger, "A Bold Experiment at Banco Azteca", *Outlook Journal,* mayo de 2003. Los datos comparativos fueron extraídos de la CNBV [en línea] <http://www.cnbv.gob.mx>. El banco aún está estrechamente vinculado a la tienda por departamentos Elektra y muy frecuentemente se lo critica por cobrar tasas de interés extremadamente altas por sus préstamos.

[53] Sobre la base de datos de la CNBV [en línea] <http://www.cnbv.gob.mx>. Otros tipos de financiamiento no bancario incluyen crédito de proveedores, arrendamiento financiero, factoraje y cooperativas de créditos. El sitio web de la CNBV describe y proporciona estadísticas de las fuentes que regula.

[54] Como se comenta en la nota 37, el rescate de los bancos de desarrollo y comerciales se implementó mediante instituciones separadas. Fideliq, la asociación creada para gestionar el problema de los préstamos de los primeros, se encontraba bajo presión financiera y el gobierno decidió cortar las pérdidas y pagar los pagarés antes del

Una tercera época comenzó con el gobierno de Fox en el 2000, que tenía un interés especial en el sector privado en general y en las pymes en particular. La administración redactó un programa nacional para el desarrollo empresarial y la nueva Secretaría de Economía incluyó a un subsecretario para pymes. También se hizo un intento por coordinar los muchos programas de apoyo a las pymes mediante el comité interdepartamental de política industrial. En este contexto, una Nafin en recuperación desarrolló tres programas principales: 1) un programa de "cadenas de producción" que opera por Internet para conectar a las compañías de factoraje con grandes empresas y las pymes que son sus proveedoras; 2) programas de préstamo que proporcionan capitales de trabajo para las pymes, y 3) un programa de garantías para préstamos. En el 2003, estos programas desembolsaron más de 9.000 millones de dólares, 85% de los cuales fue al sector privado. De la porción del sector privado, el 90% operaba mediante procedimientos de segundo piso, mientras que los restantes eran garantías (9%) y una pequeña cantidad correspondía a préstamos de primer piso (1%). También se proporcionó una extensa asistencia técnica a pequeñas empresas (Nafin, 2003).

Si bien los programas son demasiado recientes para ser evaluados, es posible exponer algunos puntos. En primer lugar, Nafin participa en varias actividades que pueden desviar energía y recursos de sus programas para pymes. Por ejemplo, opera como el agente financiero del gobierno, proporciona préstamos de primer piso al sector público, asiste en el desarrollo del mercado de capitales mediante varios tipos de intervención, actúa como banco de inversiones, promueve el capital de riesgo y se encarga de brindar consultoría. En segundo lugar, al año 2003 solamente 90.000 empresas habían recibido créditos o garantías en el marco de un programa de segundo piso. (Un grupo más grande recibió otros beneficios, tales como programas de capacitación y asistencia en el sitio web de Nafin). En tercer lugar, aparentemente una significativa cantidad de fondos va a empresas más grandes. El préstamo promedio ascendió a aproximadamente 100.000 dólares y la garantía a 60.000 en el año 2003. Si bien la gran mayoría de los créditos se destinan a micro, pequeñas y medianas empresas, se define a las medianas empresas como aquellas que tienen hasta 250 empleados y 50 millones de dólares en ventas.[55] En cuarto lugar, desde el punto de vista positivo, el número de empresas que reciben crédito ha aumentado rápidamente en los últimos años y el importe promedio de préstamos descendió. Nafin ha reducido gradualmente sus elevados préstamos al gobierno y a las empresas

vencimiento. Este fue el origen del costo de 5.000 millones de dólares que se describió en la prensa como la quiebra de Nafin. Véase entrevista al entonces presidente de la CNBV, en Israel Rodríguez, "Rechazan que el traspaso de las pérdidas de Nafin al gobierno haya sido un acto ilegal", *La Jornada*, 28 de octubre de 2001.

[55] Nafin (2003) y entrevistas personales.

del sector público; en términos netos estos flujos fueron negativos en el 2003. Por último, la situación financiera de Nafin mejoró sustancialmente como resultado de la reestructura posterior a la crisis. No obstante, los programas de Nafin deben ser evaluados exhaustivamente lo antes posible para determinar los grupos a los que alcanzan y su impacto.

Conclusiones

El sistema financiero de México claramente presenta serios problemas. Los préstamos al sector privado, especialmente aquellos a empresas, permanecen extraordinariamente bajos una década después de la crisis financiera de 1994–1995. Además, los mercados de capitales son muy pequeños en términos absolutos. El mercado bursátil es magro y extremadamente volátil, con una capitalización de mercado que se encuentra a un 40% de su punto más elevado anterior. Los mercados de bonos también son pequeños, aunque se han expandido en los últimos años. Ambos mercados están limitados a un número reducido de grandes empresas y los bonos están dominados por las agencias del gobierno.

Como consecuencia, las tradicionales fuentes internas de financiamiento no han provisto mucho respaldo para la inversión y el crecimiento. De todas maneras hubo un rápido rebote desde la crisis. De hecho, la economía de México se mostró más dinámica en los cinco años que van de 1996 al 2000 que durante el crecimiento financiero de 1990 a 1994. Esta recuperación, sin embargo, estuvo parcialmente basada en la capacidad ociosa; además, las nuevas inversiones se financiaron con recursos no tradicionales. Para las empresas más grandes, esto significó recurrir principalmente a mercados financieros internacionales. Sus contrapartes más pequeñas encontraron apoyo en nuevas instituciones del sector privado y en el propio gobierno, y también se mantuvieron con fondos internos y con el dinero disponible por la falta de pago de la totalidad de sus deudas.

A pesar de que estas alternativas proveyeron algún alivio temporal, tienen al menos dos importantes carencias. En primer lugar, no han sido lo suficientemente amplias y profundas para estimular el crecimiento del mercado interno. En segundo lugar, han estado extremadamente predispuestas a favorecer a las empresas más grandes y, de hecho, han exacerbado un ya serio problema de desigualdad en la sociedad mexicana. El sistema bancario necesita reanudar en forma urgente el otorgamiento de préstamos a clientes privados. No solo las empresas necesitan créditos, también es necesario que los hogares puedan acceder a ellos —para el consumo e hipotecas— a fin de que la economía no

dependa excesivamente de las exportaciones. El problema con este tipo de dependencia se manifestó claramente durante el estancamiento del producto en la fase de recesión del mayor mercado exportador de México.

Por lo tanto, ¿qué debe hacerse? Una respuesta —quizás basada en la experiencia chilena de la década de 1980— es simplemente esperar. La situación parece mejorar. Los bancos se han visto fortalecidos, están bien capitalizados y son rentables. Los inversionistas institucionales aumentan rápidamente. Por otra parte, las tasas de interés se han reducido, lo que tiene dos ventajas: disminuye el costo del crédito e incentiva a los bancos a prestar, ya que la tenencia de valores se vuelve menos atrayente.

Sin embargo, esta respuesta es insuficiente dadas las circunstancias actuales en México. Es necesario un rápido crecimiento del producto tanto por razones sociales como políticas, pero esto no puede ocurrir si el sistema financiero no funciona a pleno. Los salarios aún están por debajo del nivel anterior a la crisis y la desigualdad aumenta, aunque la pobreza pueda estar disminuyendo.[56] La nueva y fortalecida democracia se ve comprometida por una situación en la que solo algunos actores muy privilegiados acceden al financiamiento y al crecimiento.

El gobierno debería tomar una serie de medidas; las siguientes siete de ellas parecen particularmente relevantes. En primer lugar, los bonos de Ipab no deberían volver a refinanciarse al expirar. Su eliminación de los balances aumentaría la predisposición (y la necesidad) de los bancos a otorgar créditos. En segundo lugar, debe estimularse la competencia para el otorgamiento de créditos al consumo y empréstitos para las pymes, proporcionando licencias bancarias a empresas cuyo propósito principal sea el aumento de la provisión de créditos a grupos de ingresos más bajos. En tercer lugar, debe hacerse más para alentar a los mercados internos de capitales a proveer una fuente de recursos para empresas grandes y medianas (aquellas por debajo de la categoría AAA). En cuarto lugar, los bancos de desarrollo deben administrarse de modo suficientemente eficaz y transparente para poder apoyar a las pequeñas y las microempresas, pero también debe alentarse al sector privado a ingresar en este mercado. En quinto lugar, debe ser altamente prioritario hacer frente a los impedimentos legales para el empréstito. Se han tomado varias medidas específicas, pero no son suficientes para solucionar los problemas generales de un sistema judicial deficiente y la falta de ejecución de los contratos. En sexto lugar, las agencias de regulación necesitan mayor autonomía y más recursos. Las relaciones con las autoridades reguladoras extranjeras debe fortalecerse y aclararse, dado el rol predominante de los bancos extranjeros en México. En séptimo lugar, las tasas de interés deben

[56] Véase el reciente estudio del Banco Mundial (2004b) relativo a este tema.

mantenerse tan bajas como sea posible para reforzar las demás medidas. El mantenimiento de la estabilidad macroeconómica en general es un prerrequisito para profundizar aún más el financiamiento.

Los detalles de estas medidas son obviamente cruciales y deben pensarse cuidadosamente por expertos que estén interiorizados con las disposiciones institucionales locales. No obstante, el panorama general es claro y la mayoría de las recomendaciones de políticas apuntan en la misma dirección en la que se están moviendo las autoridades mexicanas. El mensaje principal es que es necesario hacer mucho más. Una recuperación rápida y extensa del financiamiento es esencial para poder cumplir las metas que el gobierno quiere alcanzar.

Capítulo 8

Brasil: los bancos públicos siguen desempeñando un papel fundamental

Las reformas económicas de Brasil datan de fines de los años ochenta y principios de los noventa, lo cual significa que el país formó parte de la tercera ola de reformas en América Latina. Sin embargo, aun en aquel entonces, el proceso de reforma en Brasil fue moderado y pragmático en comparación con las transformaciones más bruscas e ideologizadas realizadas en algunos de sus países vecinos. Al mismo tiempo, el gobierno tuvo que enfrentar un creciente desequilibrio macroeconómico que incluía grandes déficit fiscales, una creciente deuda del sector público e incrementos en los precios que amenazaban con alcanzar niveles hiperinflacionarios. El conjunto de reformas macroeconómicas y estructurales estaba destinado a reorientar la economía para estimular un retorno al crecimiento acelerado.

El panorama financiero de Brasil había sido delineado durante cincuenta años por una estrategia de desarrollo relativamente cerrada y dirigida por el Estado. Entre sus características más importantes se encontraban las siguientes: los bancos del sector público desempeñaban un papel importante en el financiamiento de grandes proyectos de desarrollo y de empresas públicas y privadas; la inversión extranjera de cartera desempeñaba un papel restringido, debido a los estrictos controles de capital y al acceso mínimo a los mercados financieros internacionales hasta la década de 1970; los intermediarios privados brindaban financiamiento fundamentalmente de corto plazo, una parte importante del cual se destinaba al gobierno; los mercados nacionales de capitales, a

pesar de su sofisticación, cumplían solo un pequeño rol en el financiamiento de actividades productivas y existía la tradición de utilizar la inflación como una fuente importante de financiamiento.[1]

Las dudas acerca de si esta estructura era la apropiada en un mundo cada vez más globalizado condujeron al gobierno a embarcarse en un importante proceso de reforma. En el año 1994 se adoptó un eficaz programa de estabilización (el Plan Real) y la inflación cayó abruptamente de niveles de cuatro dígitos a niveles de un dígito. Sin embargo, el éxito del Plan Real contribuyó al surgimiento de serios problemas bancarios en el año 1995, que impulsaron una reestructuración encabezada por el gobierno que profundizó la privatización y la apertura financiera al permitir que las instituciones financieras extranjeras tuvieran acceso a los mercados nacionales de capitales y de crédito. Además, las autoridades monetarias promovieron una mejora considerable en la regulación y la supervisión.

Como consecuencia de estas reformas, el sector financiero cambió de diversas maneras. Se incrementó la competencia y la competitividad de las instituciones financieras nacionales, lo cual condujo a mejoras en la eficiencia microeconómica. Los bancos extranjeros pasaron a formar parte del sector financiero (si bien lo hicieron en menor proporción en comparación con otros países de América Latina), mientras que el peso de los bancos públicos se redujo pero continuó siendo considerable. Los mercados de capitales crecieron gracias al incremento de los inversionistas institucionales y al desarrollo de un sinnúmero de nuevos instrumentos financieros. Los fondos privados de inversión también florecieron en la década de 1990 y se convirtieron en un sector importante. Paradójicamente, sin embargo, el incremento del crédito fue mucho menor que el esperado y las emisiones primarias de bonos y acciones continuaron siendo pequeñas. En comparación con las economías desarrolladas y con algunas en desarrollo, el sector financiero privado de Brasil continuó siendo una fuente de financiamiento relativamente pobre, tanto para las empresas como para los hogares. El financiamiento de largo plazo y el acceso de las pequeñas y medianas empresas eran escasos y la mayor parte del financiamiento provenía de los bancos públicos.

Si bien algunas de estas tendencias y características son similares a las descritas en relación con Chile y México, también representan algunas diferencias importantes. La diferencia más evidente se refiere a la estructura de la propiedad. La importancia que siguieron teniendo los bancos públicos, junto con la alta competitividad de las instituciones nacionales privadas, limitó las oportunidades para los bancos extranjeros

[1] Puede encontrarse un análisis histórico del sector financiero en Lees, Botts y Cysne (1990). Para obtener información acerca del papel del sector financiero en el proceso de industrialización de Brasil, véase Studart (1995).

en Brasil. Otra diferencia fundamental es la ausencia de una crisis sistémica de los bancos. Se presentaron graves problemas luego de la aplicación del programa de estabilización en el año 1994, pero las autoridades tomaron medidas preventivas y evitaron el trauma observado en Chile y en México, que se extendió durante una década entera. Al mismo tiempo, Brasil enfrenta problemas que en los otros dos países no tienen tanta importancia. En particular, los desequilibrios macroeconómicos son más apreciables en Brasil, manifestándose en un déficit presupuestario de gran tamaño, altos coeficientes de deuda, altas tasas de interés y un crecimiento lento y volátil. Existen semejanzas con México, principalmente en relación con el pequeño tamaño del sector financiero (como proporción del PIB), la orientación hacia el financiamiento gubernamental y los problemas institucionales que inhiben el desarrollo financiero.

En este capítulo se tratan estos temas. En la primera sección se analizan las reformas financieras aplicadas en la década de 1990 (es decir, la liberalización y las nuevas regulaciones), así como lo que se esperaba de ellas. En la segunda sección se examinan las transformaciones en la estructura del sector financiero, tanto en los bancos como en los mercados de capitales. En la tercera sección se estudian los efectos de las reformas y el contexto macroeconómico sobre el suministro de financiamiento para el desarrollo, mientras que en la cuarta sección se examina quién tuvo acceso al financiamiento. Se concluye en la última sección con un análisis de las dificultades que Brasil enfrenta hoy en día en su intento de ampliar y profundizar el sector financiero.

Liberalización, crisis y respuesta

Tres metas que fueron evolucionando motivaron las políticas financieras aplicadas en Brasil a fines de los años ochenta y durante los años noventa. De 1988 a 1995 las políticas estaban orientadas a la desregulación de los mercados nacionales y a su apertura a los inversionistas extranjeros. En 1995, los bancos enfrentaron serias dificultades que condujeron a una segunda ronda de transformaciones motivadas por la necesidad de fortalecer el sector financiero y promover su estabilidad. Estas políticas incluían una reestructuración del sistema bancario, una mayor privatización de los bancos públicos, un nuevo intento de atraer a los bancos extranjeros y una mejora considerable en la regulación y la supervisión. En 1999 surgió una crisis cambiaria, pero las reformas que se habían realizado con anterioridad permitieron al país evitar una crisis gemela, es decir, bancaria y cambiaria. Luego, el gobierno

comenzó a adoptar reformas microeconómicas destinadas a incrementar el suministro de crédito y de capital en general.

De la liberalización a los graves problemas bancarios

Las reformas financieras implantadas a fines de los años ochenta y principios de los años noventa fueron motivadas en gran parte por la ola liberal que impregnó la elaboración de políticas en diferentes partes del mundo en desarrollo, sobre todo en América Latina.[2] Estas transformaciones se pusieron en práctica junto con otras reformas, como por ejemplo la flexibilización de los controles de capital, la privatización y la liberalización del mercado. Las transformaciones simultáneas en los contextos macroeconómicos y regulatorios tuvieron consecuencias importantes en el sector financiero que Brasil había heredado de los años ochenta.

El contexto macroeconómico en los años ochenta era muy perjudicial para el proceso de otorgamiento de préstamos, dado que el elevado nivel de inflación y el crecimiento volátil habían provocado un considerable incremento del riesgo crediticio. Sin embargo, fue un período de expansión y concentración en el sector bancario que fue, por un gran margen, el sector más rentable del país durante esta década. Esta paradoja se explica por el hecho de que los bancos brasileños se adaptaron bien al contexto macroeconómico que aparentemente era negativo. Lo lograron mediante una especialización en las operaciones del tesoro y la obtención de cuantiosos beneficios procedentes de las ganancias inflacionarias vinculadas con la intermediación de la deuda pública en el largo período de alta inflación e indexación.[3]

---

[2] Para obtener información acerca de este proceso en la región de América Latina, véase Stallings y Peres (2000). Para obtener información acerca de las reformas realizadas en Brasil, véanse Baumann (2002); Pinheiro, Bonelli y Schneider (2004).

[3] Véase Studart y Hermann (2001). En OCDE (2001, p. 117) se explica claramente esta "adicción" a las ganancias inflacionarias: Dentro del contexto inflacionario, que se había convertido en una característica de la economía de Brasil desde la década de 1950, los bancos podían cobrar considerables márgenes de intermediación. Al mismo tiempo, las tasas de incumplimiento de los prestatarios se mantuvieron en un nivel bajo gracias a la reducción de sus obligaciones de reembolso en términos reales. La lucrativa flotación, procedente de los ingresos obtenidos por la reinversión temporal de las obligaciones de bajo costo (como los ingresos fiscales, los depósitos a la vista y las garantías de los préstamos) en títulos de corto plazo que otorgaban una alta remuneración, condujo a una expansión explosiva del número de bancos comerciales y sucursales bancarias. También se obtuvieron apreciables ganancias en las operaciones del tesoro basadas en el arbitraje de las tasas de interés y de las monedas. Otra fuente de ganancias fue el importante porcentaje de cuentas corrientes generadas por los pagos de salarios o mantenidas para su utilización en transacciones, que no obtenían ninguna compensación por la inflación. En resumen, la inflación brindó diversas fuentes de ganancias inesperadas para los bancos. Alentado por la indexación generalizada, el público siguió

Hacia el año 1988, el sector ya estaba dominado por grandes conglomerados financieros de facto que florecieron como consecuencia de los altos niveles de inflación. Como reconocimiento oficial de esta tendencia a la consolidación, se llevó a cabo una reforma bancaria y se estableció un sistema bancario universal. Mediante esta reforma se transformó a los bancos comerciales, los bancos de inversión y las empresas financieras en bancos universales, instituciones que siguen dominando el sistema financiero de Brasil hasta el día de hoy. El crédito bancario no solo se racionó, sino que se otorgaba con vencimientos muy cortos y a un costo muy alto. Las autoridades vincularon naturalmente dicho racionamiento con la falta de competencia. Por consiguiente, en las primeras reformas se redujeron considerablemente las barreras al ingreso en el mercado bancario, con lo cual se estimuló un acelerado incremento en el número de instituciones. De 1988 a 1994 la cantidad de bancos se duplicó ampliamente, ya que pasó de 106 a 242. Los préstamos se expandieron en el período 1990–1994, sobre todo para los consumidores y las empresas. Dicha expansión se aceleró en los primeros meses del Plan Real, debido a que la abrupta disminución de las ganancias inflacionarias indujo a los bancos a buscar nuevas fuentes de ingresos.

Con las reformas del año 1988 se incrementó considerablemente la competencia y esto se tradujo, a su vez, en un aumento de los préstamos, pero este resultado, que de otro modo hubiese sido positivo, tuvo consecuencias negativas imprevistas debido a por lo menos dos causas. En primer lugar, la competencia en el sector bancario durante los años noventa estaba basada en la expansión física de los bancos, es decir, en el número de las sucursales, los cajeros automáticos y el personal, lo cual brindó a los bancos un mayor acceso a los depósitos. Dichos depósitos, a su vez, se asignaron a la refinanciación de la considerable deuda pública y a otras operaciones de corto plazo, lo cual produjo cuantiosos beneficios. Por consiguiente, los bancos tenían costos fijos altos en el momento en que sus ganancias inflacionarias cayeron marcadamente. En segundo lugar, luego del lanzamiento del Plan Real, las autoridades monetarias intentaron restringir la expansión del crédito mediante requisitos que imponían altos niveles de reservas. Esta combinación se tradujo en una mezcla cada vez más peligrosa de expansión crediticia y de altas tasas de interés, lo cual provocó un incremento de la cartera vencida y atrasos en el pago de los préstamos. Durante este período se hicieron evidentes las importantes deficiencias estructurales que tenían algunos de los principales bancos privados. Se produjeron graves problemas en la administración, la transparencia y el manejo del riesgo en el Banco

manteniendo sus fondos dentro del sistema bancario nacional. Como consecuencia de ello, a diferencia de lo ocurrido en otros países que tenían altos niveles de inflación, la sustitución de la moneda no tuvo lugar en Brasil.

Econômico y el Banco Nacional, por ejemplo, que desempeñaban un papel fundamental en el impulso de las medidas gubernamentales. Si se hubiese contado con una buena vigilancia, se habría podido detectar algunos de estos problemas. De hecho, estos casos son un claro reflejo de los bajos niveles de regulación y supervisión bancaria existentes, que constituyeron la principal inspiración de las transformaciones en las políticas ocurridas a partir del año 1995.

Los bancos públicos enfrentaban otros problemas. Eran, por una gran diferencia, los mayores otorgantes de préstamos en el sistema, llegando a aproximadamente dos tercios del total a principios de los años noventa. Además, su capacidad para adaptarse a los menores márgenes estaba limitada por su alto costo operativo (debido a la estabilidad laboral de una parte importante de sus empleados) y por su limitada capacidad para reestructurar sus carteras (las cuales estaban dominadas por la deuda de los gobiernos estatales). El incremento en las tasas de interés ocurrido a principios de los años noventa y la expansión de los déficit primarios se tradujeron en un aumento importante de las deudas estatales y municipales luego del año 1992, y los bancos públicos se convirtieron en los principales proveedores de financiamiento para dichas deudas en Brasil.

La crisis ocurrida en México en el período 1994–1995 fue la gota que desbordó el vaso en el proceso de profundización de los problemas bancarios, dado que las autoridades monetarias respondieron a la retracción en el flujo de capital con un mayor incremento en las tasas de interés y una política monetaria más restringida, sobre todo mediante requisitos que imponían altos niveles de reservas. Esta política condujo a un agravamiento en el deterioro de la capacidad de pago del gobierno, del sector empresarial y de los prestatarios particulares. La cartera vencida se incrementó hasta alcanzar un 17% a fines del año 1995 (Baer y Nazmi, 2000, p. 11). En varias instituciones se observó un incremento en los activos de cobro dudoso que condujo a una mayor demanda de liquidez en el sector bancario en su conjunto, lo cual provocó una retracción del mercado interbancario. Brasil se encontraba al borde de una crisis bancaria, pero dicha crisis, sobre todo la peligrosa crisis gemela analizada en el capítulo 2, se evitó mediante la rápida aplicación de medidas gubernamentales. Esta experiencia indica que la aplicación de políticas puede ser eficaz para evitar las crisis extremadamente costosas que han sufrido muchos países.

Respuesta a una crisis inminente en el sector bancario

Para evitar una crisis total en el sector bancario, las autoridades financieras brasileñas tomaron medidas semejantes a las ya analizadas al tratar las crisis bancarias, pero las tomaron en una etapa relativamente

temprana. La primera medida fue la intervención directa por medio de la liquidación y la colocación de algunos bancos bajo una nueva administración. A continuación se reestructuró el sistema bancario y luego se adoptó una regulación y supervisión más rigurosas.

Durante los primeros tres años del Plan Real, el banco central intervino 40 de un total de 242 bancos. De estos, 29 se liquidaron, 4 quebraron, 6 se colocaron bajo una administración temporal y 1 continuó operando. Dos de los mayores bancos de Brasil, el Banco Econômico y el Banco Nacional, se liquidaron en el año 1995, para lo cual fue necesario que el gobierno desembolsara 5.000 millones y 7.000 millones de dólares, respectivamente. El Banco do Brasil, el mayor banco del sector público, tuvo que ser recapitalizado en abril de 1996 con casi 8.000 millones de dólares.[4]

La reestructuración se puso en práctica por medio de dos programas, uno para los bancos privados (PROER) y otro para los bancos públicos (PROES). El PROER se adoptó por decreto en noviembre de 1995. Los principales objetivos consistían en proteger a los depositantes y, al mismo tiempo, ayudar a los bancos a limpiar sus balances generales y reducir la cantidad de instituciones. El instrumento fundamental fueron las líneas de crédito otorgadas por el banco central para brindar liquidez a los bancos con problemas y para permitir el financiamiento de fusiones con instituciones más sólidas. Los bancos tenían que ofrecer garantía por un 120% del valor de los préstamos y obtener un permiso para cualquier fusión propuesta. Al mismo tiempo, el gobierno brindó incentivos a los bancos que se encontraban en buenas condiciones para que adquirieran las instituciones que tenían problemas. Para evitar el riesgo moral en el futuro, se instituyó un cambio de propiedad y los gerentes y accionistas de las instituciones vendidas continuaron siendo responsables ante la ley por sus acciones anteriores. Se llevó a cabo la reestructuración de 32 bancos que se tradujo en fusiones y adquisiciones, algunas de las cuales se realizaron con el apoyo del gobierno federal.[5]

El PROES, adoptado en 1997, se centraba en la reestructuración de las instituciones financieras propiedad de los estados; los bancos del gobierno federal no estaban incluidos. Nuevamente se otorgaron líneas de crédito a través del banco central, pero se brindaron incentivos más explícitos a los propietarios de los bancos, es decir, a los gobiernos estatales, para que redujeran la cantidad de instituciones. Los estados en los que se optó por la liquidación, la privatización o la transformación de los bancos en agencias para el desarrollo recibieron del banco central el

[4] Banco Central de Brasil [en línea]<http://www.bcb.gov.br>.

[5] Para obtener información acerca del PROER, véanse Baer y Nazmi (2000); McQuerry (2001); Goldfajn, Hennings y Mori (2003).

100% de los fondos necesarios; aquellos en los que se optó por mantener a los bancos en funcionamiento recibieron solo el 50%. Desde 1997 se privatizaron 10 bancos públicos (7 fueron privatizados por los estados y 3 por el gobierno federal), 6 se liquidaron y a 3 se les cancelaron sus autorizaciones para funcionar. De 1995 al 2003, el número de bancos públicos se redujo de 32 a 14, mientras que la cantidad de bancos con control extranjero se incrementó de 21 a 53.

Esta profunda reestructuración de la propiedad en el sector bancario se complementó con medidas de regulación adoptadas a fines de 1995, motivadas por la búsqueda de una mayor estabilidad financiera y que incluían la creación de un fondo de seguros de depósitos, mayores requisitos de capital para la creación de nuevos bancos y nuevas regulaciones que promovían la rendición de cuentas. Además, se realizaron nuevos esfuerzos para cumplir con las recomendaciones del Acuerdo de Basilea de 1988 y sus modificaciones del año 1995. Esto se tradujo en un incremento de los requisitos de capital mínimo, un aumento en la rigurosidad de los límites operativos y la adopción de la supervisión consolidada integral de los conglomerados financieros, incluso de sus sucursales y subsidiarias en el exterior y de las empresas no financieras vinculadas con los conglomerados bancarios.

Con respecto de la supervisión, probablemente la más trascendental de las nuevas medidas haya sido la ley que autorizaba al banco central a iniciar una reestructuración preventiva en las instituciones financieras que no estuvieran cumpliendo con los requisitos del sistema o que estuvieran teniendo problemas financieros. Una versión anterior de esta ley autorizaba al banco central a colocar a los bancos bajo una de tres formas de régimen especial —un sistema temporal de administración especial, la intervención o la liquidación extrajudicial—, pero no era de carácter preventivo. Las nuevas reglamentaciones habilitaban al banco central a prescribir recursos preventivos para los bancos debilitados (por ejemplo, mayor capitalización, transferencia al control de los accionistas o fusiones y adquisiciones) y se podían confiscar ciertos activos de los bancos quebrados.

Respuesta a una crisis cambiaria

A pesar del eficaz programa de estabilización y de las importantes transformaciones en el sistema bancario, las dificultades de Brasil a nivel macroeconómico se prolongaron durante el segundo quinquenio de los años noventa. En el año 1997 la inflación había bajado hasta alcanzar niveles de un solo dígito, pero la depreciación, que era parte del régimen cambiario de paridad móvil, fue insuficiente para evitar la sobrevaluación. Además, el problema del déficit fiscal aún no se había resuelto por completo. Si bien el déficit primario era pequeño, el déficit

general del sector público aumentó el tamaño de la deuda pública que ya era importante. En el contexto de la crisis de Asia en 1997 y de la crisis de Rusia en 1998, la moneda brasileña se vio amenazada. Ni con el nuevo paquete fiscal, ni con el considerable préstamo otorgado por el Fondo Monetario Internacional a fines de 1998, se pudo poner coto a la fuga de capitales y se dejó flotar la moneda en enero de 1999.

El punto fundamental a los efectos del presente análisis es que el fortalecimiento del sector bancario ocurrido entre 1995 y 1997 permitió que los bancos no se vieran profundamente involucrados en la crisis cambiaria del año 1999. Su creciente eficiencia, junto con la reducción en los préstamos luego de la estabilización y el largo período antes de la devaluación, que dio tiempo a los prestatarios para limitar su vulnerabilidad frente al mercado cambiario, protegió a los bancos de los efectos de la devaluación. Gracias al sólido sector bancario, el gobierno pudo aplicar una política monetaria restringida para evitar un aumento inflacionario luego de la devaluación. En ausencia de altos niveles de inflación y con un paquete de asistencia internacional de 41.000 millones de dólares negociado a fines de 1998, se logró preservar la confianza de los inversionistas y consumidores y así evitar una caída abrupta en el producto.[6] Por lo tanto, el caso de Brasil exhibe varios aspectos diferentes en comparación con Chile, México y Asia oriental que ya se analizaron. Sin embargo, faltaba estimular el desarrollo y el sector financiero constituía un instrumento fundamental en este sentido.

Por consiguiente, se brindó un mayor apoyo que incluía un tercer programa de reestructuración del gobierno, en este caso destinado a los bancos propiedad del gobierno federal (PROEF). Dicho proceso comenzó, de hecho, con la recapitalización del Banco do Brasil en 1996 y la segunda fase implicó una supervisión particularmente estricta de los bancos en 1999 y 2000. Salieron a la luz nuevas deficiencias que condujeron a la elaboración del PROEF en junio de 2001 para incrementar la adecuación de capital de cuatro bancos públicos, incluso el Banco do Brasil y la Caixa Econômica Federal (CEF), que es el banco hipotecario del gobierno. El programa se tradujo en las siguientes tres medidas: transferencia de los riesgos crediticios a una empresa creada con este propósito (EMGEA); intercambio de activos de baja liquidez y bajo rendimiento por instrumentos de mayor liquidez que pagaban tasas de interés de mercado, y un incremento del capital en tres de los cuatro bancos.[7]

---

[6] Gruben y Welch (2001). Estos autores hacen un razonamiento muy similar al presente respecto de los bancos y la crisis de 1999 en Brasil.

[7] Según Goldfajn, Hennings y Mori (2003, p. 16), a consecuencia del PROEF aumentó la deuda del tesoro en 4.000 millones de dólares y se emitieron 20.000 millones en bonos. Calculan que el costo total de los tres programas de reestructuración bancaria fue del 8%

Más allá del sector bancario

Si bien la mayor parte de la atención estaba centrada en los bancos, también se consideraba a los mercados de capitales como una fuente potencialmente importante de financiamiento en Brasil. De hecho, los mercados de capitales de Brasil se destacan entre los de los mercados emergentes tanto por su tamaño como por su larga historia. El mercado bursátil data de mediados del siglo XIX, pero estuvo estancado en los años de elevada inflación posteriores a 1930. Fue después del golpe de estado de 1964 que se renovó el interés, dado que el nuevo gobierno intentó reprimir la inflación y reactivar los mercados como fuente de financiamiento. Si bien se lograron menos objetivos de los que se habían propuesto, los mercados se reactivaron considerablemente en los siguientes 15 años, en parte como resultado del programa de indexación destinado a contrarrestar la inflación. Entre las transformaciones legales de importancia se encontraban la ley que creó la Comisión de Valores y una actualización de la ley de empresas del año 1940.[8]

En las dos últimas décadas ocurrieron tres avances importantes que impulsaron la expansión de los mercados. En primer lugar, los inversionistas institucionales pasaron a desempeñar un papel importante. Si bien Brasil no privatizó su sistema de seguridad social, como lo hicieron Chile y México, hay dos conjuntos de fondos de gran tamaño que constituyen un ahorro previsional voluntario privado.[9] En el caso de Brasil son más importantes los fondos mutuos, cuyo tamaño era aproximadamente el doble del de los fondos de pensión en el año 2002. El conjunto de los inversionistas institucionales representaban el 35% del PIB.

Un segundo elemento que explica la expansión de los mercados de capitales se relaciona con los intentos realizados poco tiempo antes por modernizar el contexto legal en el cual operaban. Otras modificaciones a la ley de empresas, en los años 1989 y 1997, limitaron los derechos de los accionistas minoritarios como parte del proceso de privatización. En el año 2001, el parlamento brasileño aprobó dos transformaciones decisivas: mediante una de ellas se independizó a la Comisión de Valores del Ministerio de Hacienda y se estipuló que los miembros del directorio se desempeñarían durante períodos fijos; mediante la segunda se modificó

---

al 9% del PIB, cifra que es considerablemente menor a la alcanzada en los países donde se produjo una crisis gemela (véase el cap. 2 de este libro).

[8] Para obtener información acerca de la historia de los mercados de capitales, véase Welch (1993).

[9] Los dos conjuntos son los fondos cerrados de empresas y los fondos abiertos privados a los que cualquiera puede integrarse. Ambos se administran mediante empresas privadas; el tamaño de los activos de los primeros es varias veces mayor que el tamaño de los activos de los últimos.

nuevamente la ley de empresas para restaurar el derecho de los accionistas minoritarios de recibir por lo menos un 80% del valor por acción que recibían los accionistas mayoritarios en el caso de adquisición de la empresa. En general, Brasil ha presenciado una lucha intermitente por mejorar los procedimientos de gobierno corporativo. Un logro de gran importancia fue la fundación del "nuevo mercado" (*Novo Mercado*), una sección de la bolsa de valores de San Pablo (BOVESPA) a la que solo pueden acceder las empresas que cumplen con las normas internacionales de gobierno corporativo.[10]

Una tercera transformación que impulsó a los mercados de capitales fue la apertura de Brasil a la inversión extranjera de cartera. Si bien el país era desde hacía tiempo uno de los principales receptores de inversión extranjera directa, la inversión de cartera había sido más restringida. La primera liberalización importante ocurrió en 1987 y permitió a los extranjeros comprar acciones en los fondos mutuos administrados por las instituciones financieras brasileñas. En el año 1991, se permitió a los inversionistas institucionales extranjeros administrar sus propias carteras de valores en Brasil. La transformación más importante ocurrió poco tiempo después, cuando se permitió a las empresas brasileras cotizar sus acciones en bolsas extranjeras mediante ADR y GDR (Armijo y Ness, 2002, 2004). Según se analizó en el capítulo 5, esta transformación se tradujo en un importante desafío competitivo para los propios mercados de capitales de Brasil.

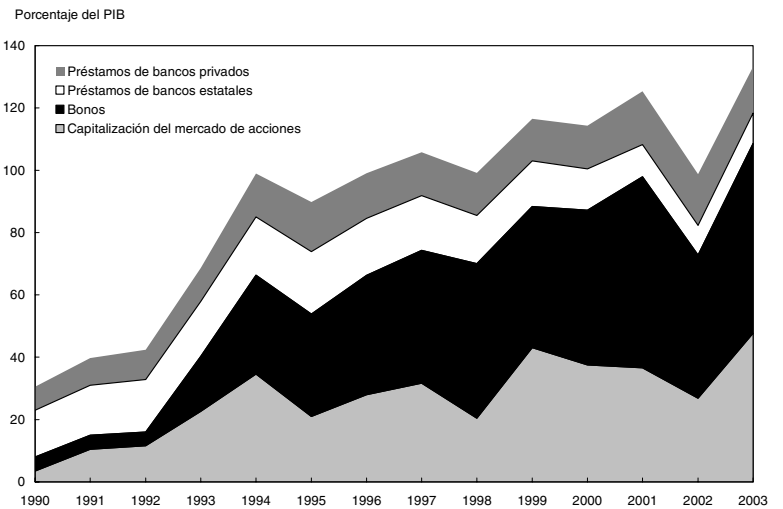
Modificaciones de las estructuras

De los tres países estudiados en el presente libro, Brasil es el que tiene los mercados de capitales más grandes en comparación con el resto del sector financiero. La capitalización del mercado de acciones y los bonos en circulación superaban con creces los créditos de los bancos públicos y privados en su conjunto, como se muestra en el gráfico 8.1. Esta situación surgió en el período posterior a la estabilización, cuando los mercados de capitales crecieron rápidamente al detenerse la hiperinflación y los bancos no fueron capaces de mantener el mismo ritmo en relación con el otorgamiento de crédito. Respecto de los activos bancarios, sin embargo, la situación es diferente. Dentro de la región de América Latina, los bancos brasileños se ubican en segundo lugar detrás de Chile desde el punto de vista de sus activos (como parte del PIB), pero mientras en este último país dos tercios de los activos se emplean como préstamos, en Brasil solo se utiliza un tercio. Como se analiza más adelante, las dos principales causas de la baja proporción de préstamos entre los activos

[10] Para obtener información acerca de los intentos de poner en práctica el gobierno corporativo en Brasil, véase Armijo y Ness (2002, 2004).

están relacionadas con el déficit fiscal de Brasil. Por una parte, el gobierno ofrece grandes cantidades de bonos bien remunerados para financiar su déficit. Esto atrae a los bancos, que compran bonos en lugar de otorgar préstamos y de esa manera alimentan la expansión del mercado de capitales. Por otra parte, el déficit también produce incrementos en los precios y la necesidad de que las tasas de interés sean altas, lo cual desalienta la demanda de préstamos por parte de los hogares y las empresas.

Gráfico 8.1
BRASIL: COMPOSICIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS, 1990–2003



Fuente: Banco Central de Brasil [en línea] <http://www.bcb.gov.br/?timeseriesen>.

El sector bancario

El sector bancario de Brasil sufrió importantes transformaciones en los últimos 15 años. Algunas de estas modificaciones se exhiben en el cuadro 8.1, del cual se derivan tres conclusiones importantes. En primer lugar, el sistema bancario actual es muy pequeño en términos de monto de los préstamos como proporción del PIB; en el año 2003, esta cifra rondaba solo el 25%. Si bien es cierto que la proporción de préstamos ha caído en algo desde 1988, durante ese período su punto más alto era solo unos diez puntos porcentuales superior. Como se mencionó anteriormente, el sector parece mucho más grande cuando se lo mide en términos de activos. Los activos bancarios representan actualmente alrededor del 90% del PIB. Los depósitos también aumentaron de 1988 a

1995; sin embargo, a diferencia de lo ocurrido con los préstamos, los depósitos continúan incrementándose. En el año 2003, los depósitos representaban un 26% del PIB, con lo cual superaban la proporción de préstamos por un pequeño monto.

Cuadro 8.1
BRASIL: PRÉSTAMOS Y DEPÓSITOS DEL SISTEMA BANCARIO, 1988–2003
(Porcentaje del PIB)

Año	Todos los bancos			Bancos privados	Bancos públicos
	Total de préstamos [a]	Préstamos al sector privado	Depósitos	Total de préstamos [a]	Total de préstamos [a]
1988	33,0	23,6	11,4	11,4	21,6
1989	29,1	21,1	16,1	9,4	19,7
1990	22,6	16,1	12,8	7,5	15,0
1991	24,7	17,8	13,1	8,8	16,0
1992	26,4	20,0	17,9	9,6	16,8
1993	28,3	21,9	21,5	10,8	17,5
1994	32,6	26,6	23,3	13,9	18,7
1995	35,9	30,6	24,0	15,9	20,1
1996	32,8	27,3	23,6	14,5	18,3
1997	31,5	25,7	24,3	13,9	17,6
1998	29,1	26,4	26,8	13,6	15,5
1999	28,1	25,9	27,3	13,5	14,6
2000	27,2	25,9	25,5	13,9	13,3
2001	27,4	26,5	25,2	17,1	10,3
2002	26,0	25,2	25,9	16,5	9,5
2003	24,5	23,6	26,1	14,8	9,8

Fuente: Banco Central de Brasil [en línea] <http://www.bcb.gov.br/?timeseriesen> para los préstamos; Banco Mundial [en línea] <http://www.siteresources.worldbank.org/DEC/DEC%20Data%20and%20Statistics/20487517/FinStructure_Database_60_03.xls> para los depósitos.

[a] Préstamos a los sectores público y privado.

La segunda conclusión se refiere a la importancia relativa de los bancos públicos y privados. Por bancos públicos se hace referencia aquí a los dos grandes bancos comerciales propiedad del gobierno federal (Banco do Brasil y Caixa Econômica Federal), así como al Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES) y los bancos propiedad de los estados. Los bancos públicos siempre habían dominado el sistema financiero en Brasil, pero en el año 2000 los préstamos otorgados por los bancos privados (incluso las instituciones extranjeras) superaron a los otorgados por sus rivales por un monto considerable. La tercera conclusión se refiere a los receptores de los préstamos. El sector privado recibió la mayoría de los préstamos durante la totalidad del período, pero

su proporción se incrementó en forma significativa en los últimos años. En 1995, por ejemplo, los prestatarios del sector privado representaban el 85% del total de los préstamos; su proporción se incrementó a un 96% en el año 2003. El proceso de privatización, tanto de los bancos en sí mismos como del sector no financiero, afectó las tendencias de los prestatarios y de los prestamistas por igual.

En el cuadro 8.2 se brindan más detalles sobre las transformaciones de los bancos públicos y privados. En la propiedad del capital ocurrieron dos modificaciones importantes. En primer lugar, el número total de bancos disminuyó de 242 a 164 entre 1995 y 2003; la cantidad de bancos públicos se redujo en mayor proporción, dado que algunos se privatizaron y otros se cerraron. La transformación en la propiedad también afectó la distribución de los depósitos recibidos y de los préstamos otorgados por el sector bancario. Con la venta en noviembre del año 2000 de Banespa, que era el banco propiedad del estado de San Pablo, la proporción de préstamos y depósitos públicos cayó a un nivel inferior al 50% por primera vez en el período de la posguerra.

Cuadro 8.2
BRASIL: CARACTERÍSTICAS DEL SISTEMA BANCARIO, 1995–2003
(Porcentaje)

Indicador y año	Bancos públicos	Bancos privados	Bancos extranjeros	Total
Número de instituciones				
1995	32	172	38	242
1998	22	123	59	204
2000	17	105	70	192
2003	14	88	62	164
Activos (porcentaje)				
1995	52,3	39,3	8,4	100,0
1998	46,0	35,5	18,5	100,0
2000	36,9	35,5	27,6	100,0
2003	37,7	41,4	21,0	100,0
Depósitos (porcentaje)				
1995	58,1	36,5	5,4	100,0
1998	51,5	33,3	15,2	100,0
2000	44,4	34,3	21,4	100,0
2003	43,2	38,9	17,9	100,0
Préstamos (porcentaje)				
1995	62,3	31,9	5,7	100,0
1998	53,7	31,3	15,0	100,0
2000	39,6	35,0	25,5	100,0
2003	33,4	42,3	24,3	100,0

Fuente: Banco Central de Brasil [en línea] <http://www.bcb.gov.br/?timeseriesen>.

En segundo lugar, entre los bancos privados se incrementó considerablemente el acceso de las instituciones extranjeras a los préstamos y a los depósitos. Los bancos europeos (en particular los de España) fueron los mayores compradores de bancos nacionales en Brasil en la década de 1990. Su objetivo era expandir su participación de mercado a efectos de obtener las economías de escala necesarias para competir a nivel internacional. Este fue el caso del Banco Santander de España, que adquirió bancos nacionales privados como por ejemplo Noroeste, Bozano Simonsen, Meridional y, más recientemente, Banespa, uno de los bancos más grandes, que anteriormente era propiedad del gobierno. El otro gran banco español, el BBVA, adquirió Excel-Econômico; el banco ABN-Amro de Holanda compró el Banco Real y Banepe, que anteriormente pertenecía al gobierno; y dos bancos portugueses compraron el Banco Bandeirantes y el Banco Boavista (2001). Los bancos de Estados Unidos que ya participaban en el mercado minorista (es decir, Citibank, J.P. Morgan, BankBoston y Chase Manhattan) adoptaron la estrategia de fortalecer su papel como bancos de nicho, mediante la adquisición de bancos de inversión y de corredores de bolsa.

La proporción de los bancos públicos en relación con los activos, depósitos y préstamos se redujo, pero estos bancos continúan desempeñando un papel central en el financiamiento de la inversión y el desarrollo de la economía. El banco de mayor tamaño sigue siendo el Banco do Brasil, propiedad del gobierno federal con más del 16% del total de activos del sistema, actualmente un conglomerado que cuenta con una gran cantidad de intermediarios especializados. En segundo lugar se encuentra el banco público hipotecario, la Caixa Econômica Federal, con más del 10% del total de activos. El BNDES no acepta depósitos, pero es, por lejos, el principal proveedor de financiamiento para inversiones en el país. Estas tres instituciones financieras públicas representan en su conjunto el 38% del total de los activos del sistema bancario consolidado. En lo que respecta al tamaño de los bancos comerciales, tres grandes bancos nacionales (Bradesco, Itaú y Unibanco) se ubican por detrás del Banco do Brasil y de la Caixa Econômica Federal; el banco extranjero de mayor tamaño (Santander Banespa) ocupa el sexto lugar.[11]

Esta situación representa un rompecabezas interesante. A pesar de la importante reestructuración, internacionalización y privatización de los bancos de Brasil, las instituciones más grandes siguen siendo bancos del gobierno o bancos nacionales privados. Esto constituye una gran diferencia respecto de la situación en Chile y México, donde los bancos

[11] Sobre la base de los datos del Banco Central [en línea] <http://www.bcb.gov.br>. Para acceder a un análisis político y económico de los bancos federales de Brasil, véase Mettenheim (2005).

públicos tienen un perfil mucho más bajo y los bancos extranjeros son más dominantes. La causa de esta situación radica en la dinámica competitiva impulsada por las reformas. La rápida expansión de los bancos extranjeros forzó a los grandes bancos privados a desempeñar un papel activo en el proceso de privatización a partir de 1988 y a incrementar su posición competitiva frente a los bancos de Estados Unidos y Europa en los mercados de valores. Su tamaño y solidez les permitió competir de una manera que no era posible para los bancos de Chile y México.

La mayor competencia y las estrategias diferenciadas son dos de los principales factores determinantes de los últimos resultados alcanzados en relación con la eficiencia del sistema bancario de Brasil. Según varios indicadores, la eficiencia se incrementó luego de la aplicación del eficaz programa de estabilización. Por ejemplo, el cierre de sucursales durante el proceso de reestructuración produjo un aumento en el coeficiente de activos por sucursal y de activos por empleado. De la misma manera, los costos como proporción de los ingresos netos disminuyeron para el sistema bancario en su conjunto, si bien fueron los bancos privados (en especial los bancos privados nacionales) quienes realizaron los mayores avances en este sentido.[12] Sin embargo, el aumento de la eficiencia a nivel microeconómico no se tradujo en un incremento de los créditos o en una disminución de las tasas de interés; es decir, la eficiencia microeconómica y la macroeconómica puede evolucionar en sentidos diferentes.[13]

Los mercados de capitales

Los mercados de capitales son instituciones mucho más frágiles que los bancos. Para lograr una expansión y desarrollo perdurables de los mercados de capitales, es necesario que se den por lo menos cuatro condiciones institucionales y macroeconómicas: estabilidad relativa en los precios para estimular la tenencia de largo plazo de los activos y la emisión de valores; existencia de ahorristas de largo plazo en la forma de inversionistas particulares y, sobre todo, de inversionistas institucionales; liquidez en los mercados secundarios, para lo cual es necesario que haya una gran cantidad de creadores de mercado o de especuladores; y protección de los derechos de propiedad, en este caso de los derechos de los accionistas. Algunas de estas condiciones estaban presentes en Brasil a principios de los años noventa. La estabilidad en los precios se logró luego de 1994 y las tasas de crecimiento eran positivas. Con la apertura

[12] Calculado a partir de "Latin Banking Guide and Directory", *Latin Finance*, publicaciones de agosto (1997–2003).

[13] Carvalho, Studart y Alves (2002). Belaisch (2003) brindan una visión más pesimista respecto de la eficiencia de los bancos de Brasil.

financiera se estimuló el interés en los mercados de capitales de Brasil, en especial en el mercado de acciones, y el número de fondos de inversión se incrementó considerablemente. Como consecuencia de ello, los activos administrados por los inversionistas institucionales, sobre todo los fondos mutuos y los de pensión, aumentaron sensiblemente y lo mismo ocurrió con la liquidez en los mercados secundarios.

En la mayoría de los casos, la expansión sostenible de los mercados secundarios se traduce en la expansión de los mercados primarios, que son la fuente de nuevo financiamiento. Los mercados secundarios exhibieron una expansión importante hasta el año 1988, y esta estimuló el incremento del tamaño de los mercados primarios. Sin embargo, esta tendencia se revirtió a partir de la crisis de 1988 en Rusia y hasta el año 2002. Si bien en 1999 se recuperó la capitalización del mercado bursátil, cayeron las emisiones y hasta la cantidad de empresas inscritas, dado que las empresas grandes, incluso algunas de las que se habían privatizado hacía poco, comenzaron a emitir en el exterior. El desempeño volátil de los mercados secundarios, a su vez, fue uno de los factores fundamentales para explicar la reducción en la cantidad de empresas inscritas en el mercado bursátil nacional.

En el cuadro 8.3 se brinda información sobre el tamaño de los mercados de acciones y de bonos del año 1992 al año 2003. En marcado contraste con el sector bancario, tanto las acciones como los bonos se incrementaron desde principios de los años noventa, si bien se redujeron en el período 1999–2002. En el correr de los 11 años posteriores a 1992, la capitalización del mercado de valores se cuadruplicó en términos de dólares nominales, mientras que los bonos en circulación crecieron aun más rápidamente: se multiplicaron por trece en el mismo período, lo cual constituye un incremento destacado. Los dos mercados representan actualmente el 48% y el 61% del PIB, respectivamente, mientras que los créditos bancarios representan solo el 25%. El sólido desempeño de los bonos, sin embargo, se concentró principalmente en la deuda gubernamental emitida para financiar los grandes déficit. En 1992, los valores gubernamentales representaban un 42% del total, pero en el año 2003 la proporción había alcanzado el 82%. Esta situación recuerda la de México, pero es muy diferente a la de Chile, donde el superávit del gobierno dejó lugar para que el sector privado obtuviera dinero tanto por medio de los bancos como de los mercados de bonos.

Cuadro 8.3
BRASIL: MERCADOS DE ACCIONES Y BONOS, 1992–2003
(*Porcentaje del PIB)*

Año	Mercado de acciones [a]	Bonos [b]	Gubernamentales	Corporativos [c]	Total
1992	11,6	4,5	1,9	2,6	16,0
1993	22,7	17,7	13,2	4,4	40,4
1994	34,7	31,7	18,6	13,1	66,4
1995	21,0	32,8	21,3	11,5	53,8
1996	28,0	38,3	28,1	10,2	66,3
1997	31,6	42,6	32,7	9,9	74,3
1998	20,4	49,6	36,3	13,3	70,0
1999	43,1	55,6	45,1	10,5	98,7
2000	37,6	49,6	41,3	8,2	87,1
2001	36,6	61,3	51,5	9,9	97,9
2002	26,9	45,9	37,0	8,9	72,8
2003	47,6	61,0	50,1	10,8	108,6

Fuente: Standard and Poor's (2000, 2005) para el mercado de acciones; Banco de Pagos Internacionales (BPI) [en línea] <http://www.bis.org/statistics/qcsv/anx16a.csv> para los bonos totales y gubernamentales, <http://www.bis.org/statistics/qcsv/anx16b.csv> para los bonos corporativos.

[a] Capitalización del mercado.
[b] Bonos en circulación de los sectores público y privado.
[c] Bonos en circulación de los sectores corporativo y financiero.

En el cuadro 8.4 se destacan otras características de ambos mercados. El número de empresas que cotizaban en la bolsa de valores de Brasil exhibió tendencias semejantes a las que se identificaron anteriormente. El número de empresas que dejó de cotizar superó ampliamente el de empresas que comenzaron a hacerlo, por lo que el número de empresas inscritas cayó abruptamente de 543 en 1995 a tan solo 367 en el año 2003. Esto se debió en parte a la nueva ley que permitió a las empresas cotizar en el exterior, pero probablemente la causa principal fue la difícil etapa por la que atravesaba la economía. Al mismo tiempo, la capitalización del mercado aumentó de 148.000 millones de dólares en 1995 a 235.000 millones en el año 2003, por lo que la BOVESPA se convirtió en la bolsa de valores que ocupaba el vigésimo lugar en el mundo por su tamaño y el séptimo entre las economías emergentes (Standard and Poor's, 2005).[14] El coeficiente de transacciones, que habitualmente se emplea como medida de la liquidez de los mercados, exhibió grandes fluctuaciones pero cayó en términos generales luego de fines de los años noventa. Al igual que en el resto de América Latina, este coeficiente era bajo en Brasil, comparado con otras regiones del mundo.

[14] Las economías emergentes con bolsas de valores de mayor tamaño eran China, Corea, Hong Kong (región administrativa especial de China), India, Sudáfrica y provincia china de Taiwán.

Cuadro 8.4
BRASIL: CARACTERÍSTICAS DE LOS MERCADOS DE ACCIONES Y BONOS, 1995–2003

Año	Mercado de acciones					Mercado de bonos[c]		
	Número de empresas registradas	Número de nuevas emisiones	Valor de las nuevas emisiones [a]	Capitalización de mercado [a]	Coeficiente de transacciones [b]	Número de nuevas emisiones	Valor de las nuevas emisiones [a]	Bonos en circulación [a]
1995	543	31	2,1	147,6	47,9	93	7,5	81,2
1996	551	24	9,2	217,0	61,1	99	8,3	78,0
1997	536	23	3,7	255,5	85,5	57	7,0	75,8
1998	527	20	3,5	160,9	71,0	62	8,4	102,1
1999	478	10	1,5	228,0	53,0	38	3,6	53,1
2000	459	6	0,7	226,2	43,5	42	4,8	46,2
2001	428	6	0,6	186,2	34,5	41	6,6	47,3
2002	399	4	0,4	123,8	32,0	25	4,7	39,5
2003	367	2	0,2	234,6	32,4	17	1,8	50,6

Fuente: Standard and Poor's (2000, 2005) para el número de empresas registradas, la capitalización de mercado y el coeficiente de transacciones; Comisión de Valores (CVM) [en línea] <http://www.cvm.gov.br> para las nuevas emisiones; Banco de Pagos Internacionales (BPI) [en línea] <http://www.bis.org/statistics/qcsv/anx16b.csv> para los bonos en circulación.

[a] Miles de millones de dólares.
[b] Valor comercializado dividido por la capitalización del mercado (porcentaje).
[c] Solo bonos corporativos.

La capitalización del mercado accionario y los bonos en circulación son el resultado de cambios a lo largo del tiempo. La capitalización del mercado es una combinación de nuevas emisiones y de variaciones en los precios; estas últimas fueron considerablemente más importantes que las primeras. Las nuevas emisiones fueron bastante sólidas a mediados de los años noventa, con un promedio de 4.600 millones de dólares y 25 emisiones nuevas por año en el período 1995-1998, pero cayeron a partir de ese último año. La situación en relación con los bonos era muy semejante, dado que tanto el número como el volumen de las nuevas emisiones cayeron del período 1995–1998 al período 1999–2003.[15] Sin embargo, el aumento del índice de precios de la BOVESPA en el año 2003 y los factores nacionales e internacionales que lo causaron parecen haber provocado nuevas emisiones, dado que el desempeño de ambos mercados en el año 2004 exhibió una recuperación apreciable.[16]

Uno de los principales factores que estimulan a los mercados de capitales es el crecimiento de los inversionistas institucionales, según ilustra

[15] Las nuevas emisiones solo incluyen los bonos corporativos (*debentures*).
[16] Se realizaron 9 emisiones nuevas de acciones en el año 2004 por un total de 2.100 millones de dólares y se emitieron 37 bonos nuevos por 3.300 millones; sobre la base de los datos de la Comisión de Valores (CVM) [en línea] <http://www.cvm.gov.br>.

el caso de Chile y, cada vez más, el de México. Brasil difiere de los otros dos países en que no ha privatizado su sistema de seguridad social. A pesar de ello, sí cuenta con fondos de pensión complementarios, los cuales han acumulado un volumen bastante grande de activos que han desempeñado un papel importante en los mercados de capitales en los últimos años. En Brasil, los fondos mutuos son aún más importantes que los fondos de pensión. Los cálculos presentados en el cuadro 8.5 indican que estos fondos institucionales habían superado el 35% del PIB (160.000 millones de dólares) en el año 2002. Los fondos mutuos representaban el 62% del total, los fondos de pensión el 30% y las reservas de seguros el resto.

Cuadro 8.5
BRASIL: ACTIVOS DE INVERSORES INSTITUCIONALES, 1980–2002
(Porcentaje del PIB)

Año	Fondos mutuos	Fondos de pensión de empresas	Fondos de seguro privados	Total
1980	0,3	0,6	0,2	1,1
1985	1,7	2,6	0,5	4,8
1990	0,2	2,8	0,0	3,0
1995	11,1	8,4	1,2	20,7
2000	25,2	11,1	2,5	38,8
2002	21,7	10,4	3,0	35,1

Fuente: Armijo y Ness (2004).

En julio de 1995, la Comisión de Valores de Brasil impuso varias trasformaciones regulatorias en relación con los fondos mutuos, al establecer altos requisitos de reserva para la tenencia de activos de corto plazo y estimular las operaciones de plazos más largos mediante la eliminación o la imposición de requisitos de reserva bajos. Al mismo tiempo, se crearon los fondos de inversión financiera de ingresos fijos con cuatro estructuras de vencimiento diferentes: tres con plazos mínimos de 30, 60 y 90 días, y uno sin plazo mínimo. El reciente crecimiento de los fondos mutuos fue extraordinario: su participación en el total de activos de los inversionistas institucionales era de solo un 5% en 1990, pero se incrementó continuadamente hasta alcanzar un 62% en el año 2002. Sin embargo, la orientación de corto plazo que tienen estos fondos perjudica su capacidad para sustentar la inversión del sector privado. Sus tenencias de valores corporativos, que había aumentado de un 6% del total de su cartera en el año 1994 a un 13% en 1997, disminuyeron a un 5% en el año 2002. Por otra parte, sus tenencias de deuda pública federal aumentaron del 21% al 55% en el período 1994–2002 (véase el cuadro 8.6).

Cuadro 8.6
BRASIL: TAMAÑO Y ASIGNACIÓN DE CARTERAS DE FONDOS MUTUOS, 1991–2002
(Porcentaje)

Año	Deuda gubernamental	Certificados de depósito	Títulos a corto plazo	Acciones y bonos corporativos	Otro	Total
1991	17	21	6	0	56	100
1992	24	17	2	0	57	100
1993	31	47	2	11	10	100
1994	21	43	2	6	29	100
1995	29	26	16	6	23	100
1996	36	12	28	5	19	100
1997	37	12	23	13	15	100
1998	63	7	11	10	9	100
1999	70	6	9	10	5	100
2000	68	5	12	3	11	100
2001	62	7	13	4	13	100
2002	55	6	21	5	14	100

Fuente: Banco Central de Brasil [en línea] <http://www.bcb.gov.br/?timeseriesen>.

Los fondos privados de pensión también exhibieron un importante crecimiento en la década de 1990. Estos fondos se crearon formalmente en 1977, cuando la legislación posibilitó la creación de programas de pensiones complementarios.[17] En ese entonces se definieron legalmente dos tipos de fondos de pensión: abiertos y cerrados. Los fondos abiertos funcionan como administradores de ahorros de particulares y obtienen sus fondos por medio de la emisión de pólizas de pensión completamente financiadas. Los fondos de pensión cerrados son provistos por las empresas, que administran los aportes realizados por los empleados y empleadores para brindarles otras pensiones además de las del Instituto Nacional del Seguro Social (INSS). Algunos son fondos de beneficios definidos y otros son fondos de aportes definidos.

En el año 1994 se produjo una reforma trascendental en la regulación, cuando el banco central estableció límites superiores (en lugar de límites inferiores) para la asignación de las inversiones de los fondos de pensión. Con esta modificación regulatoria se intentaba incrementar la flexibilidad y en especial estimular un desplazamiento de las inversiones

[17] La idea fundamental detrás de esta modificación reglamentaria era promover una transformación fluida de un sistema basado en la retención a un sistema privado de pensión totalmente financiado. Esta transición suponía que los empleados que adherían a los planes privados de pensión recibirieran dos pensiones cuando se jubilaran: una del sector público (Instituto Nacional del Seguro Social, INSS) y otra de un fondo privado de pensión. Para obtener información general acerca de los fondos de pensión de Brasil, véase Studart (2000).

en activos tradicionales, como los bonos gubernamentales y los bienes raíces, hacia inversiones en valores corporativos.

A fines del año 2000, los activos de los fondos de pensión habían ascendido a un total de 66.500 millones de dólares, cifra que cayó a 48.000 millones en el año 2002. Además de su volumen, que representaba el 10% del PIB, la asignación de las inversiones es muy importante. Hay más información disponible acerca de los fondos cerrados que de los abiertos. Las asignaciones de los fondos cerrados a títulos de ingreso fijo, en su mayoría bonos del gobierno, se incrementó del 16% de sus inversiones totales en el año 1994 al 57% en el año 2002. Las acciones cayeron de un 39% a un 29% en el mismo período, y otros instrumentos (como los bienes raíces y los depósitos a plazo) también sufrieron una considerable reducción. Las reservas de las empresas de seguros y de los fondos abiertos de pensión estaban aún más concentradas en los títulos gubernamentales (OCDE, 2005, pp. 71-75).[18] La causa principal de estas modificaciones es la diferencia en el rendimiento de estos activos. Mientras que el gobierno pagaba altas tasas de interés sobre sus bonos, el rendimiento en el mercado de valores era mediocre, especialmente después de 1999.

El financiamiento internacional

Los mercados financieros internacionales, que incluyen los préstamos bancarios, los bonos y las acciones, están íntimamente relacionados con los mercados nacionales de capital. Como ocurre en otros países, son los mismos actores, una proporción muy pequeña del total de empresas en Brasil, los que tienen acceso a ambos. Las empresas brasileñas siempre habían exhibido una menor disposición a involucrarse en los mercados internacionales que las empresas chilenas o mexicanas, pero esa tendencia comenzó a revertirse en la década pasada. Las modificaciones legales mencionadas anteriormente, que otorgaron a los inversionistas extranjeros un mayor acceso a los mercados brasileños, constituían una condición necesaria, pero no suficiente, para lograr una mayor participación. Otros prerrequisitos incluían la estabilidad macroeconómica, mejores instituciones y, sobre todo, la posibilidad de obtener rendimientos altos.

El capital extranjero ingresó a Brasil a través de cuatro canales principales: los préstamos bancarios a prestatarios brasileños (de las casas centrales de los bancos o de sus subsidiarias locales), la adquisición de emisiones de bonos ofrecidas en mercados extranjeros, la adquisición de ADR o GDR y la inversión en el mercado de valores de Brasil. En el cuadro

[18] En Brasil no se permite a los fondos de pensión invertir en el exterior.

8.7 se informa acerca de los primeros tres; la información cronológica sobre el cuarto canal no es suficiente para incluirlo en el cuadro.

Cuadro 8.7
BRASIL: FINANCIAMIENTO INTERNACIONAL, 1990–2003
(Porcentaje del PIB)

Año	Bancos [a]	Bonos [b]	ADR [c]	Total
1990	12,0	0,1	0,0	12,1
1991	12,0	0,2	0,0	12,2
1992	13,1	1,1	0,0	14,2
1993	12,4	2,2	0,0	14,6
1994	9,2	2,3	0,2	11,7
1995	8,2	2,4	0,2	10,8
1996	8,8	3,5	0,2	12,5
1997	9,4	4,5	0,5	14,4
1998	9,0	5,1	0,5	14,6
1999	12,0	8,4	0,8	21,2
2000	11,2	9,3	1,2	21,7
2001	13,5	12,4	1,7	27,6
2002	11,5	15,2	2,1	28,8
2003	11,5	17,9	2,0	31,4

Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BIS) [en línea] <http://www.bis.org/statistics/hcsv/hanx9a_for.csv> para los préstamos bancarios, <http://www.bis.org/statistics/qcsv/anx12a.csv> para los bonos; Fondo Monetario Internacional (FMI), datos sin publicar y *Global Financial Stability Report* (septiembre de 2004) para los recibos de depósito americanos (ADR).

[a] Créditos de bancos internacionales.
[b] Bonos en circulación en mercados extranjeros e internacionales.
[c] Emisiones acumulativas de ADR desde 1991.

La primera manera de ingresar a los mercados internacionales en el período de la posguerra fue mediante préstamos bancarios sindicados que adquirieron importancia en Brasil en los años setenta y, con el tiempo, condujeron a la crisis de la deuda externa ocurrida en los años ochenta. Sin embargo, en el período que se extiende de 1990 al 2003, los préstamos bancarios internacionales se estancaron; al final del período representaban solo el 11,5% del PIB. Los bonos crecieron mucho más rápidamente, pero partieron de una base muy baja. Superaron a los préstamos en el año 2003, cuando representaban el 18% del PIB. La mayor parte de los bonos y algunos de los préstamos fueron emitidos por el gobierno, nuevamente como parte de estrategias de financiamiento de los déficit. En el año 2003, el 18% de los préstamos internacionales y el 52% de los bonos

internacionales correspondían a la deuda del gobierno.[19] Tanto las empresas públicas como las privadas emitieron ADR, que también se incrementaron en los últimos años. El mayor emisor individual fue Petrobras, la empresa petrolera estatal, que representaba más de un tercio del total. La inversión extranjera en la bolsa de valores alcanzó un promedio de un 25% del total de las transacciones en los últimos años. En el año 2003, se registró un flujo neto de capital entrante de 2.500 millones de dólares, la cifra más grande en la historia de la BOVESPA (BOVESPA, 2004, p.19).

Financiamiento, inversión y crecimiento

La elogiada economía de Brasil, que en los primeros años del período de posguerra creció con la velocidad suficiente para convertirse en la octava economía del mundo por su tamaño, sufrió una considerable desaceleración a principios de los años ochenta. Varios factores contribuyeron a dicha desaceleración; uno de ellos fue la baja tasa de inversiones. El razonamiento del que se parte en este estudio es que los incentivos problemáticos para el sistema financiero desempeñaron un importante papel en el descenso de las inversiones y contribuyeron a la disminución de las tasas de crecimiento. En general, el financiamiento para el sector corporativo es bajo; en el año 2003 representaba aproximadamente el 94% del PIB (véase el cuadro 8.8). Esta cifra es mayor que la de México (43%), pero mucho menor que la de Chile (207%). Las características del financiamiento corporativo también son diferentes a las de los otros dos países. El financiamiento bancario aporta solo un pequeño porcentaje y los bancos públicos siguen desempeñando un papel inusualmente preponderante. El tamaño de los mercados de capitales es relativamente grande en su conjunto, si bien la mayor parte del segmento de los bonos sirve para financiar los déficit gubernamentales. El financiamiento internacional, a su vez, se ubica por detrás de las fuentes nacionales en relación con el financiamiento del sector privado.

[19] Calculado a partir de los datos del sitio web del Banco de Pagos Internacionales. Para obtener información acerca de la emisión de bonos internacionales, véase [en línea] <http://www.bis.org/statistics/qcsv/anx12.csv>; para obtener información acerca de los préstamos bancarios internacionales, véase [en línea] <http://www.bis.org/statistics/hcsv/panx9a.csv>.

Cuadro 8.8
BRASIL: FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR CORPORATIVO, 1992-2003
(*Porcentaje del PIB*)

Año	Financiamiento nacional			Financiamiento internacional			Total
	Préstamos [a]	Bonos [a]	Capitalización del mercado de acciones	Préstamos[a]	Bonos[a]	Acciones [b]	
1992	20,0	2,6	11,6	3,7	n.d.	0,0	37,9
1993	21,9	4,4	22,7	3,9	0,9	0,0	53,8
1994	26,6	13,1	34,7	3,5	0,8	0,2	78,8
1995	30,6	11,5	21,0	3,3	0,7	0,2	67,2
1996	27,3	10,2	28,0	3,7	1,3	0,2	70,8
1997	25,7	9,9	31,6	4,3	1,7	0,5	73,7
1998	26,4	13,3	20,4	4,5	1,7	0,5	66,8
1999	25,9	10,5	43,1	6,5	2,3	0,8	89,0
2000	25,9	8,2	37,6	6,2	2,1	1,2	81,2
2001	26,5	9,9	36,6	8,0	2,4	1,7	85,1
2002	25,2	8,9	26,9	7,7	2,3	2,1	73,1
2003	23,6	10,8	47,6	6,7	2,8	2,0	93,5

Fuente: cuadro 8.1 para los préstamos bancarios; cuadro 8.3 para los bonos corporativos y la capitalización del mercado de acciones; Banco de Pagos Internacionales (BPI) [en línea] <http://www.bis.org/statistics/hcsv/hanx9a_priv.csv> para los préstamos internacionales, <http.www.bis.org/statistics/qcsv/anx12c.csv> para los bonos internacionales; cuadro 8.7 para las acciones internacionales.

n.d. No hay datos.

[a] Solo para el sector privado.
[b] Recibos de depósito americanos (ADR).

Los créditos bancarios

Para evaluar la relación entre el financiamiento y el crecimiento en Brasil, primero hay que enfatizar que el monto de créditos que se brinda al sector privado es muy pequeño. Hay por lo menos tres factores que explican la escasez de créditos en el caso de Brasil. El primero es el contexto en el cual se han otorgado los préstamos durante los últimos 15 años. La inestabilidad macroeconómica, que incluyó los grandes déficit gubernamentales, las altas tasas de interés y el desarrollo volátil, era una de las causas fundamentales de los problemas. Estos problemas no acabaron luego del eficaz programa de estabilización aplicado en 1994. La incertidumbre continuó, aunque de una manera diferente. De 1995 al 2005 hubo importantes *shocks* políticos y económicos. El crecimiento siguió siendo volátil y los agentes económicos no tenían seguridad acerca de los tipos de políticas que se adoptarían. El deficiente marco institucional produjo una incertidumbre adicional con respecto a la protección de los derechos de propiedad y el cumplimiento judicial. A consecuencia de ello, el crédito no solo era bajo, sino que sufrió un descenso continuo desde el nivel más alto alcanzado en 1995. Solo a partir de mediados del año 2003

comenzó a incrementarse nuevamente y aún resta ver si esta nueva tendencia perdurará en el tiempo.

Una segunda causa del escaso volumen de financiamiento está relacionada con un aspecto particular del contexto macroeconómico: las altas tasas y márgenes de interés. Kumar elabora una medida subjetiva de este problema y luego recurre a una base de datos del Banco Mundial acerca de las condiciones de los créditos para evaluarla. Si bien informa que la percepción de las empresas brasileñas respecto de las condiciones generales de créditos es que las mismas no son peores que las de la mayoría de las economías en desarrollo, lo que sí distingue al contexto brasileño son las quejas sobre las altas tasas de interés (Kumar, 2005, cap. I). Esta percepción es un reflejo totalmente preciso de la realidad, dado que las tasas y márgenes de interés han sido, y siguen siendo, extraordinariamente altos en Brasil. En el cuadro 8.9 se brinda información acerca de las tasas nominales y reales para préstamos al sector privado y del margen entre las tasas de los préstamos y los depósitos en el período 1997-2003. Del año 2000 al año 2003 las tasas reales para dichos préstamos se situaban en aproximadamente un 50% al año, mientras que los márgenes superaban los 40 puntos porcentuales.[20] Los datos que figuran en el cuadro también confirman la creciente eficiencia y rentabilidad de los bancos en los últimos años, lo cual en parte es reflejo de los altos márgenes de interés. A la luz de estos hechos, el crédito otorgado por los bancos públicos brinda una ventaja mayor a los clientes, dado que prestan a tasas muy subsidiadas. Por ejemplo, la tasa nominal de préstamos a largo plazo del BNDES en el año 2003 era del 11%.[21]

[20] Se han realizado grandes esfuerzos para explicar los altos márgenes. Diferentes estudios identifican como parte de la explicación a los costos administrativos, la compensación por el riesgo crediticio y por otros tipos de riesgo, los altos requisitos de reserva, los impuestos y las ganancias de los bancos. Véase, por ejemplo, Banco Central de Brasil (2003). Se destaca especialmente el impuesto elevado sobre las transacciones financieras; véanse Albuquerque (2001); Coelho, Ebril y Summers (2001); Koyama y Nakane (2001).

[21] Véase BNDES [en línea] <http://www.bndes.gov.br>. Esta tasa se conoce como la TJLP (*taxa de juros de longo prazo*).

Cuadro 8.9
BRASIL: INDICADORES DE DESEMPEÑO PARA EL SISTEMA BANCARIO, 1997-2003
(Porcentaje)

Año	Coeficiente de préstamos [a]	Tasa nominal de préstamo [b]	Tasa real de préstamo [c]	Margen [d]	Coeficiente de eficiencia [e]	Retorno sobre capital [f]	Retorno sobre activos [g]	Cartera vencida [h]
1997	31,5	78,2	73,5	53,8	88,5	n.d.	n.d.	n.d.
1998	29,1	86,4	83,2	55,4	83,2	7,4	0,6	10,2
1999	28,1	80,4	75,5	54,4	83,5	18,9	1,6	8,7
2000	27,2	56,8	49,8	39,6	85,9	11,3	1,0	8,4
2001	27,4	57,6	50,8	39,8	86,9	2,4	0,2	5,7
2002	26,0	62,9	54,4	43,7	76,1	20,8	1,9	5,3
2003	24,5	67,1	52,4	45,1	59,7	21,0	1,9	5,7

Fuente: Cuadro 8.1 para los préstamos como porcentaje del PIB; Fondo Monetario Internacional (FMI), *Global Financial Stability Report* (septiembre de 2004) para el retorno sobre capital, el retorno sobre activos y la cartera vencida; Fondo Monetario Internacional (FMI), *Internacional Financial Statistics Yearbook* (2004) para las tasas nominales y reales de préstamos y depósitos; *Latin Finance* (ejemplares de agosto) para el coeficiente de eficiencia.

n.d. No hay datos.

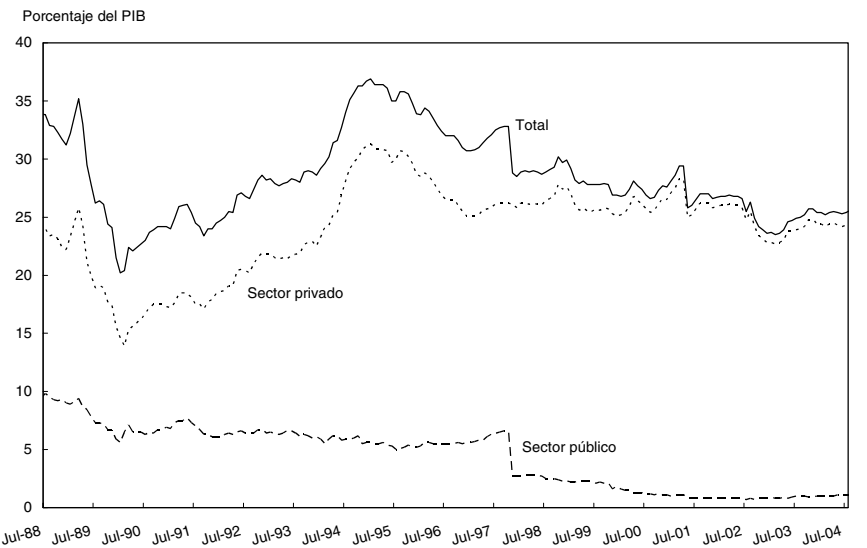
[a] Préstamos como porcentaje del PIB.
[b] Tasa de interés promedio para préstamos a corto y mediano plazo al sector privado.
[c] Tasa nominal de interés para préstamos deflactada por el índice de precios al consumidor.
[d] Diferencia entre la tasa nominal para préstamos y la tasa para depósitos.
[e] Gastos operativos como porcentaje del margen operativo bruto.
[f] Beneficios como porcentaje del capital.
[g] Beneficios como porcentaje de los activos.
[h] Cartera vencida como porcentaje de los préstamos.

Una tercera explicación del bajo nivel de créditos establece un paralelismo con un problema semejante en México donde hubo una devastadora crisis que llevó a la quiebra a la mayor parte de las instituciones financieras. La manera particular en que se resolvió esta crisis, mediante el suministro a los bancos de valores gubernamentales bien remunerados a cambio de la cartera vencida, limitó la iniciativa de los bancos para otorgar préstamos. En Brasil, a pesar de la ausencia de una crisis importante, la necesidad de financiar los déficit gubernamentales provocó un fenómeno semejante. Cuando no se pudo seguir financiando los déficit por medio de instrumentos inflacionarios, las autoridades comenzaron a emitir grandes cantidades de bonos bien remunerados que limitaron el incentivo de los bancos para otorgar préstamos. Esta tendencia se verificó especialmente en el caso de los bancos nacionales privados y de los bancos extranjeros; los bancos públicos siguieron una lógica diferente, al menos hasta cierto punto.[22]

[22] Gottschalk y Sodré (2005) sugieren que las normas de Basilea también pueden haber desempeñado un papel en la disminución del crédito ocurrida a partir del año 1994. Sobre todo, la ponderación de riesgo 0% para los préstamos del sector público los han

El volumen de créditos para el sector privado tuvo un comportamiento muy errático. La expansión del crédito fue importante en el período de alta inflación que se extendió de 1990 a 1994, siendo estimulada por el crecimiento económico relativamente alto ocurrido luego de la "década perdida" de los años ochenta. De 1994 a 1997, luego de la exitosa estabilización, el crédito privado cayó casi simétricamente respecto de la expansión que se había registrado en los cuatro años anteriores. A partir del año 1997, esta tendencia sufrió pronunciadas fluctuaciones, debido a la creciente incertidumbre que rodeaba a la economía brasileña. Recién a partir de mediados del año 2003 el crédito al sector privado comenzó a crecer nuevamente, como se muestra en el gráfico 8.2.

Gráfico 8.2
BRASIL: CRÉDITO AL SECTOR PÚBLICO Y PRIVADO, 1988–2004



Fuente: Banco Central de Brasil [en línea] <http://www.bcb.gov.br/?timeseriesen>.

A continuación se analiza quién estaba suministrando crédito al sector privado, las características de dicho crédito y su relación con la inversión. En el cuadro 8.10 se comienza por desagregar los datos acerca

tornado atractivos para los bancos independientemente de las altas tasas de interés sobre la deuda gubernamental.

de los préstamos bancarios que figuran en el cuadro 8.8, para identificar los aportes relativos de los bancos públicos y privados desde el año 1995. Ese período de diez años se divide en dos subperíodos claramente definidos: de 1995 al 2000 y del 2001 al 2004. En ambos casos, la mayor parte del crédito disponible correspondía a los bancos privados, pero su participación registró un abrupto incremento después del año 2000, al aumentar de un promedio del 53% al 64%. Además, el crédito procedente de los bancos privados exhibió un pequeño incremento como porcentaje del PIB: del 14% en el primer subperíodo al 16% en el segundo. Los bancos públicos, por el contrario, registraron una caída del 47% al 36% en su participación en el total de los créditos al sector privado, al mismo tiempo que el volumen cayó de casi un 13% del PIB a solo un 9%.[23] El crédito total cayó dos puntos porcentuales entre los dos períodos.[24]

Cuadro 8.10
BRASIL: CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO DE BANCOS PRIVADOS Y PÚBLICOS, 1995–2004
(Porcentaje de PIB y porcentaje)

Año	Crédito de bancos privados		Crédito de bancos públicos		Crédito total	
	Porcentaje del PIB	Porcentaje del total	Porcentaje del PIB	Porcentaje del total	Porcentaje del PIB	Porcentaje del total
1995	15,9	52	14,7	48	30,6	100
1996	14,5	53	12,8	47	27,3	100
1997	13,9	54	11,8	46	25,7	100
1998	13,6	52	12,8	48	26,4	100
1999	13,5	52	12,4	48	25,9	100
2000	13,9	54	12,0	46	25,9	100
2001	17,1	65	9,4	35	26,5	100
2002	16,5	65	8,7	35	25,2	100
2003	14,8	63	8,8	37	23,6	100
2004	15,4	63	9,1	37	24,5	100

Fuente: Banco Central de Brasil [en línea] <http://www.bcb.gov.br/?timeseriesen>.

Los bancos públicos y privados no solo exhiben diferencias cuantitativas sino cualitativas. En particular, los bancos privados otorgan principalmente capital de trabajo a corto plazo, mientras que los bancos

[23] Una de las causas de la caída en el crédito otorgado por el sector público estaba vinculada con la reestructuración de los bancos propiedad del gobierno federal, según la cual se sacaron los créditos de valor dudoso de los balances de los bancos y se transfirieron a una empresa de administración de activos.

[24] Estos datos aún están muy agregados, dado que representan todos los créditos otorgados al sector privado, incluso los créditos al consumo y las hipotecas. El Fondo Monetario Internacional (FMI) estima que el crédito corporativo constituye el 65% del total del crédito al sector privado.

públicos brindan fondos de inversión de largo plazo. Las tasas de interés también son muy diferentes, dado que los bancos privados cobran las tasas extremadamente altas a las que se hizo referencia anteriormente, mientras que los bancos públicos prestan a tasas subsidiadas muy inferiores. La segmentación del mercado es destacada.

Brasil cuenta con un poderoso sector bancario privado, si bien difiere del de los dos países que analizamos anteriormente. En especial, el componente extranjero es mucho más débil que en los otros grandes países de la región. La posibilidad de explotar nichos que los bancos nacionales nunca habían querido atender, como por ejemplo las pequeñas y medianas empresas (pymes), las hipotecas y algún financiamiento de inversiones de largo plazo, atrajo a los bancos extranjeros hacia Brasil, con la esperanza de que contarían con ventajas por su supuesta mayor eficiencia y competitividad. Sin embargo, los bancos privados nacionales contaban con una considerable ventaja competitiva vinculada con las operaciones del tesoro, la tecnología y el acceso a clientes privilegiados. A causa de estas barreras ocultas al acceso, algunos importantes bancos extranjeros abandonaron el mercado de Brasil luego de la crisis de Argentina. Además, aunque se incrementó la participación de los bancos extranjeros en los activos, esto se debió principalmente a la adquisición de bancos con un alto apalancamiento de préstamos (Carvalho, Studart y Alves, 2002). En general, los bancos extranjeros tendieron a imitar a sus colegas nacionales en lo que respecta al otorgamiento de cantidades limitadas de préstamos de corto plazo, al tiempo que obtenían grandes ganancias mediante la tenencia de títulos gubernamentales.

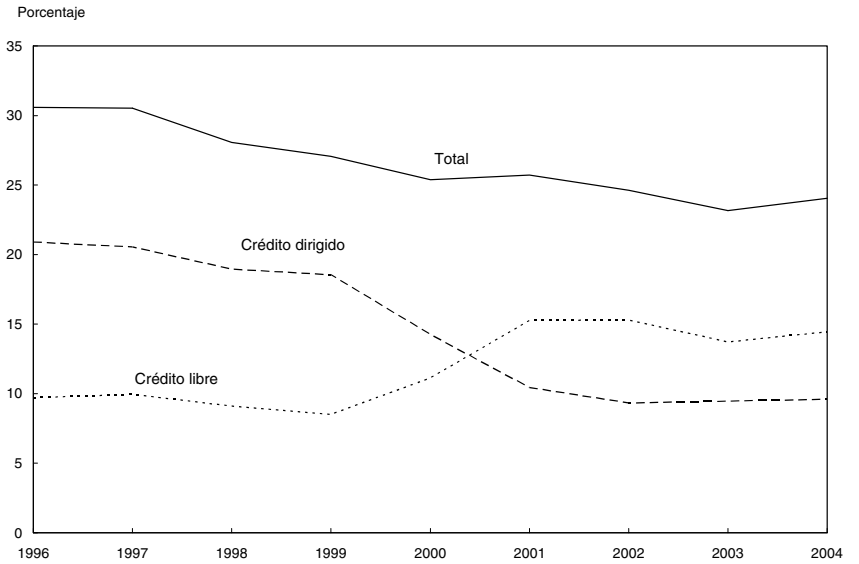
Contrariamente a lo que se preveía, los bancos públicos siguen desempeñando un papel fundamental en Brasil. Tanto el gobierno como aquellos que apoyaban las reformas en los años noventa creían que las transformaciones revolucionarían el mercado crediticio. Preveían, sobre todo, la incursión de bancos extranjeros que expandirían considerablemente el crédito y ampliarían el acceso para integrar a aquellos que habitualmente quedaban excluidos, como por ejemplo las pymes y los hogares más pobres. También asumían que el sector público bancario continuaría reduciéndose por ser menos competitivo que los bancos privados, especialmente los extranjeros. Pero los resultados terminaron siendo diferentes a lo previsto y los bancos públicos siguen desempeñando un papel fundamental.

Pueden identificarse por lo menos dos factores que explican esta tendencia imprevista. En primer lugar, los bancos comerciales públicos que quedaban se sometieron a importantes reformas internas que les permitieron incrementar rápidamente su competitividad, por lo cual pudieron emparejar la situación entre ellos y los bancos privados.[25] En segundo lugar, la situación macroeconómica sigue haciendo que las operaciones de corto plazo (en especial las operaciones del tesoro, pero también los créditos) sean muy rentables. Las instituciones financieras privadas nunca contaron con los incentivos adecuados para incursionar en mercados más riesgosos, lo cual creó un nicho protegido para los bancos públicos especializados. Los bancos públicos siguen siendo los principales intermediarios del financiamiento de largo plazo en el país: la Caixa Econômica Federal financia las hipotecas; el Banco do Brasil financia las inversiones y los cultivos de las empresas agropecuarias; y el BNDES financia una gama de emprendimientos de largo plazo, desde inversiones industriales y de infraestructura, a programas de las pymes y proyectos sociales.

La intervención pública en el sistema de crédito de Brasil funcionó de dos maneras interrelacionadas. Por una parte, los bancos públicos otorgaron préstamos a diversos grupos de clientes que se les habían asignado para financiar. Por otra parte, también se exigía que los bancos privados trabajaran para promover el cumplimiento de ciertas metas nacionales o sociales. Si bien estos montos eran grandes al comienzo, el crédito dirigido cayó en forma continua, aunque fue solo hace poco tiempo que se lo sustituyó por el crédito "libre". El requisito que exigía al sector privado asignar parte de su financiamiento a sectores específicos se limita actualmente a los créditos rurales y representa una proporción muy pequeña del total de los préstamos. El crédito más selectivo se otorga por medio de la transferencia de fondos especiales, ya sea directamente a través de los principales bancos públicos o mediante la intermediación de instituciones privadas (Morais, 2005, pp. 23–24). Como se muestra en el gráfico 8.3, el crédito libre suplantó al crédito dirigido en el año 2000, mientras que el total de los créditos en su conjunto disminuyó hasta mediados del año 2003.

[25] Para obtener un análisis acerca de la competitividad del Banco do Brasil, véanse John Barham, "Lean, Mean Banking Machine", *Latin Finance*, marzo del 2003, pp. 59-61; Fitch Ratings (2004).

Gráfico 8.3
BRASIL: CRÉDITO DIRIGIDO VS. CRÉDITO LIBRE, 1996–2004



Fuente: Banco Central de Brasil [en línea] <http://www.bcb.gov.br/?timeseriesen>.

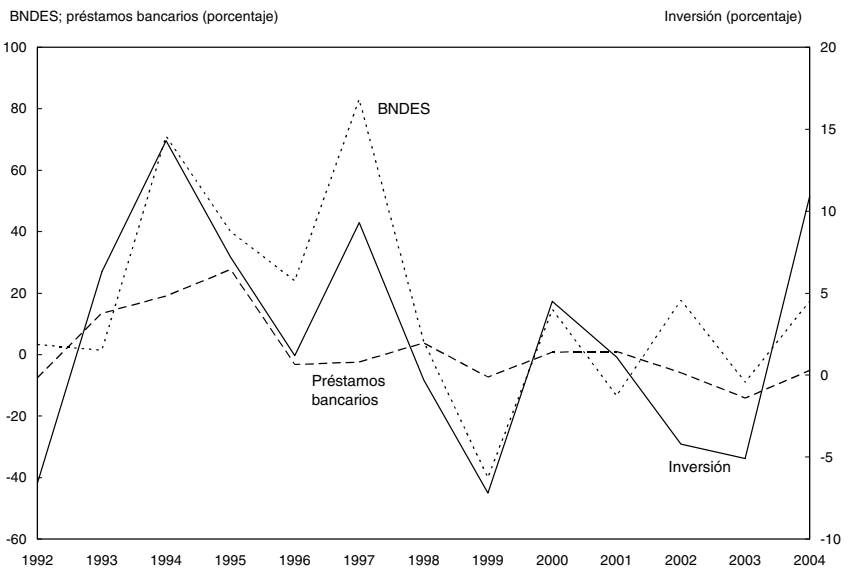
Desde su fundación en el año 1951, el BNDES ha desempeñado un papel especialmente trascendental en relación con el crédito dirigido. Actualmente brinda alrededor de un 60% del financiamiento de largo plazo del país, según el presidente del banco.[26] Las cifras son muy grandes en términos absolutos. El BNDES prestó casi 14.000 millones de dólares en el año 2004, lo cual es mucho más que lo que el Banco Interamericano de Desarrollo prestó en toda América Latina y se acerca a la cifra prestada por el Banco Mundial en todo el mundo. El BNDES se centra en los sectores prioritarios (que según la definición vigente incluyen la infraestructura, la competitividad industrial, las exportaciones, la tecnología y el apoyo a las pymes), brindando aproximadamente la mitad del crédito de manera directa y el resto mediante operaciones de segundo piso. La amplia mayoría (94% en el año 2004) se destina al sector privado, incluso a algunas empresas extranjeras. El BNDES se financia a través de fuentes gubernamentales y presta a tasas muy subsidiadas, por lo que

[26] Alana Gandra, "Chief of BNDES Bank Guarantees Hot Economy for Brazil in Coming Months." *Brazzil Magazine,* 11 de julio de 2005 [en línea] <http://www.BrazzilMag.com>.

disminuye los costos para los prestatarios y ofrece una ventaja competitiva importante a aquellos que tienen acceso.[27]

En el gráfico 8.4 se ilustra la importancia relativa de dicho Banco en el proceso de inversiones al señalar la relación entre la inversión, el crédito bancario total al sector privado y el crédito otorgado por él. Si bien las inversiones y el crédito total siguen un patrón bastante sincronizado, puede observarse una relación particularmente estrecha entre la inversión y el crédito otorgado por el BNDES.[28]

Gráfico 8.4
BRASIL: TASAS DE CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN, LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS Y LOS CRÉDITOS DEL BNDES, 1992–2004



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) [en línea] <http://www.eclac.cl> para la inversión; Banco Central de Brasil [en línea] <http://www.bcb.gov.br/?timeseriesen> para los préstamos bancarios y el crédito del Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES).

[27] Para obtener información acerca del BNDES, véanse Teixeira Torres Filho (2005); Von Mettenheim (2005, cap. 6).

[28] La discrepancia en el año 2002 ocurrió a consecuencia de la inestabilidad del mercado durante la elección presidencial de aquel año. El BNDES intentó apoyar el crecimiento, a pesar de la caída en la inversión.

Los mercados de capitales y el financiamiento internacional

Los mercados de capitales en Brasil aún son débiles y subdesarrollados en comparación con los estándares internacionales, pero han crecido rápidamente desde el exitoso programa de estabilización del año 1994. Además, cuentan con el potencial para convertirse en una fuente más importante de financiamiento de inversiones. Entusiasmado por esta posibilidad, José Luis Osorio, presidente de la Comisión de Valores de Brasil, declaró en el año 2002 que en ese momento había solo dos maneras en las que un brasileño podía convertirse en un gran empresario: o nacer rico o acceder al financiamiento del BNDES; la intención era crear una tercera manera: los mercados de capitales (Armijo y Ness, 2002, p. 18).

Mediante un nuevo análisis de los cuadros 8.3 y 8.4 se pueden apreciar tanto las ventajas como las desventajas que enfrentan los mercados. La capitalización del mercado bursátil es bastante pequeña como proporción del PIB, si bien es grande en términos absolutos. Las emisiones nuevas comenzaron a disminuir a partir del año 1999; está por verse si la mejora observada en el año 2004 perdura en el tiempo. La liquidez también se ha reducido. Uno de los problemas fue el desempeño errático de los mercados secundarios durante toda la década de 1990, al tiempo que los mercados primarios se contrajeron a causa de que varias empresas dejaron de cotizar. Las causas estaban interrelacionadas y surgieron a partir de la pérdida de competitividad de los mercados de capitales nacionales en el proceso de apertura financiera, el cual a su vez fue el resultado de la debilidad inicial de los mercados, de la alta volatilidad y del alto costo de emitir títulos a nivel nacional en comparación con los mercados internacionales. Al mismo tiempo, el potencial de los mercados queda demostrado por un grupo de instrumentos diversos, vinculados con la intermediación de los recursos y con instrumentos de administración del riesgo, como por ejemplo los contratos de derivados.

Los mercados de bonos enfrentan problemas diferentes. Los bonos en circulación son mayores que la capitalización del mercado bursátil, pero la amplia mayoría de las nuevas emisiones y montos en circulación corresponden al gobierno federal y a los gobiernos estatales; las empresas públicas generalmente se clasifican con las empresas privadas. Solo aproximadamente un sexto de los bonos en circulación fueron emitidos por empresas privadas no financieras, y esta proporción se redujo luego de la estabilización. Su desplazamiento del mercado por parte del gobierno tuvo implicaciones claramente negativas para la inversión y el crecimiento del sector privado. El número y el volumen de las nuevas emisiones cayeron en el mercado de bonos de la misma manera que

ocurrió en el mercado bursátil, aunque también en el caso de bonos en el año 2004 comenzó una recuperación tentativa.

Además de la volatilidad macroeconómica, las precarias condiciones institucionales enlentecieron la expansión de los mercados de capitales brasileños. En el capítulo 3 se mostraron los puntajes relativamente bajos obtenidos por Brasil en los indicadores habitualmente utilizados para medir las instituciones, en particular el estado de derecho y el control de la corrupción. Pinheiro y Cabral (2001) analizan los problemas que enfrenta un poder judicial débil para hacer cumplir la ley. Mediante el empleo de la variación en el tamaño de los mercados financieros en los diferentes estados brasileños, concluyen que la aplicación de las reglas vigentes está estrechamente relacionada con el volumen del crédito, aun después de tomar en cuenta el tamaño del PIB de los estados. Armijo y Ness (2002, 2004) documentan los problemas relacionados con el gobierno corporativo y examinan quiénes son los actores que impulsan las mejoras, si bien, según señalan, no se ha llegado a un consenso sobre el significado de este término. Mencionan dos razones por las cuales se produjo la reforma. En primer lugar, la percepción de que en un país hay un buen nivel de gobierno corporativo puede incrementar la inversión extranjera. En segundo lugar, las empresas familiares tradicionales, que le temen a la pérdida de control que podría acaecer si se otorgan mayores derechos a los accionistas minoritarios y se alcanza una mayor transparencia, de cualquier manera están utilizando una versión del gobierno corporativo para defender sus propios intereses. Los inversionistas institucionales aún tienen un papel fundamental que desempeñar en la promoción el gobierno corporativo en Brasil.

La aprobación de la nueva ley de empresas en el año 2001, que modificaba la ley del año 1976, constituyó un avance importante hacia el mejoramiento del contexto legal en Brasil. Con esta ley se modernizó el marco para las empresas al conceder más derechos a los accionistas minoritarios, mejorar el gobierno corporativo, exigir la rendición de cuentas y aumentar la transparencia. También se creaba una entidad regulatoria independiente para supervisar las actividades del mercado de capitales. Por último, se definían las actividades ilegales en relación con el mercado de valores y se imponían penas severas para los que incurrían en ellas.[29] Otra medida importante fue la elaboración de iniciativas para el cumplimiento de la nueva ley y la adopción de las mejores prácticas. Esto se llevó a cabo mediante la inauguración del *Novo Mercado,* basado en la experiencia del *Neuer Markt* en Alemania. El nuevo mercado es un segmento diseñado para comercializar acciones emitidas por empresas que voluntariamente acuerdan adoptar las prácticas del gobierno

[29] Se puede obtener una descripción detallada de la ley en el boletín del Banco Central (*Focus*, 10 de mayo de 2001).

corporativo y cumplir con requisitos de divulgación más exigentes que los estipulados por la legislación de Brasil.[30]

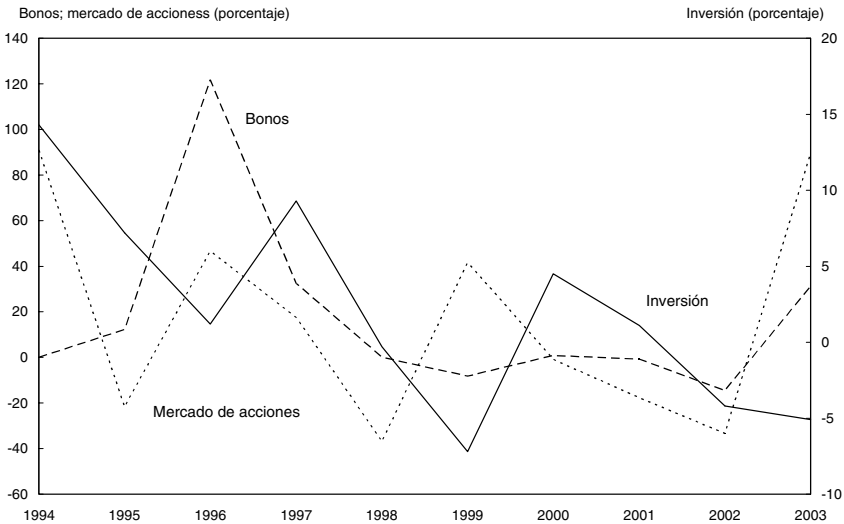
A pesar de las complicaciones producidas por la inestabilidad macroeconómica y la administración deficiente, que impusieron trabas a la expansión del mercado de capitales, parece existir una relación entre las acciones, los bonos corporativos y la inversión. Como se muestra en el gráfico 8.5, los cambios en la capitalización del mercado de valores y del mercado de bonos parecen preceder a la inversión por un año. La implicancia de este hecho es que, debido a que los montos son considerables, las empresas deben asegurarse su financiamiento antes de emprender un proyecto. Esta situación es contraria a lo que ocurre con el crédito bancario (incluso el otorgado por el BNDES), donde no se observa ningún rezago Quizás el financiamiento bancario se ve como algo más seguro y así se elimina el rezago con respecto a la inversión.

Las mayores empresas privadas que participan en los mercados nacionales de capitales, junto con el gobierno federal y las empresas del sector público, también pueden obtener dinero a nivel internacional. Los préstamos bancarios sindicados, las emisiones internacionales de bonos y las ofertas de acciones mediante ADR o GDR son parte del menú del cual un pequeño grupo privilegiado tiene la posibilidad de elegir. Si bien la historia de Brasil en estos mercados es más breve que la de algunos países de América Latina, especialmente México, el país se ha convertido en un actor importante. Más de 30 empresas brasileñas, por ejemplo, cotizan actualmente en la bolsa de valores de Nueva York, cifra superior a la de cualquier otro país de América Latina. Entre ellas se encuentran importantes empresas privadas del sector bancario, industrial, de los servicios públicos y de las telecomunicaciones; algunas de las empresas estatales también cotizan una parte de sus acciones, incluso Petrobras, Telebras y algunas de las empresas regionales de servicios públicos. Otras cotizan en Europa, sobre todo en

[30] Para participar en el *Novo Mercado*, una empresa debe adoptar las buenas prácticas de gobierno corporativo, como por ejemplo: i) prohibir la emisión de acciones sin derecho a voto; ii) realizar ofertas públicas de acciones por medio de mecanismos que favorezcan la dispersión del capital y el amplio acceso de los minoristas; iii) mantener un mínimo de capital flotante equivalente a un 25% del capital; iv) extender a todos los accionistas los derechos que se otorgan a los accionistas mayoritarios cuando se transfiere el control de la empresa, es decir, derechos de adhesión (*tag along*); v) estipular un plazo único de un año para todo el directorio; vi) emplear las normas internacionales de contabilidad para preparar los estados contables anuales; vii) mejorar los estados contables trimestrales mediante el uso de los estados contables consolidados y de un análisis de auditoría especial; viii) aceptar la obligación de realizar una oferta pública de adquisición según criterios de valor económico en caso que se decida dejar de cotizar en el *Novo Mercado*, y ix) adherir a las reglas de divulgación relativas a la negociación de activos emitidos por la empresa en nombre de los accionistas mayoritarios o de la dirección de la empresa (*Focus,* 10 de mayo de 2001).

España. Estas empresas brasileñas no han dejado de cotizar en la BOVESPA, sino que están inscritas en más de un mercado.[31]

Gráfico 8.5
BRASIL: TASAS DE CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN, LAS ACCIONES Y LOS BONOS, 1994–2003



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) [en línea] <http://www.eclac.cl> para la inversión; Banco de Pagos Internacionales (BPI) [en línea] <http://www.bis.org> para los bonos; Standard and Poor's (2000, 2005) para la capitalización del mercado de acciones.

Las empresas privadas en Brasil son importantes receptoras de préstamos internacionales. En los cinco años transcurridos desde el 2000 hasta el 2004 representaron casi el 60% de todos los préstamos internacionales otorgados a Brasil, recibiendo un monto equivalente al 6,9% del PIB. Por el contrario, los mercados de bonos internacionales pertenecen principalmente a la esfera del sector público y de los bancos. Solo el 17% del total de emisiones de bonos (un 2,4% del PIB) fue emitido por empresas privadas brasileñas (Ambev, CVRD, Telemar y Vorantim). Con respecto a la inversión extranjera en la BOVESPA, la inversión neta acumulada de 1995 al 2004 ascendió a tan solo 5.500 millones de dólares lo que representaba el 1,7% de la capitalización de mercado del año 2004 y el 0,8% del PIB.[32] Un experto en finanzas de Brasil afirma que los inversionistas

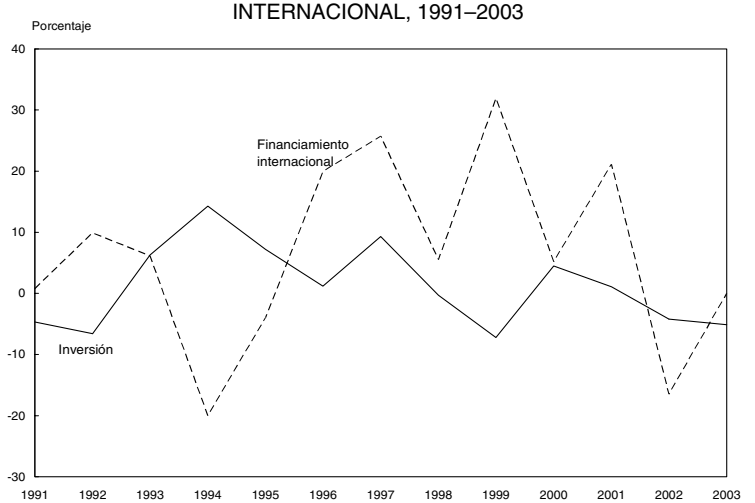
[31] Véanse bolsa de valores de Nueva York [en línea] <http://www.nyse.com> y BOVESPA [en línea] <http://www.bovespa.com.br>.

[32] Las cifras correspondientes a los préstamos y a los bonos se calcularon a partir de los datos que figuran en el sitio web del Banco de Pagos Internacionales. Para obtener información acerca de los bonos internacionales, véase [en línea]

extranjeros de cartera desempeñan un papel mucho mayor en las empresas del país. Calcula que, en el año 1999, los inversionistas extranjeros en el mercado de valores local eran titulares del 15% de las acciones de las empresas inscritas (Ness, 2000a, citado en Armijo y Ness, 2002). Esto implicaría que la inversión extranjera equivaldría a más del 5% del PIB; sin duda se requiere una investigación más profunda sobre este tema.

Cuando se comparan las tendencias de la inversión con las fuentes extranjeras de financiamiento para el sector privado, según se muestra en el gráfico 8.6, la relación no es para nada estrecha. Mientras que el capital extranjero puede haber sido un precursor de la inversión en Brasil, como se sugiere respecto del financiamiento del mercado de capitales, la débil relación entre las dos variables en Brasil contrasta con la relación mucho más fuerte en México (compárense los gráficos 7.6 y 8.6).

Gráfico 8.6
BRASIL: TASAS DE CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN Y EL FINANCIAMIENTO INTERNACIONAL, 1991–2003



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) [en línea] <http://www.eclac.cl> para la inversión; Banco de Pagos Internacionales (BPI) [en línea] <http://www.bis.org>, Standard and Poor's (2000, 2005), Fondo Monetario Internacional (FMI) (sin publicar) para el financiamiento internacional.

<http://www.bis.org/statistics/qcsv/anx12.csv>; para obtener información acerca de los préstamos bancarios internacionales, véase [en línea] <http://www.bis.org/statistics/hcsv/panx9a.csv>. La información acerca de las empresas individuales se calculó sobre la base de datos de *Latin Finance* (publicaciones del año 2003). Las emisiones totales de bonos que se pudieron identificar ascendían a 15.200 millones de dólares, de los cuales 7.000 millones fueron emitidos por el gobierno federal o por empresas del sector público y 8.200 millones fueron emitidos por el sector privado (6.500 millones por los bancos y 1.800 millones por empresas no financieras). Los datos acerca de la inversión financiera en la bolsa de valores de Brasil se obtuvieron de la Comisión de Valores (CVM) [en línea] <http://www.cvm.gov.br/ingl/public/Base_Financiera_English/Bovespa.xls>.

El acceso al financiamiento para pequeñas empresas

Brasil tiene los mismos problemas que otros países latinoamericanos en relación con el acceso limitado al crédito que tienen las pequeñas empresas. Ya se ha descrito cómo el acceso es un problema importante tanto en Chile como en México. En el caso de Brasil, una diferencia importante es el papel que juegan los bancos del sector público. En México, Nafin funciona casi exclusivamente con operaciones de segundo piso. La Corporación de Fomento de la Producción (CORFO) hace lo mismo en Chile, si bien se ha asociado con BancoEstado en diversos programas destinados a brindar asistencia a las pymes. BancoEstado es, por sí mismo, una entidad prominente en el segmento de los pequeños préstamos, pero solo representa el 11% del total del mercado. Los bancos públicos de Brasil, tanto los bancos comerciales como los bancos de desarrollo, juegan un papel mucho más importante y toman a las pymes como una prioridad. Si bien algunos indicios sugieren que han tenido un efecto positivo, es difícil sacar conclusiones debido a la falta de información.

En el cuadro 8.11 figuran cálculos de los préstamos otorgados a las micro y pequeñas empresas por parte del BNDES y de los principales bancos comerciales públicos y privados. Según dicho cuadro, poco más del 20% del valor total de los préstamos se destinó a las micro y pequeñas empresas en el año 2003. Los bancos comerciales públicos otorgaron el mayor porcentaje (32%); los privados destinaron uno mucho menor (14%). El BNDES (24%) aparece por separado dado que una gran parte de sus préstamos se canaliza a través de otras instituciones, lo cual implica cierto grado de duplicación en el cálculo. Para que estos porcentajes de los préstamos tengan algún significado, hay que compararlos con otras características de las empresas. La comparación habitual se realiza respecto de las ventas, pero en Brasil no es así como se definen las categorías de tamaño. Por lo tanto, recurrimos al volumen de los salarios pagados como indicador. De acuerdo con esta medición, las microempresas representan el 10% de los salarios y las pequeñas empresas el 16%. El total agregado, que asciende a un 26%, apenas supera el porcentaje del crédito que reciben las micro y pequeñas empresas. En lo que respecta al empleo, la diferencia es mucho mayor: las microempresas emplean el 36% del total de la fuerza laboral y las pequeñas empresas el 21%.[33]

[33] La información acerca de los salarios y el empleo se obtuvo de SEBRAE (2005, cuadros 6 y 7).

Cuadro 8.11
BRASIL: CRÉDITO A LAS MICRO Y PEQUEÑAS EMPRESAS, 2003
(Millones de reales y porcentaje)

Instituciones	Préstamos totales	Préstamos a micro y pequeñas empresas	Porcentaje de micro y medianas empresas
Banco do Brasil	29 990	9 800	32,8
CEF	3 439	3 301	95,6
Nossa Caixa	1 088	782	71,8
Total públicos	74 263	23 468	31,6
Total privados [a]	108 243	14 775	13,6
Subtotal	142 670	28 658	20,1
BNDES	39 836	9 585	24,1
Total	182 836	38 243	21,0

Fuente: Morais (2005, p. 46); Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES) [en línea] <http://www.bndes.gov.br> para datos de ese Banco.

[a] Bradesco, Itaú, Unibanco, ABN Amro, HSBC.

Un segundo tipo de información potencialmente importante para el análisis del acceso al crédito en Brasil es la asignación del crédito según el tamaño del préstamo. La mayoría de los analistas parten del supuesto, dado que no cuentan con mayor información acerca de este tema, de que los pequeños préstamos son más o menos equivalentes a los préstamos para las pequeñas empresas o para los particulares.[34] En el cuadro 8.12 se brinda información sobre el tamaño de los préstamos y las características de propiedad de las instituciones financieras en Brasil en el año 2003. Las instituciones con diferentes regímenes de propiedad exhiben comportamientos muy distintos respecto de los préstamos. Las cooperativas de crédito y los bancos comerciales del gobierno se especializan en los pequeños préstamos: el 79% de la cartera de préstamos de las primeras está compuesta por préstamos de menos de 30.000 dólares, mientras que el 56% de la cartera de los últimos cae dentro de esa categoría. Tanto los bancos comerciales extranjeros como los privados se concentran en un segmento muy amplio de 300.000 dólares a 15 millones de dólares. Los bancos de desarrollo, entre los cuales el BNDES representa aproximadamente el 80%, exhiben una gran concentración en la categoría de préstamos más grandes. Alrededor del 64% de sus préstamos son de más de 15 millones de dólares, pero el BNDES también es un importante proveedor de préstamos para las pymes, según se analiza más adelante.

[34] Kumar (2005, pp. 187-188) pone en duda este supuesto y dice que muchos de los pequeños préstamos en Brasil se destinan a consumidores de clase media y a las empresas medianas.

Cuadro 8.12
BRASIL: CARTERAS DE PRÉSTAMOS DE BANCOS PÚBLICOS Y PRIVADOS, 2003
(Porcentaje)

Tamaño del préstamo [a]	Bancos comerciales			Bancos de desarrollo	Cooperativas de crédito
	Gubernamental	Privado	Extranjero		
Menos de 15.000 dólares	15,1	15,1	16,0	7,5	17,5
15.000–30.000 dólares	41,3	21,4	26,5	6,9	61,7
30.000–300.000 dólares	16,3	12,4	10,1	5,7	17,3
300.000–15.000.000 dólares	16,9	33,2	34,6	15,9	3,5
Más de 15.000.000	10,4	17,9	12,8	64,0	0,0
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: Banco Central de Brasil, *Financial Stability Report* (noviembre de 2004, p. 59).

[a] Convertido a dólares al tipo de cambio 3,33.

Una tercera comparación se realiza con respecto de los otros dos estudios de caso en el libro, si bien solo se pueden hacer cálculos muy generales dado los diferentes tipos de datos disponibles. Estos datos, si bien son muy parciales, sugieren que la proporción de las micro y pequeñas empresas que contaban con cierto acceso al crédito bancario era bastante semejante en Brasil y en México. Para el caso de Brasil, la información acerca de San Pablo señala que el 19% de las micro y pequeñas empresas cuentan con acceso a los préstamos bancarios (9% otorgados por los bancos públicos y 10% por los bancos privados).[35] El sondeo realizado por el Banco de México indica que el 18% de las pequeñas empresas tienen acceso a los préstamos bancarios.[36] En el caso de Chile, sin embargo, la cifra es mucho mayor, dado que asciende a un 44%.[37] A partir de estos datos se deriva la importante enseñanza, que volvemos a considerar en las conclusiones, de que es necesario aumentar la proporción del crédito que se destina a las pymes, al mismo tiempo que se aumenta el crédito en su conjunto.

A continuación se analizan las fuentes y los instrumentos mediante los cuales se otorga crédito a las pequeñas empresas en Brasil. Según se señaló anteriormente, los bancos públicos son extremadamente importantes, pero los bancos privados y otras fuentes bancarias y no bancarias también participan. Las mayores fuentes de financiamiento para

[35] SEBRAE (2004, p. 50). Basarse en estos datos para sacar conclusiones de la situación del país en su conjunto daría lugar a una sobreestimación, por lo que se los puede considerar un límite superior del acceso. Los datos corresponden al año 2003.

[36] Véase Banco de México [en línea] <http://www.banxico.org.mx>; véase también el cap. 7. También en este caso los datos representan un límite superior, dado que el tope en la definición de las pequeñas empresas es bastante alto. Los datos corresponden al año 2003.

[37] Román (2003, p. 30); véase también el cap. 6. Los datos corresponden al año 2000.

las pymes son el BNDES y el Banco do Brasil (véase el cuadro 8.10), pero una gran parte del financiamiento otorgado por este último proviene del primero, por lo que se comenzará por analizar el BNDES.

El BNDES no acepta depósitos. Obtiene su financiamiento de diversas fuentes gubernamentales e internacionales y asigna sus préstamos más pequeños (inferiores a aproximadamente 3,5 millones de dólares) a operaciones de segundo piso.[38] Obviamente estos préstamos incluyen los otorgados a las pymes. En el año 2004, del presupuesto del BNDES que ascendía a 14.000 millones de dólares, se destinaron más de 4.000 millones a las pymes, de los cuales 3.000 millones fueron para las micro y pequeñas empresas y el resto para las empresas de mediano tamaño. Los principales agentes financieros fueron el Banco do Brasil y Bradesco, el mayor banco privado, cada uno de los cuales fue responsable de aproximadamente 650 millones de dólares. Decenas de otros bancos e instituciones financieras, incluso empresas extranjeras, también actúan como agentes financieros. Los agentes tienen la responsabilidad de evaluar las propuestas y distribuir los recursos como mejor les parezca, dado que tienen una relación más estrecha que el BNDES con los usuarios finales de los pequeños préstamos. Los principales sectores a los que se presta apoyo son la industria, la agricultura y la ganadería, los servicios, la infraestructura y el comercio.

El BNDES también presta su apoyo a las pymes de muchas otras maneras. Tiene sus propias líneas de crédito directo, así como un programa de garantías creado por el Congreso en el año 1997, que protege a las instituciones financieras del riesgo crediticio más alto vinculado a los préstamos para las pymes. Dirige un programa para fomentar a las pequeñas empresas nuevas y sirve de garantía a las instituciones microfinancieras. En el año 2003, el banco lanzó la tarjeta BNDES, que brinda a las pymes una línea de crédito preaprobada de hasta 50.000 reales (aproximadamente 17.000 dólares), con plazos de hasta dos años. Las tarjetas se emiten por medio de las instituciones financieras. A fines del año 2004 se habían emitido 25.000 tarjetas; la mayoría están en poder de las microempresas, lo cual no es sorprendente dado el bajo límite del crédito.

Una parte considerable de los fondos del BNDES destinados a las micro, pequeñas y medianas empresas se administra a través del Banco do Brasil, que es el banco más grande de América Latina y que también destina parte de sus propios fondos a estos efectos. El Banco do Brasil presta su apoyo principalmente al sector agrícola, tanto a las operaciones a gran escala como a las pequeñas propiedades rurales. El banco también cuenta

[38] La información contenida en los dos párrafos que figuran a continuación proviene del BNDES [en línea] <http://www.bndes.gov.br>.

con diversas líneas de capital de trabajo para las pequeñas empresas industriales y de servicios. Por ejemplo, BB Giro Rápido brinda capital de trabajo a 660.000 empresas con ventas anuales de hasta aproximadamente 1,5 millones de dólares, mientras que el más reciente BB Giro Automático atiende a empresas con ventas de hasta 150.000 dólares. Las pymes también obtienen financiamiento para las transacciones comerciales con el exterior, y se ha elaborado un nuevo programa para que las pequeñas empresas comiencen a vender en el exterior.[39]

A pesar del papel menor que los principales bancos privados nacionales y extranjeros desempeñan actualmente en relación con las pymes, ellos también están comenzando a incursionar en este campo. Parece haber diversas razones que explican este nuevo interés: los bancos pueden cobrar tasas y márgenes de interés más altos en sus préstamos a las pequeñas empresas; las pequeñas empresas tienden a ser clientes fieles y a estar abiertas a la adquisición de otros productos financieros; el bajo nivel de acceso a los bancos con que cuentan las pequeñas empresas crea un mercado que aún no ha sido explotado; y los préstamos a las pequeñas empresas puede traducirse en cuentas de sus empleados. Además, atender a los pequeños clientes se ha vuelto más económico gracias a las nuevas técnicas de calificación de crédito, los mejores registros crediticios que proporcionan informes de crédito acerca de los prestatarios y el uso más extendido de Internet. Entre los bancos que han hecho arreglos especiales para atraer a las pequeñas empresas se encuentran los gigantes locales Bradesco, Itaú y Unibanco, así como BankBoston, Santander y HSBC.[40]

Además de los bancos comerciales y los bancos de desarrollo, otras instituciones financieras, como las cooperativas de crédito, las empresas de arrendamiento y las de factoraje también son importantes para las pymes en Brasil, si bien estas últimas son empresas no financieras según la legislación del país. Las 1.000 cooperativas de crédito se agrupan en tres grandes redes y brindan préstamos generalmente pequeños a aproximadamente un millón de miembros. Las cooperativas de crédito ahora están autorizadas a ser dueñas de bancos. Las empresas de arrendamiento son de un tamaño considerablemente mayor al de las cooperativas en relación con los activos, los cuales representan el 3,3% del total de activos del sistema financiero en comparación con solo un 0,75%

[39] Banco do Brasil [en línea] <http://www.bb.com.br>.

[40] Sobre la base de entrevistas con banqueros, según se informa en Morais (2005). Los bancos exhiben importantes diferencias en cuanto a la definición de las pequeñas empresas y a cómo enfrentan el desafío de responder a sus necesidades. Algunos ponen el énfasis en las pequeñas y medianas empresas, pero otros se centran en las micro y pequeñas empresas. Un enfoque común es la creación de unidades especiales para atender a los clientes más pequeños.

de las cooperativas. El factoraje queda fuera del sistema, pero se estima que existen 700 empresas cuyos negocios representan el 2,3% del PIB, y con una cartera de aproximadamente 1.000 millones de dólares, la mayor parte de los cuales se destina a pequeñas empresas que tienen dificultades para obtener financiamiento bancario. Los arrendamientos, por el contrario, tienden a estar vinculados con las empresas de mayor tamaño (para inversión en tecnología) y con particulares de clase media y alta (para la compra de automóviles) (Kumar, 2005, cap. 4).

Conclusiones

El sistema financiero brasileño aún está basado en los bancos, sobre todo en las instituciones financieras públicas, a pesar del gran tamaño de sus mercados de capitales. Esta estructura es el legado de las políticas de sustitución de importaciones aplicadas en los primeros años de la posguerra y de las incertidumbres macroeconómicas de los años ochenta, como consecuencia de las cuales los bancos privados se volvieron muy conservadores en relación con la búsqueda de nuevos mecanismos de intermediación y con la extensión del plazo de vencimiento de sus operaciones. Al mismo tiempo, los mercados de capitales estaban limitados a las acciones, a los bonos de corto plazo y a los títulos emitidos por un pequeño número de empresas, la mayoría de las cuales eran propiedad del gobierno. La mayoría de los inversionistas institucionales eran fondos de pensión asociados con empresas públicas, empresas de seguros y fondos de inversión que negociaban casi exclusivamente valores de corto plazo, sobre todo bonos públicos indexados por la inflación.

En los años noventa el sistema financiero enfrentó muchas dificultades impuestas por las transformaciones en la regulación, la apertura externa y el contexto macroeconómico, que tenía diferencias considerables con el de la década anterior. En el año 1988 se implantó una reforma bancaria que hizo posible la consolidación formal de las instituciones financieras existentes para transformarlas en bancos universales. El proceso de privatización iniciado en la década de 1990 modificó la estructura de los fondos de pensión (una importante cantidad de los cuales se convirtió en entidades privadas), al tiempo que produjo oportunidades rentables para negociar con acciones y bonos corporativos. El incremento de los flujos de inversión de cartera impulsó aún más los mercados de capitales. Por último, la estabilidad en los precios alcanzada en el año 1994 se tradujo en una transformación del contexto operativo para los bancos y de la estrategia de asignación de fondos de los inversionistas institucionales. A consecuencia de la apertura financiera y de la mayor competencia se produjo una aceleración en el proceso de

consolidación de las instituciones financieras, la adopción de mejoras tecnológicas, la creciente importancia de los inversionistas institucionales, la expansión de los mercados de valores y de derivados, y la consolidación e internacionalización del negocio financiero.

En los años 1994 y 1995, la crisis inminente del sector bancario impulsó una demanda de mayor estabilidad. Como consecuencia de ello se produjeron transformaciones importantes en la regulación y la supervisión, sobre todo en relación con las iniciativas contenidas en el Acuerdo de Basilea. El proceso de reestructuración del sector bancario privado, que comenzó en el año 1995, produjo importantes cambios en la estructura de propiedad del sector, incluso un incremento de la participación extranjera y una mayor consolidación en los grandes conglomerados financieros. En el año 1997 comenzó a una profunda reforma en el sector bancario público, que condujo a la privatización o reestructuración de la mayoría de los bancos y de las instituciones financieras estatales.

En 1997 y 1998, la creciente incertidumbre vinculada con la macroeconomía y el mercado impulsó transformaciones fundamentales en las estrategias de las instituciones financieras. La creciente deuda pública nacional y la política de imponer una alta tasa de interés condujeron nuevamente a que las instituciones privadas volcaran la asignación de sus carteras hacia los activos públicos de corto plazo. Al mismo tiempo, el acceso reducido a los mercados internacionales por parte de las empresas brasileños renovó la búsqueda de mecanismos alternativos para financiar la actividad económica, con lo cual se produjo un cierto fortalecimiento del mercado nacional de bonos.

A mediados de la década del 2000, el sistema financiero de Brasil es rentable y estable, pero todavía no cumple con su principal función, que es la de brindar recursos adecuados para el sector productivo a efectos de apoyar los esfuerzos por retornar al camino de crecimiento rápido. Una parte importante del problema surgió de la serie de crisis que afectaron la economía: la crisis cambiaria en el año 1999; la crisis en el sector de la energía en el año 2001, exacerbada por los problemas políticos y económicos de la vecina Argentina, y la inestabilidad que rodeó las elecciones presidenciales del año 2002. También hay dificultades inherentes al sistema financiero en sí mismo y a su relación con el contexto macroeconómico de Brasil.

La expansión del sector financiero y su transformación en un instrumento más funcional para el desarrollo económico sostenible sigue siendo uno de los más grandes desafíos que enfrentan los responsables de la elaboración de políticas en Brasil. Con respecto al sector bancario, el esfuerzo fundamental es la reducción de los márgenes para incrementar la

demanda de crédito. El banco central elaboró un plan referido a este tema en el año 1999 que incluye diversas medidas para incrementar la competencia entre los bancos (mediante la introducción de más transparencia y flexibilidad para los titulares de cuentas bancarias), reducir la carga tributaria sobre los préstamos y disminuir los niveles obligatorios de reservas. En el año 2004, el gobierno definió reglas para simplificar las cuentas bancarias y para reducir las tasas de interés sobre los préstamos cuando los pagos se retienen de los salarios. Estas modificaciones en sí mismas constituyen uno de los principales factores para explicar la expansión del crédito ocurrida recientemente en el país, pero su efecto sobre los márgenes bancarios ha sido limitado. Al mismo tiempo, las tasas de interés siguen siendo altas y solo se reducirán cuando se haya controlado la inflación.

En el campo del financiamiento de largo plazo, sobre todo en los mercados de capitales, los planes del gobierno se han centrado en temas institucionales, como la reforma de las leyes de quiebra y el fortalecimiento de los derechos de propiedad. Sin embargo, ese tipo de reformas microeconómicas producen efectos que se observan en el largo plazo y se necesita más que un marco institucional adecuado para expandir los mercados de capitales; también son necesarios la estabilidad macroeconómica, los mercados secundarios activos y la posibilidad de obtener ganancias sólidas. Otro factor es la presencia de un grupo suficiente de actores que participen, es decir, empresas que quieran buscar recursos y que sean capaces de cumplir con los requisitos necesarios, así como inversionistas institucionales, entre otros.

Mientras tanto, la creciente demanda de financiamiento de largo plazo ha incrementado la carga de los bancos públicos. El BNDES, en particular, tiene la capacidad de expandir los préstamos sobre la base de los mecanismos de financiamiento existentes, pero dicha capacidad encontrará serias dificultades si perdura el crecimiento y la demanda de financiamiento para la inversión crece de manera acorde. En esas circunstancias, los bancos públicos deberán encontrar maneras innovadoras para aumentar su capacidad de financiamiento, probablemente mediante el uso de los mercados privados para obtener financiamiento conjunto, financiamiento de proyectos y securitización, entre otros. Este panorama puede ofrecer una ventana de oportunidades para que el gobierno pase de la asignación directa de recursos al desafío que representa el fortalecimiento y la expansión de los mercados.

Otra seria dificultad que Brasil enfrenta es el financiamiento para las pymes. Las autoridades deberán considerar tanto una estrategia de mediano como de largo plazo para hacer frente a este problema. La estrategia de mediano plazo implica el diseño de políticas para mitigar el

riesgo (por ejemplo, el mejoramiento de la calidad y la transparencia de la información contable provista por las pymes, una mayor utilización de los registros crediticios y la capacitación de los administradores de las pymes respecto de los métodos de divulgación de información contable y financiera); la adopción de incentivos fiscales y de otro tipo para incrementar la participación de las pymes en la economía formal; la elaboración de mecanismos para hacer más útiles las garantías (por ejemplo los programas de garantías de crédito), y el respaldo al capital de riesgo para las empresas que cumplan con los requisitos. La estrategia de largo plazo debería incluir políticas para reducir la inestabilidad macroeconómica, a efectos de crear un entorno de negocios más estable para las pymes; la creación de instituciones y el fortalecimiento del mercado para fomentar la expansión de los mercados financieros en general, así como los intermediarios financieros especializados en el otorgamiento de crédito para las pymes, y la implantación de mercados especializados en la atención de las pequeñas empresas. La elaboración de un marco regulatorio adecuado, reglas del juego claras y una supervisión adecuada son condiciones necesarias para que cualquier mercado pueda florecer, pero no son condiciones suficientes.

Todas estas políticas para incrementar el financiamiento y brindar un mayor acceso se adoptan con la intención de estimular al sector privado, no de sustituirlo. El papel adecuado de la política pública debe ser un tema siempre vigente para que la intervención gubernamental no ocupe el lugar del mercado y para que los escasos recursos fiscales se utilicen de la manera más eficiente desde el punto de vista social. Una manera de hacer frente a estos problemas en el largo plazo es la introducción de políticas para promover los mercados, es decir, políticas destinadas al mejoramiento de las condiciones de financiamiento y al incremento del tamaño y la profundidad de los mercados financieros.

Tercera parte

Recomendaciones de política para lograr un sistema financiero más fuerte

Capítulo 9

Una agenda de políticas para el sector financiero

En este libro hemos analizado el sistema financiero interno en América Latina y la manera en que ha evolucionado desde principios de los años noventa. La expansión del financiamiento es uno de los principales desafíos que enfrentan los gobiernos de los países en desarrollo, mientras intentan acelerar el crecimiento económico y reducir la pobreza para mejorar el bienestar de sus ciudadanos. Buena parte de la literatura reciente ofrece pruebas de que el acceso al financiamiento, mediante los sistemas bancarios y los mercados de capitales locales, es un elemento esencial para promover el crecimiento. Nuestros datos indican que la relación también opera en sentido inverso, pero el financiamiento y el crecimiento están claramente interrelacionados. En un conjunto más reducido de investigaciones se sugiere que existe también una relación positiva entre el financiamiento y la reducción de la pobreza. La estabilidad financiera desempeña un importante papel en ambas relaciones, ya que las crisis financieras son muy perjudiciales para las posibilidades de desarrollo y son particularmente perniciosas para los grupos más vulnerables de la sociedad.

Nos centramos en el sector financiero nacional, pero dejando en claro a lo largo del libro que es necesario tomar en cuenta los múltiples vínculos entre el financiamiento nacional y el internacional. En primer lugar, una mayor liberalización financiera facilita el ingreso de más inversión extranjera a las economías en desarrollo, mediante los sistemas bancarios nacionales y los mercados de capitales. En segundo lugar, los

mercados de capitales y bancos extranjeros proveen una fuente alternativa de financiamiento para algunos prestatarios de países en desarrollo, especialmente los gobiernos y las grandes corporaciones. En tercer lugar, se ha incrementado sustancialmente la propiedad extranjera de los bancos y otras instituciones financieras en los países en desarrollo. En cuarto lugar, las normas y regulaciones internacionales tienen un efecto cada vez mayor en el funcionamiento de los sistemas financieros nacionales. Uno de los propósitos fundamentales de nuestro análisis es evaluar estas relaciones y sugerir formas de sacar provecho de los aspectos positivos de la globalización financiera y de evitar los negativos.

Además de destacar los vínculos entre el ámbito nacional e internacional, también destacamos las relaciones entre el sector público y el privado. Estamos de acuerdo con la tendencia general de la liberalización financiera. Las economías de América Latina y de la mayoría de los demás países en desarrollo se han vuelto demasiado complejas como para que los gobiernos realicen la microgestión de los sistemas financieros, pero esto no significa que los gobiernos ya no desempeñen ningún papel. Aunque las circunstancias varían de un país a otro, podemos sugerir un número mínimo de funciones gubernamentales necesarias. Los gobiernos deben ofrecer un entorno macroeconómico estable; deben asegurar un marco institucional sólido, lo cual incluye la regulación y la supervisión prudencial, y deberían participar en políticas de promoción de mercados para resolver el problema de los mercados financieros inexistentes o incompletos. A continuación analizamos con más detalle el significado exacto de estos papeles.

Este capítulo final cumple dos propósitos. Uno es resumir las principales conclusiones del libro. El resumen se divide en tres partes. En las dos primeras se analiza el atraso de América Latina en lo que se refiere al comportamiento de la banca y de los mercados de capitales. En la tercera parte se comparan las experiencias de los países que hemos presentado: los tres estudios de caso de América Latina y una parte del material acerca de Asia oriental. Intentamos explicar las razones del desempeño insatisfactorio de América Latina, pero también nos interesa sacar conclusiones de los buenos resultados obtenidos por distintos países y los problemas a los que se han enfrentado. El otro propósito de este capítulo es delinear un conjunto de recomendaciones de política, basadas en los resultados de nuestra investigación. Estas medidas se organizan en cinco áreas: el entorno macroeconómico, el desarrollo institucional, el contexto regional e internacional, el financiamiento para la inversión y el acceso al financiamiento por parte de las pequeñas empresas.

Bancos y mercados de capitales desde 1990

Los bancos y mercados de capitales son los componentes principales de los sistemas financieros nacionales en América Latina. Comparten un conjunto de características, especialmente el contexto en el que operan. Los principales factores contextuales en los que estamos interesados incluyen la macroeconomía, las instituciones y las vinculaciones financieras internacionales. Sin embargo, las diferencias en las operaciones y los prerrequisitos de los bancos y los mercados ameritan un análisis por separado. Nos centramos, en primer lugar, en América Latina y luego incluimos un análisis de Asia oriental al comparar nuestras conclusiones acerca de los países individuales dentro de ambas regiones y entre ellas.

La debilidad de los bancos de América Latina

La liberalización financiera comenzó en Chile en la década de 1970 y fue ampliamente adoptada en la región en las décadas de 1980 y 1990. El control gubernamental de las tasas de interés, los requisitos de altas cantidades de reservas y el crédito dirigido son, en gran medida, aunque no completamente, cosa del pasado. Estas modificaciones transformaron el funcionamiento de los sistemas bancarios de América Latina, estableciéndose nuevas normas para su operativa, nuevos esquemas de propiedad y nuevos papeles para los gobiernos. Algunas transformaciones fueron inherentes al proceso mismo de liberalización, mientras que otras surgieron de las crisis que frecuentemente siguieron a la liberalización.

Definimos a la liberalización como la desregulación del sector financiero interno. Nuestra hipótesis al respecto, respaldada por varios tipos de información, señala que las políticas que acompañaban la liberalización eran el principal determinante de si habría una crisis o no. Dirigimos el análisis a tres clases de políticas. En primer lugar, la política macroeconómica. Muchos países pusieron en práctica la liberalización financiera en medio de condiciones macroeconómicas muy adversas: un crecimiento reducido y volátil; una inflación elevada y un déficit presupuestario significativo, y regímenes de tipo de cambio que se tradujeron en un déficit comercial, grandes afluencias de capital y una mayor fragilidad financiera. Una segunda política, que a menudo acompañó las reformas, fue la apertura de la cuenta de capital antes de que los sistemas bancarios internos fueran lo suficientemente fuertes para enfrentar los nuevos desafíos emergentes de la integración internacional. Esto acrecentó la vulnerabilidad y creó canales de contagio. Una tercera política, cuya ausencia con frecuencia contribuyó a las crisis, fue la

adopción de una adecuada regulación y supervisión prudencial. La tendencia en los casos estudiados fue aplicar una regulación mínima luego de la liberalización inicial, lo que dio como resultado un auge en los préstamos, la falta de gestión apropiada del riesgo y niveles cada vez mayores de cartera vencida.

Las políticas exitosas respecto del comportamiento macroeconómico, la gestión de la cuenta de capital, así como de la regulación y la supervisión dependían de la existencia de instituciones sólidas. Sin la existencia de instituciones apropiadas, las políticas adecuadas no podían llevarse a cabo y las crisis eran el resultado más probable. A lo largo del libro el término "institución" hace referencia a su definición amplia: las normas formales e informales que determinan el comportamiento de individuos y organizaciones al reducir la incertidumbre. Las instituciones en un sentido más estricto, como los ministerios de finanzas y bancos centrales competentes, junto con los organismos reguladores fuertes y los supervisores bien remunerados y especializados, eran también esenciales para un buen desempeño.

Una de las principales conclusiones apunta al enorme costo de las crisis financieras. Los analistas en general prestan atención principalmente al costo fiscal, pero las crisis también tienen como resultado la pérdida del producto, las altas tasas de interés y la disminución de los precios de los activos. Aunque es difícil sumar estas cifras, el costo fiscal y la pérdida del producto solamente en el primer año llegaron a un promedio de un 40% del PIB en los países que analizamos. Es más, estos costos persistieron durante mucho tiempo. Nuestros datos sugieren que los países pueden demorar por lo menos una década en volver a la relación entre el crédito y el PIB que prevalecía en el período anterior a la crisis.

En parte por los efectos persistentes de las crisis, los sistemas financieros internos en América Latina actualmente no funcionan muy bien. A excepción de Chile, la mayoría de los indicadores estándar son débiles comparados con los de otras economías emergentes, por no mencionar a las economías desarrolladas. Cabe mencionar que la relación promedio entre el crédito y el PIB en América Latina era solo del 41% en el año 2003, mientras que llegaba al 96% en Asia oriental y al 94% en los países del Grupo de los 7 (G-7). Además, en América Latina, el sector privado recibe una porción mucho menor del crédito disponible (apenas por encima del 50%) en comparación con lo que ocurre en Asia oriental (85%), y el nivel de cartera vencida y la ineficiencia financiera son muy elevadas. Por lo tanto, los márgenes entre las tasas de interés activas y pasivas son altos para cubrir el costo de estas ineficiencias, lo que limita la demanda de crédito al mismo tiempo que genera los marcados beneficios que hacen de la banca un negocio lucrativo.

En la literatura publicada recientemente, muchos expertos argumentan que la razón principal del mal desempeño es la presencia continuada de bancos controlados por el Estado, aun luego de la liberalización. Aunque en muchos casos encontramos datos que respaldan este argumento, también encontramos excepciones, sobre todo donde existen instituciones sólidas. La regulación y la supervisión son muy importantes, pero también lo son el control de la corrupción, un poder judicial fuerte, la transparencia y el respaldo generalizado al estado de derecho. El esquema de propiedad resulta menos importante cuando el trato que reciben los bancos del sector público es el mismo que reciben los del sector privado, sin indulgencias en la regulación. Del mismo modo, si el contexto institucional es débil, aun los bancos extranjeros tendrán dificultades.

Además del desempeño de los bancos, también hemos abordado dos problemas resultantes de la estructura de incentivos que enfrentan los bancos en América Latina: la falta de financiamiento a largo plazo para las inversiones, lo que restringe el crecimiento, y la falta de acceso a cualquier forma de financiamiento para las empresas más pequeñas. Los dos están estrechamente vinculados. El problema del financiamiento a largo plazo es típico de economías que tienen una fuerte dependencia de los bancos comerciales, que normalmente se limitan a conceder préstamos a corto plazo con el fin de controlar el riesgo crediticio. También les permite ejercer un control más cercano de los clientes. Al mismo tiempo, esto significa que las empresas deben financiar los proyectos a largo plazo mediante la refinanciación del crédito a corto plazo, la utilización de las ganancias no repartidas o el ingreso a los mercados de capitales si consiguen acceder a ellos. Este problema llevó a que los bancos de desarrollo, tanto en América Latina como en Asia oriental, concedieran crédito a largo plazo en los primeros años de la posguerra. Sin embargo, como resultado del manejo ineficiente la mayoría de estos bancos han sido cerrados o han pasado a ser instituciones de segundo piso. Brasil es el principal ejemplo en América Latina en el que los bancos de desarrollo continúan desempeñando un importante papel en el sector financiero.

El problema del acceso para pequeñas y medianas empresas es el otro desafío que está vinculado a los sistemas financieros de la región. Las grandes empresas no están limitadas financieramente. Los estudios muestran que van de un tipo de financiamiento a otro, dependiendo del estado de los mercados mundiales. Cuando el acceso al financiamiento internacional es limitado, se dirigen a los mercados internos —incluidos los mercados de crédito— desplazando, de esta manera, a las empresas más pequeñas. Las pequeñas empresas, en comparación, no tienen acceso ni al financiamiento internacional ni a los mercados de capitales nacionales. Una excepción (muy) parcial puede estar dada por unas pocas empresas medianas en los mercados bursátiles nacionales. Así, las

pequeñas empresas se ven limitadas al crédito bancario, a las ganancias no repartidas, a los recursos familiares y al crédito de los proveedores. Ante este panorama, la brecha entre las grandes y pequeñas empresas continúa ensanchándose. Las razones por las que los bancos son renuentes a financiar a las pequeñas empresas son bien conocidas: la falta de información y los altos costos de transacción. Los bancos públicos en algunos países han ayudado a abordar ambos problemas mediante operaciones de primer y, especialmente, de segundo piso. Sin embargo, las encuestas demuestran que a las pequeñas empresas les sigue faltando crédito, lo que impide su crecimiento y dificulta el aumento del empleo.

El subdesarrollo de los mercados de capitales de América Latina

La liberalización financiera se dirigió principalmente al sector bancario, pero los efectos indirectos también ayudaron a los mercados de capitales, ya que la liberalización enviaba una señal de que un país deseaba atraer fondos privados, tanto nacionales como extranjeros. El proceso de privatización fue importante también. Las empresas recientemente privatizadas ya no tenían acceso al financiamiento estatal, por lo que comenzaron a buscar fuentes privadas que incluían a los mercados internos de capitales. Al mismo tiempo, los fondos de pensión privatizados necesitaban activos para cumplir con el vencimiento de sus pasivos y, de hecho, se transformaron en una fuente de demanda de bonos y acciones corporativos en aquellos casos en que no estaban restringidos a ser tenedores de deuda pública. Con el tiempo, se produjeron reformas en el mismo sector financiero al modernizarse la regulación y la supervisión, mejorarse el gobierno corporativo y aumentarse la transparencia.

No obstante, estas transformaciones han tenido un efecto limitado y las economías de América Latina siguen apoyándose en los bancos. Solo un número pequeño de países posee fuertes mercados de acciones y bonos. Entre las siete mayores economías, el coeficiente promedio entre bonos en circulación y el PIB era del 37% en el 2003, mientras que la capitalización del mercado de acciones promedió un 34%. Esto se compara con un 60% y un 80% en Asia oriental, y un 141% y un 100%, respectivamente, en los países del G-7. En América Latina, Chile y Brasil ocupan el primer lugar en lo que referido a bonos y acciones, pero sus mercados son mucho más pequeños que los de sus similares asiáticos. De modo similar a lo que ocurre en el sector bancario, la mayoría de los mercados de bonos de América Latina están constituidos por emisiones de los gobiernos; solo un 22% de los bonos en circulación fueron emitidos por el sector privado en América Latina, en comparación con un 63% en Asia oriental.

Luego de 1990, tanto la cantidad de bonos en circulación como la capitalización de los mercados de acciones aumentaron sustancialmente en América Latina, pero alcanzaron su nivel máximo a fines de la década. La cantidad de empresas registradas en los mercados de acciones disminuyó significativamente, ya que la cantidad de empresas que dejaron de cotizar excedieron las nuevas entradas. Esta disminución se debió a dos principales razones: la renuencia de las empresas a proveer la información requerida por los nuevos estándares de gobierno corporativo y la preferencia de los nuevos dueños extranjeros de cotizar en los mercados de sus países de origen. El proceso exacerbó los problemas ya existentes de iliquidez de los mercados, lo que, a su vez, hizo que los inversionistas vacilaran en participar.

Al considerar si los mercados de capitales florecerán en el futuro, encontramos respaldo para varias hipótesis que tienen mucho en común con nuestro análisis de los bancos. En primer lugar, un desempeño macroeconómico inadecuado (es decir, las tasas bajas de ahorro, el crecimiento bajo y volátil y la inflación alta) provocó la renuencia de los inversionistas en América Latina a colocar fondos en los mercados internos de capital. En segundo lugar, las reformas estructurales, como la liberalización financiera, la privatización y la reforma previsional, ayudaron a promover los mercados de capitales, pero muchas de esas reformas se realizaron de tal manera que socavaron las intenciones de sus partidarios. Los casos en los que la liberalización financiera condujo a una crisis fueron ejemplos claros. En tercer lugar, generalmente las instituciones de baja calidad, tanto a nivel de la sociedad (estado de derecho y sistemas judiciales adecuados que aseguren su cumplimiento), como del mercado (buen gobierno corporativo), obstaculizaron el desarrollo de los mercados de bonos y acciones. En cuarto lugar, la disponibilidad de oportunidades financieras internacionales frecuentemente disminuyó la urgencia con que los actores del gobierno y del sector privado buscaron el desarrollo de los mercados de capitales locales. Además, el hecho de que las empresas dejaran de cotizar, como se señaló arriba, ha tenido consecuencias negativas para los ya bajos niveles de liquidez de los mercados de América Latina.

En nuestro análisis de los bancos identificamos dos problemas que su debilidad plantea al crecimiento en América Latina: la falta de financiamiento a largo plazo para las inversiones y la falta de acceso al financiamiento para las pequeñas empresas. Los mercados de capitales presentan fallas similares. Aunque los mercados de bonos y acciones, por definición, suministran fondos a largo plazo, los indicadores generalmente utilizados para medirlos se centran en la capitalización del mercado accionario y en los bonos en circulación, más que en las nuevas emisiones que proveen fondos para la inversión (por falta de datos alternativos, nosotros también utilizamos estas mediciones). En todos los

países en desarrollo, pero especialmente en los de América Latina, las nuevas emisiones de los mercados de acciones en gran parte han desaparecido desde fines de los años noventa. Los mercados de bonos han sido más activos, pero la mayoría de las nuevas emisiones han sido para prestatarios gubernamentales. Aunque se están produciendo algunas transformaciones, sobre todo en Chile y en México, las emisiones del sector privado continúan siendo una pequeña minoría en toda la región. El acceso, desde luego, es aún más restringido en los mercados de capitales que en el sistema bancario. Solo unas pocas empresas privadas, junto con los gobiernos y las empresas estatales, son lo suficientemente grandes como para participar.

Explicación del desempeño insatisfactorio de América Latina

Los diagnósticos ofrecidos en la literatura para explicar el desempeño insatisfactorio enfatizan la ineficiencia de los bancos del sector público, la regulación excesivamente gravosa, tanto de los bancos como de los mercados de capitales y las limitaciones que las pequeñas economías plantean al desarrollo del mercado de capitales. Estos argumentos ciertamente tienen un mérito. Sostenemos, sin embargo, que necesitan ampliarse para dar más énfasis al contexto en el que operan los sistemas financieros.

Financiamiento y factores contextuales

Tres factores contextuales son especialmente importantes para el financiamiento: el marco macroeconómico, el ambiente institucional y el entorno internacional. Los materiales de los estudios de caso que se han empleado en este libro proporcionan el punto de partida para considerar este argumento y extraer conclusiones que puedan resultar útiles para América Latina en el futuro. En el cuadro 9.1 se presenta una comparación entre seis países, tres de América Latina (Chile, Brasil y México) y tres de Asia oriental (Corea, Singapur y Tailandia). Como se indica anteriormente, los tres ejemplos de América Latina representan a los sistemas financieros que mejor funcionan en la región y los tres de Asia incluyen a uno de los mejores sistemas y dos que han tenido problemas en los últimos años.

Cuadro 9.1
AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL: DETERMINANTES DE LA PROFUNDIDAD FINANCIERA, 2003

	Sistema financiero nacional				Factores contextuales			Variables de control	
País	Total[a]	Crédito[b]	Bonos[c]	Acciones[d]	Características macroeconómicas[e]	Instituciones[f]	Internacional[g]	PIB[h]	PIB per cápita[i]
Singapur	364	141	64	159	5,2	2,05	50	93	21 941
	294	112	23	159	0,5				
					46,7				
Chile	240	64	57	119	4,6	1,39	36	82	5 196
	209	62	28	119	2,8				
					27,3				
Corea	227	99	74	54	5,4	0,73	13	586	12 232
	204	95	55	54	3,6				
					31,9				
Tailandia	214	91	40	83	3,5	0,19	18	141	2 276
	180	79	18	83	1,8				
					32,0				
Brasil	155	46	61	48	2,4	–0,08	26	620	3 510
	88	29	11	48	14,7				
					21,5				
México	86	42	24	20	2,8	0,06	56	592	5 792
	39	16	3	20	4,5				
					18,2				

Fuente: Cuadro 5.2 para el crédito; cuadro 5.3 para los bonos; cuadro 5.4 para las acciones; cuadro 3.7 para las instituciones; cuadro 5.6 para el financiamiento internacional; Banco Mundial, *World Development Indicators* [en línea] <http://www.worldbank.org> para las características macroeconómicas, el PIB y el PIB per cápita.

[a] Suma de créditos, bonos y capital; la primera línea es el financiamiento total, la segunda línea es el financiamiento al sector privado.
[b] Créditos de bancos de depósito como porcentaje del PIB.
[c] Bonos en circulación como porcentaje del PIB.
[d] Capitalización del mercado como porcentaje del PIB.
[e] La primera línea es la tasa de crecimiento promedio del PIB del período 1994–2003; la segunda línea es el cambio en el índice de precios al consumidor de 2003; la tercera línea es el ahorro interno bruto como porcentaje del PIB de 2003.
[f] Indicadores de gobernabilidad del Banco Mundial de 2002.
[g] Coeficiente del total de financiamiento internacional (créditos, bonos y acciones) con respecto al financiamiento interno total (créditos, bonos y acciones).
[h] Producto bruto interno en miles de millones en dólares constantes del año 2000.
[i] Producto interno bruto per cápita en dólares constantes del año 2000.

El cuadro se divide en tres secciones: el nivel de desarrollo financiero, los tres factores contextuales recién mencionados y los datos de ingresos como factor de control. Todos los indicadores son representaciones sumamente simplificadas. Para el desarrollo financiero se emplea el volumen de financiamiento total y el financiamiento concedido al sector privado; para representar el contexto macroeconómico se emplean el ahorro, la inflación y las tasas de crecimiento; para las instituciones utilizamos los indicadores del Banco Mundial analizados en el capítulo 3, y para el entorno internacional utilizamos la relación entre financiamiento internacional y financiamiento interno. Los factores de control son el PIB total y per cápita que, según se sostiene con frecuencia, están íntimamente relacionados con la estructura financiera.

Se pueden extraer del cuadro tres ideas generales. En primer lugar, los países se dividen en tres grupos con respecto al volumen de financiamiento: Singapur, con un financiamiento total de más del 300% del PIB; Chile, Corea y Tailandia, con un financiamiento de entre un 200% y un 300%; y Brasil y México, con menos del 200%. Se mantienen los mismos grupos con respecto al financiamiento del sector privado, aunque Brasil y México se encuentran aun más atrás. En segundo lugar, dos de los tres países de América Latina tienen un desempeño insatisfactorio en comparación con sus equivalentes de Asia, pero no se trata simplemente de que Asia oriental aventaje a América Latina. Tampoco se trata de que los países más ricos o las economías más grandes disfruten de un mayor desarrollo que los países y economías más pobres y pequeños. En tercer lugar, las variables contextuales están estrechamente relacionadas con el desarrollo financiero. En los países con las mejores cifras macroeconómicas e institucionales también se registra el mejor comportamiento financiero. La variable internacional sugiere que el financiamiento internacional proporcionó una alternativa posible al financiamiento interno en los casos de América Latina, pero también fue importante para Singapur como centro financiero internacional.

Además de analizar el comportamiento general en el cuadro 9.1, ofrecemos un breve panorama de los seis casos. Singapur, una pequeña economía con un alto ingreso per cápita, nos interesa sobre todo en la medida en que constituye un caso ejemplar. Es posible que en un país todo se haga bien. Un crecimiento elevado, ahorros importantes, baja inflación, instituciones sólidas y una economía abierta dominada por los bancos extranjeros se vinculan con un sector financiero bien asentado, que a su vez respalda un crecimiento mayor y más ahorro, entre otros aspectos. Si bien Singapur tiene un acceso fluido a los mercados financieros internacionales, el gobierno aun promueve a los mercados de capitales locales. Sin embargo, el sistema político de Singapur deja poco espacio para el debate y la rendición de cuentas. De hecho, la cifra

correspondiente a ese factor en el indicador de gobernabilidad del Banco Mundial es negativa.

Corea, una economía grande con un alto ingreso per cápita, y Tailandia, una economía mediana con un ingreso de nivel medio, son ejemplos del éxito más parcial. Una conclusión superficial derivada de estos casos es que si el comportamiento macroeconómico es lo suficientemente sólido, las instituciones se tornan menos importantes. En ambos casos, especialmente Tailandia, las instituciones dejan mucho que desear, pero esto no pareció entorpecer el desarrollo financiero en general. Sin embargo, mientras que los bancos proporcionan grandes cantidades de fondos en ambos países, los mercados de capitales están menos desarrollados que en otros casos presentados en el cuadro, con solo la mitad del total de los fondos provenientes de los mercados. Las deficiencias institucionales bien pueden significar una sangría a este respecto.

El caso de Chile, sin embargo, es el que ofrece las lecciones de más importancia para América Latina. En primer lugar, es parte de la región y, por lo tanto, comparte un conjunto de características con sus vecinos que los países asiáticos no comparten. En segundo lugar, es una economía pequeña con un nivel medio de ingreso per cápita. En tercer lugar, Chile no ha tenido siempre un buen desempeño en los diferentes indicadores que estamos estudiando. Más precisamente, se produjeron mejoras muy significativas tanto en la gestión macroeconómica como en sus instituciones durante las dos últimas décadas. Estas han permitido que el país tenga mercados de capitales que son importantes en comparación con los créditos bancarios, lo que es inusual en economías emergentes. Es más, la disponibilidad de financiamiento internacional no ha obstaculizado el desarrollo de los mercados internos de capital. Por último, dada la ausencia de déficit fiscal, el mercado de bonos ofrece amplio espacio para la iniciativa del sector privado. Los países latinoamericanos harían bien en analizar los pasos dados por el gobierno chileno y el sector financiero para lograr tan buen desempeño.

Las economías de Brasil y México, las dos más grandes de América Latina, son las más rezagadas de las seis que se analizan, en todos los aspectos que se toman en consideración. Poseen los sectores financieros más pequeños, junto con una mayor inflación, un menor crecimiento y menores tasas de ahorro que los otros cuatro casos, y sus instituciones no tienen la misma calidad. Al mismo tiempo, los dos países exhiben diferencias significativas. El hecho de que los mercados de capitales de Brasil sean casi tan grandes como los de Corea y Tailandia es muy importante. Sin embargo, la inmensa mayoría de los bonos en circulación representa deuda pública, puesto que el sector privado se ha visto desplazado. En ambos países es necesario considerar maneras de mejorar

la gestión macroeconómica y fortalecer las instituciones. Además, las opciones internacionales para obtener fondos pueden estar dificultando el desempeño de los mercados financieros internos, especialmente en México que se halla tan próximo a Estados Unidos.

Financiamiento a largo plazo

Habiendo identificado posibles fuentes de lecciones para América Latina en términos de financiamiento en general, nos centraremos ahora en dos temas específicos: el financiamiento a largo plazo y el acceso para las pequeñas empresas. En el cuadro 9.2 se proporciona información al respecto. La primera columna presenta la relación entre la inversión y el PIB. La segunda muestra datos de la encuesta acerca de la medida en que la falta de financiamiento a largo plazo constituye un obstáculo de mucha o moderada importancia para las operaciones de negocios y el crecimiento. La tercera y cuarta columnas indican dos instrumentos para satisfacer la necesidad de financiamiento a largo plazo: mercados de capitales y programas gubernamentales. La quinta columna aborda el crédito a las pymes, presentando datos de encuesta acerca de si la falta de financiamiento es un obstáculo importante para las operaciones de las pequeñas empresas. La última columna trata de los programas del gobierno en esta área.

Cuadro 9.2
AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL: FINANCIAMIENTO DE LARGO PLAZO Y ACCESO PARA PYMES, 2003

País	Coeficiente de inversión[a]	Restricción de crédito a largo plazo[b]	Mercados de capital[c]	Programas gubernamentales[d]	Restricción de crédito a pymes[e]	Programas guberna-mentales[f]
Brasil	20,7	63,8	59	Alto	30,0	Alto
Chile	23,0	41,7	147	Bajo	31,1	Mediano
Corea	32,2	n.d.	109	Alto	n.d.	Alto
Singapur	32,5	15,9	182	Mediano/alto	12,8	Mediano
México	19,5	87,6	23	Bajo	64,7	Mediano/alto
Tailandia	27,9	76,1	101	Mediano	43,9	Bajo/mediano

Fuente: Banco Mundial, *World Development Indicators* [en línea] <http://www.worldbank.org> para el coeficiente de inversión; cuadros 5.3 y 5.4 para los mercados de capitales Banco Mundial [en línea] <http://info.worldbank.org/governance/wbes> para las restricciones de crédito; estimaciones de los autores, sobre la base de materiales por país, para los programas gubernamentales.

n.d. No hay datos.

[a] Formación del capital interno bruto como porcentaje del PIB, promedio del período 1995–2003.
[b] Porcentaje de todas las empresas que informan que la falta de financiamiento a largo plazo es un "obstáculo importante o moderado" en el entorno de negocios.
[c] Capitalización del mercado de acciones y los bonos en circulación del sector privado como porcentaje del PIB.
[d] Programas de respaldo del gobierno para financiamiento de la inversión.
[e] Porcentaje de pequeñas empresas que informan que el financiamiento es un “obstáculo importante” en el entorno comercial.
[f] Programas de respaldo del gobierno para pymes.

En el estudio *World Business Environment Survey* (WBES) del Banco Mundial se proporcionan datos acerca de si el financiamiento a largo plazo es un problema importante o moderado en los diferentes países. Los representantes de una gran mayoría de las empresas de Brasil (64%), Tailandia (76%) y México (88%) manifestaron que sí lo era. Muy pocas empresas de Singapur estuvieron de acuerdo (16%). La cifra correspondiente a Chile (42%) se ubicó entre ambos extremos. La comparación de estas respuestas con la disponibilidad de financiamiento a largo plazo de los mercados internos de capitales ofrece resultados interesantes. En Singapur, que posee la disponibilidad mayor de fondos mediante bonos y acciones (casi el 200% del PIB), pocas empresas se quejan del financiamiento. Por el contrario, en México y Brasil, donde el financiamiento de los mercados de capitales es escaso (entre un 20% y un 60% del PIB), los empresarios señalan grandes dificultades. Como es de esperar, Chile se encuentra en un punto medio. La sorpresa es que en Tailandia también se menciona al financiamiento a largo plazo como un obstáculo, a pesar de que su disponibilidad parece amplia. Corea no se incluye en el estudio.

En vista de lo que se considera una falla del mercado, algunos gobiernos han tratado de complementar el financiamiento del sector privado mediante préstamos a largo plazo provenientes de los bancos de desarrollo del sector público. El BNDES es el ejemplo más destacado. El banco actualmente concede créditos por casi 14.000 millones de dólares al año, lo que constituye casi el 15% de la inversión interna bruta anual de Brasil.[1] La inmensa mayoría de los fondos se destina al sector privado, que incluye las empresas extranjeras; las áreas prioritarias abarcan la infraestructura, los insumos básicos, las exportaciones, el desarrollo tecnológico nacional y las pymes. Los datos de las encuestas, sin embargo, señalan que los créditos del BNDES no son suficientes para satisfacer la demanda y que las tasas de inversión son extremadamente bajas a pesar de la disponibilidad de fondos.[2]

Corea también posee bancos poderosos en el sector público. El Korea Development Bank (KDB) es el más grande y, al igual que el BNDES, se especializa en el financiamiento a largo plazo para la inversión. La mayor proporción de sus créditos se destina al sector industrial, seguido por el del gas, la electricidad y el agua, y luego el sector del transporte y las comunicaciones. En el año 2003, el crédito totalizó alrededor de 10.000 millones de dólares, es decir, el 6% de la

[1] Véase el cap. 8. El desembolso anual del Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social de Brasil (BNDES) supera lo que el Banco Mundial presta anualmente a escala mundial mediante las operaciones del Banco Internacional para Reconstrucción y Desarrollo (BIRD).

[2] Véase el análisis de Brasil en el cap. 8.

inversión del país en ese año. El Banco de Exportación e Importación de Corea (KEXIM) complementa al KDB mediante el financiamiento; otorgó créditos por una suma de casi 8.000 millones de dólares en el 2003. Lamentablemente, Corea no ha sido incluida en el WBES, por lo que no conocemos la opinión de los empresarios coreanos. De todos modos, Corea ha mantenido desde hace largo tiempo una alta tasa de inversión, y algunos expertos sostienen que los fondos gubernamentales han constituido un factor significativo.[3]

En Singapur y Tailandia la atención se dirige a la asociación entre los sectores público y privado para respaldar la inversión, pero esto se realiza de manera muy poco transparente. El gobierno de Singapur tiene un gran participación en la muy elevada tasa de inversión del país, operando por intermedio de la Corporación Gubernamental de Inversiones y Temasek, que en conjunto manejan activos que representan más del 150% de PIB. Gran parte de esta inversión, sin embargo, se realiza en el extranjero. Una de las fuentes de fondos es el Fondo Central de Previsión, el sistema de pensiones controlado por el gobierno, cuyos activos alcanzan casi el 65% del PIB.[4] Tailandia tiene varias de las denominadas instituciones financieras especializadas. La Corporación Financiera Industrial de Tailandia (IFCT), un emprendimiento conjunto público-privado, que parece haber sido muy similar al BNDES y al KDB, aunque en una escala mucho menor. Su *stock* de créditos a principios del 2003 era alrededor de 4.000 millones de dólares, aunque el flujo anual era mucho menor. En el 2004, esa institución se fusionó con el Banco Militar Tailandés y el DBS, un importante banco de Singapur. Todavía no está claro el papel que desempeñará la nueva institución.[5]

A diferencia de los otros casos, Chile y México hoy en día dependen principalmente del sector privado para el financiamiento de las inversiones, aunque ambos tuvieron prominentes bancos de desarrollo que desempeñaron un importante papel en la industrialización de sus países. Ahora, estas dos instituciones, la Corporación de Fomento de la Producción (CORFO) de Chile y Nacional Financiera (Nafin) de México, han pasado a ser bancos de segundo piso que atienden principalmente a las pymes. Habiéndose apartado del financiamiento público de la inversión, los gobiernos de Chile han buscado proporcionar incentivos para expandir tanto el sector bancario como el mercado de capitales. Los

---

[3] Para obtener información acerca del financiamiento en Corea, véanse Hahm (1999); Fitch Ratings (2002a); FMI (2003c); Ahn y Cha (2004). Para obtener información acerca de los bancos de desarrollo en particular, véanse KDB (2003); KEXIM (2003).

[4] Para obtener información acerca del sistema financiero de Singapur, véanse Montes y Giap (1999); Hew (2002); FMI (2004a); Fitch Ratings (2002b).

[5] Para obtener información acerca del financiamiento en Tailandia, véanse Vajragupta y Vichyanond (1999); Vichyanond (2002); FMI (2004f); Warr (2004); Fitch Ratings (2005).

datos en el cuadro 9.2 acerca del coeficiente de inversión y la disponibilidad de financiamiento a largo plazo reflejan sus buenos resultados respecto de los países vecinos, aunque queda mucho por hacer.[6] México todavía posee un sector bancario de desarrollo, pero la mayor parte de este sector está siendo progresivamente eliminado o se está volcando a objetivos sociales. Al mismo tiempo, el sector privado no ha intervenido para llenar el vacío en términos de financiamiento de la inversión. El crédito bancario para las empresas es muy limitado y es casi exclusivamente para el capital de trabajo, mientras que los mercados de capitales continúan siendo muy reducidos a pesar de la reciente expansión. Estos problemas se reflejan tanto en las bajas tasas de inversión como en el hecho de que los empresarios señalen que el financiamiento a largo plazo es un problema más serio que en nuestros otros casos de estudio.[7]

En resumen, en el cuadro 9.2 se sugiere que la falta de financiamiento a largo plazo es un obstáculo para la inversión y el crecimiento en la mayoría de los países que estudiamos en este capítulo. En los países con mercados de capitales importantes, que se especializan en financiamiento a largo plazo para un sector limitado del mundo empresarial, se reclama menos por este problema y se registran tasas más elevadas de inversión. Esto incluye a Singapur y Chile. Chile depende exclusivamente del financiamiento del sector privado, pero Singapur complementa sus mercados de capitales con una intervención directa del gobierno en la inversión. Brasil y Corea tienen importantes bancos estatales cuya misión es proporcionar financiamiento a largo plazo. Mientras que el banco brasileño es más grande que el coreano, no ha tenido el mismo efecto en el aumento de la tasa de inversión. México está en la peor posición, ya que no tiene ni mercados de capitales fuertes ni un banco de desarrollo activo. Sus empresas acusan la falta de financiamiento, que está relacionada con la baja inversión. La situación de Tailandia es inusual puesto que ha tenido una tasa de inversión relativamente alta, pero hay quejas por la falta de fondos. Esta aparente anomalía puede tener que ver con las secuelas de la crisis de 1997 en el país (la encuesta WBES se hizo en el año 2000).

Acceso para las pymes

El crédito para las pymes exhibe tanto similitudes como diferencias con respecto a las respuestas sobre el crédito a largo plazo. Es decir, en Singapur, los propietarios de pequeñas y medianas empresas manifiestan la existencia de poca dificultad en el acceso al financiamiento (menos de

[6] Véase el análisis de Chile en el cap. 6.
[7] Véase el análisis de México en el cap. 7.

un 13% lo señala como un problema muy importante), mientras que en México dan cuenta de una gran cantidad de problemas (casi el 65% lo considera como una limitación muy importante). Los otros tres países se sitúan entre ambos; nuevamente, no existe información disponible sobre Corea. Mientras que las instituciones del sector privado han demostrado algún interés en expandir el financiamiento para las pymes en los últimos años, como resultado tanto de márgenes más altos en esa área como de la migración de empresas más grandes a los mercados de capitales y al financiamiento internacional, no han tenido todavía un impacto profundo en la demanda existente. Así, los gobiernos han identificado este problema como otro caso de falla de mercado y han dado aun más prioridad a la solución de este tema que a incrementar el financiamiento para la inversión.

Los enfoques seguidos en Asia y América Latina han sido muy diferentes entre sí. Brasil, Chile y México han venido a depender fuertemente de las operaciones bancarias de segundo piso, con algún apoyo de los bancos comerciales del sector estatal en los dos primeros casos. El concepto clave es la asociación entre los sectores público y privado, asistiendo el primero en la creación de mercados para la porción subatendida de la población.

Como se argumentó anteriormente, la provisión de fondos para las pymes es una de las prioridades del BNDES. Una parte de sus préstamos se concede mediante operaciones de segundo piso con el Banco do Brasil, de propiedad estatal y el mayor banco comercial del país, y con diversas instituciones privadas. El Banco do Brasil otorga préstamos por su cuenta además de participar en las actividades del BNDES. En ambos casos, se proporcionan líneas de crédito para el capital de trabajo y bienes de inversión, junto con garantías, asistencia técnica y enfoques innovadores sobre el financiamiento de las pymes mediante la utilización de tarjetas de crédito. Entre ambos, se suministraron unos 5.000 millones de dólares en el año 2003.[8]

El principal agente estatal para las pymes en México es Nafin, el antiguo banco de desarrollo, que ahora dirige su atención a las pequeñas empresas como una de sus principales actividades. También actúa como agente fiscal del gobierno y concede préstamos directos a empresas del sector público. Nafin realizó un desembolso por concepto de préstamos y garantías en torno a los 8.000 millones de dólares en el año 2003, que se canalizó, casi totalmente, mediante operaciones de segundo piso; sus programas de apoyo financiero alcanzaron así a 90.000 empresas y sus esfuerzos de asistencia técnica a otras 250.000. Uno de los instrumentos

[8] Véase el análisis de Brasil en el cap. 8.

que ha ofrecido mejores resultados es una red basada en Internet que vincula empresas privadas que están interesadas en proporcionar servicios de factoraje a las pymes.[9]

En Chile se ha establecido una asociación entre el antiguo banco para el desarrollo, CORFO, y el banco comercial estatal, BancoEstado, para respaldar a las pymes. Trabajando en conjunto han diseñado un exitoso programa (Fogape) para compensar los costos de transacción de los bancos del sector privado que estén dispuestos a financiar a las pymes. Asimismo, se han embarcado en la concesión de préstamos directos a pequeñas empresas y garantías para que estas empresas puedan solicitar préstamos a bancos privados. Los montos de los préstamos de CORFO y Fogape son mucho menores que en Brasil y México, y llegaron solamente a unos 300 millones de dólares anuales entre ambos en el año 2003. Sin embargo, BancoEstado presta entre 2.000 y 3.000 millones de dólares anualmente a pequeñas empresas. Si se incluye este monto, entonces el sector público en Chile aporta mucho más per cápita de lo que aportan Brasil y México, pero esto se hace en términos comerciales.[10]

Corea y Tailandia, por el contrario, poseen bancos estatales que ofrecen financiamiento directo a las pymes. En Corea, el Industrial Bank of Korea (IBK) cumple esta función, mientras que en Tailandia existe una institución llamada SME Bank, es decir, "banco para pymes". El IBK es la fuente principal de financiamiento para pequeñas empresas en Corea y dedica el 85% de los 35.000 millones de dólares de su *stock* de créditos a las pymes; se desembolsaron unos 4.000 millones de dólares en nuevos préstamos en el 2003. Además de los tipos tradicionales de crédito, el IBK ha introducido un sistema de factoraje similar al de Nafin, y ha ayudado a empresas pequeñas a ingresar en el mercado internacional de bonos mediante una emisión garantizada conjuntamente con el Banco de Cooperación Internacional de Japón. También emprende operaciones de financiamiento de riesgo para un grupo selecto de pymes.[11] El SME Bank de Tailandia realiza actividades similares, pero a una escala menor y menos sofisticada. El total de préstamos en el 2003 fue alrededor de 680 millones de dólares y alcanzó a 6.000 pequeñas y medianas empresas.[12]

Los esfuerzos realizados en Singapur, el país de mayor ingreso de los seis, con respecto a las pymes se dirigen principalmente a promover la iniciativa empresarial y la innovación. Algunos programas son administrados directamente por organismos gubernamentales como la

---

9 Véase el análisis de México en el cap. 7.

10 Véase el análisis de Chile en el cap. 6.

11 Véase IBK (2003) y [en línea] <http://www.kiupbank.co.kr>. Nugent y Yhee (2002) ofrecen un análisis interesante del financiamiento de las pymes en Corea.

12 Véase SME Bank (2003) y [en línea] <http://www.smebank.co.th>.

Junta de Desarrollo Económico, mientras que otros se llevan a la práctica en conjunto con instituciones privadas y "ángeles" individuales. Muchos programas están dirigidos a emprendimientos tecnológicos, pero también hay oportunidades disponibles para empresas en sectores más tradicionales. Los instrumentos incluyen préstamos de tasa fija y variable, seguros, inversiones en capital accionario, incentivos fiscales, asistencia técnica mediante la contratación de expertos externos y respaldo para el desarrollo de mercados en el exterior.[13]

Los problemas de las pymes en general y sus necesidades financieras en particular son de alta prioridad en todo el mundo en desarrollo por su efecto potencial en la reducción de la pobreza y la generación de empleo. Desafortunadamente, es difícil evaluar los dos tipos de experiencias que hemos analizado, es decir, crédito directo de los bancos estatales en Asia oriental y financiamiento de segundo piso en América Latina, por la falta de información comparable. Resulta poco claro, además, si las experiencias exitosas pueden repetirse; el tema requiere más investigación comparativa. Necesitamos identificar mejores prácticas, tanto para las instituciones del sector público como para las del sector privado, y las condiciones para su implementación, como primer paso para brindar soluciones.[14]

Hacia una agenda de políticas sobre el financiamiento

Los gobiernos de América Latina están generalmente de acuerdo en que es necesario emprender iniciativas de política en el área del financiamiento. Aquellos que consideran al financiamiento como un factor determinante para el crecimiento desean profundizar y mejorar el desempeño del sector. Incluso aquellos que creen que el financiamiento es básicamente una respuesta al crecimiento se dan cuenta de que se necesita una infraestructura financiera apropiada para que exista una respuesta fluida. Lo que debería hacerse, sin embargo, no está claro. Es más, las diferentes características de los países complican enormemente el análisis de las políticas. Las condiciones iniciales son obviamente medulares en la elección de las medidas. Estas varían considerablemente, como se ha señalado a lo largo del libro, lo que supone que una misma solución no es apropiada para todos.

Nuestro propósito en estas páginas finales es sugerir una serie de recomendaciones de política que se ubiquen entre las grandes estrategias

[13] Véase Action Community for Entrepreneurship [en línea] <http://www.ace.org.sg>.

[14] Recientemente el Banco Mundial ha informado acerca de unos interesantes trabajos sobre pymes, financiamiento y pobreza. Véanse, entre otros, Berger y Udell (2004); Beck y otros (2004); Cull y otros (2004); Honohan (2004, 2005).

económicas y las políticas específicas de países individuales. Identificamos áreas que requieren una reforma y sugerimos algunos criterios generales, basados en las mejores prácticas halladas en nuestra investigación. Su coordinación con herramientas de política específicas tiene que ser la tarea de los actores de los sectores público y privado en cada país. Sostenemos que existen cinco áreas que constituyen el núcleo central de una agenda de medidas para fomentar un sistema financiero fuerte que promueva el crecimiento y la equidad. Estas incluyen una buena gestión macroeconómica, el desarrollo de instituciones sólidas, una integración cauta a la economía internacional, el respaldo para un segmento de largo plazo de los mercados financieros y un impulso importante hacia la expansión del financiamiento para las pequeñas empresas.

Gestión macroeconómica

Un primer grupo de medidas que hemos considerado crucial para el desarrollo tanto de los bancos como de los mercados de capitales se refieren a la gestión macroeconómica sólida. Es prácticamente imposible fomentar bancos sanos y, especialmente, mercados de capitales fuertes en medio de una inflación elevada y un crecimiento volátil. Brasil a fines de los años ochenta y principios de los noventa demuestra que los bancos pueden adecuarse para ser altamente rentables en esas circunstancias, pero lo harán por medio de actividades especulativas en lugar de préstamos para financiar la inversión del sector privado o el consumo. Argentina aporta un ejemplo diferente, ya que un entorno regulador estricto demostró no estar a la altura en un grave fracaso macroeconómico. Los mercados de bonos son mucho más frágiles que los bancos. En condiciones macroeconómicas débiles ofrecen, en el mejor de los casos, financiamiento a los gobiernos, mientras que las emisiones corporativas disminuyen y el mercado de acciones se mantiene volátil y con poca actividad.

Muchos aspectos de la política macroeconómica son importantes, y están estrechamente relacionados entre sí y con el financiamiento. El crecimiento estable, la inflación baja, la disciplina fiscal y los ahorros elevados son componentes esenciales de un entorno en el cual los mercados financieros puedan florecer. Con respecto a estos elementos, los países de América Latina han progresado más en el control de la inflación. El Plan Real de Brasil, a mediados de los años noventa, fue el paso final que devolvió a la región a niveles de inflación de un dígito. En muchos casos, estas conquistas de la inflación se lograron mediante tipos de cambio fijos que, en última instancia, dieron lugar a crisis financieras. Ahora parece haberse asumido un nuevo enfoque, que abarca los tipos de cambio flexibles y la lenta, pero segura, utilización de políticas monetarias y fiscales para disminuir más la inflación en aquellos casos en que sea

necesario. Chile, a lo largo de toda la década de 1990, fue un ejemplo de este tipo de política, contrariamente a los estilos de estabilización de Argentina, México o Brasil. Estas conquistas alcanzadas con sacrificios deben ser protegidas y, en algunos casos, ampliadas, pero dentro de un contexto de flexibilidad sustancial del tipo de cambio.

Un aspecto clave de la estabilización debe ser la disciplina fiscal, a pesar de las presiones políticas en contrario. La disciplina fiscal es importante porque el déficit tiene que estar financiado, ya sea mediante la emisión, la flotación de bonos nacionales o el ingreso a los mercados internacionales. Cada mecanismo tiene su costo para el desarrollo financiero. La inflación y la incertidumbre resultante son un tipo de costo, que genera la necesidad de compensarlas con una estricta política monetaria y tasas altas de interés. El desplazamiento del sector privado es otro costo, como puede verse en muchos países latinoamericanos donde la inmensa mayoría de los bonos consiste en deuda estatal. Por último, el uso negligente del financiamiento internacional, con desfases de varias clases, ha demostrado ser un poderoso elemento que subyace tras las crisis financieras. Mientras que los déficit fiscales declinaron abruptamente a principios de los años noventa, han ido aumentando nuevamente, lo que constituye un área de obvia preocupación en toda la región. Deben ser controlados, pero el nivel del déficit (o superávit) tiene que decidirse de acuerdo con las circunstancias políticas y económicas de cada país.

El crecimiento, el ahorro y el financiamiento son una tríada interrelacionada en la esfera macroeconómica. La evidencia econométrica sugiere que el financiamiento es la variable independiente en la relación con el crecimiento, pero este último siempre generará algún tipo de financiamiento cuando se necesite. La cuestión es cuán estable y robusto será el financiamiento. La situación en México desde 1995 es un ejemplo interesante. A pesar del continuo declive del crédito bancario y los minúsculos mercados de capitales internos, el crecimiento y la inversión tuvieron una tendencia al alza en la segunda parte de la década, respaldados por el financiamiento internacional a las grandes empresas y el financiamiento no bancario para las pymes. Mientras que la abrupta caída de la tasa de crecimiento de México a principios del año 2000 se debió principalmente a la caída del crecimiento económico de Estados Unidos, la falta de financiamiento para la mayoría de las empresas significó que la economía nacional no era capaz de contrabalancear la recesión que vino del exterior.

El ahorro es también principalmente el resultado del proceso de crecimiento, a pesar de que los impuestos y otras medidas políticas pueden tener un efecto positivo en la propensión a ahorrar. Una porción

de los ahorros disponibles será reciclada a través del sistema financiero interno. Los profundos sistemas financieros en Asia oriental son claramente el reflejo de las altas tasas de ahorro imperantes en esa región. La situación en América Latina es más frágil que en Asia por dos razones principales: las tasas de ahorro son en sí mismas más bajas y la distribución desigual del ingreso junto con la inestabilidad macroeconómica crean incentivos para la fuga de capitales, trasladando los ahorros existentes fuera del país antes que canalizarlos a los mercados financieros internos para financiar la inversión. En cada país es necesario diseñar herramientas e incentivos para ayudar a canalizar el ahorro hacia el sistema financiero y hacia una utilización productiva, pero esto debe suceder dentro de un contexto de crecimiento estable.

Desarrollo institucional

La creación de instituciones constituye una segunda área de política que es crucial para el fortalecimiento del sector financiero. La estabilidad política es un prerrequisito en cualquier programa para desarrollar instituciones que alcancen a toda la sociedad o específicas de un sector. En particular, la continuidad del enfoque político-económico es una condición necesaria. Muy frecuentemente en el pasado, América Latina experimentó amplios movimientos pendulares en su orientación política, lo que tiene el efecto de socavar el establecimiento de instituciones. Uno de los aspectos más positivos de los últimos años es la tendencia creciente hacia la continuidad de la política económica, aun cuando gobiernos de distintas orientaciones se sucedan uno a otro. Tanto los gobiernos como el sector privado están comenzando a darse cuenta de que lleva mucho tiempo crear instituciones, pero que estas pueden ser destruidas en un instante.

Dado un contexto político adecuado, la creación de instituciones debe hacerse en dos áreas definidas. La primera es el área sobre la que hemos hecho énfasis en el libro: las regulaciones y normas que, mediante el ejercicio de un control de la incertidumbre, gobiernan las interacciones de la sociedad. Nos hemos enfocado en dos tipos de regulaciones y normas, ambos esenciales para fomentar el desarrollo financiero. A nivel de sociedad, el Banco Mundial ha ayudado a definir y evaluar un conjunto de instituciones para la gobernabilidad. De sus seis elementos, hemos trabajado con cuatro: eficacia gubernamental, calidad reguladora, estado de derecho y control de la corrupción. Encontramos que existe una relación estrecha entre estos indicadores y tanto el desempeño de los bancos como el tamaño del mercado de capitales, lo que sugiere una fructífera —aunque difícil— área en la que los gobiernos deberían intentar hacer progresos en el futuro cercano. En el sector del financiamiento, es

también ineludible un conjunto más específico de instituciones. Debe fortalecerse tanto el gobierno corporativo de las empresas que se presentan como potenciales prestatarias, como del mismo sector financiero. Los ejemplos que otros y nosotros hemos observado, relacionados con el desarrollo del mercado de capitales, incluyen la divulgación de información financiera, la transparencia general, la ejecución de los contratos, la protección de accionistas minoritarios, la prohibición del abuso de información privilegiada y los procedimientos de quiebra simples y expeditivos. Estas prácticas tienen un fuerte impacto en la disposición de los banqueros a conceder préstamos y de los inversionistas a colocar fondos en los mercados de capitales. La relación es especialmente importante con respecto al financiamiento del sector privado. El gobierno puede llegar a obtener recursos de varias formas, pero el financiamiento del sector privado es mucho más frágil.

La segunda área del desarrollo institucional es más concreta e involucra agentes especializados y mercados. En relación con la banca, quizá lo más importante es el sistema de regulación y supervisión. Las opiniones difieren sobre cuál es el mejor tipo de regulación y supervisión, tanto para bancos como para mercados de capitales. La opinión prevaleciente es que es esencial que el gobierno desempeñe un papel fuerte, pero algunos expertos han comenzado a argumentar recientemente que es preferible el monitoreo por parte del sector privado. Nuestra opinión es que sería un error descansarse exclusivamente en este último, dados los problemas de los *shocks* macroeconómicos, el contagio y la prociclicidad que caracterizan a las economías abiertas. Por otra parte, actividades tales como el aumento de la divulgación de la información y la transparencia y la introducción de calificaciones y auditorías externas pueden resultar complementos útiles a la regulación y la supervisión estatal. La supervisión estatal y el monitoreo privado deben ser vistos no como sustitutos, sino como complementos. Los atributos fundamentales de los supervisores deben incluir un alto nivel de especialización, una remuneración que impida que sean sobornados o contratados por otros y un adecuado entrenamiento. El entrenamiento puede hacerse de manera provechosa en coordinación con los organismos reguladores de los países desarrollados, lo que es especialmente importante cuando bancos extranjeros controlan una cuota dominante en los mercados locales (como en México). El intercambio de información y quizás la supervisión conjunta son otros temas que necesitan más atención de la que han recibido hasta hoy.

Con relación a los mercados de capitales, los requerimientos clave incluyen el fomento del desarrollo de nuevos actores y el fortalecimiento de la infraestructura del mercado. En cuanto a la demanda, hemos descrito la importancia de los inversionistas institucionales, incluso de los fondos de

pensión y las compañías aseguradoras. Al mismo tiempo, observamos un grado de contradicción entre los inversionistas institucionales y la liquidez que se necesita para atraer a otros participantes a los mercados de bonos y acciones. Una respuesta consiste en promover a otro tipo de inversionista institucional —los fondos mutuos— que tiende a especializarse en inversiones de corto a mediano plazo en razón de los requerimientos de los clientes. En cuanto a la oferta, un aspecto central es atraer un número suficiente de empresas para cotizar en las bolsas locales. Entre otros, dos problemas interrelacionados necesitan la atención del gobierno. Por una parte, si los mercados han de prosperar, debe promoverse un gobierno corporativo fuerte. Por otra parte, algunas empresas están poco dispuestas a involucrarse en la divulgación y transparencia que constituye la esencia del gobierno corporativo. Convencerlas de que a la larga es de su interés hacerlo es una tarea en curso de las autoridades financieras en todas las economías emergentes.

Contexto internacional y regional

Mientras que el contexto internacional en el cual los bancos y mercados de capitales latinoamericanos operan es manifiestamente importante para su desempeño, las políticas en esta área son complicadas. Algunos expertos enfatizan la necesidad de reformar la arquitectura financiera internacional. Sin embargo, los países en desarrollo no ejercen mucha influencia. Es más, los intereses de los países en desarrollo no siempre coinciden, lo que dificulta la creación de alianzas que podrían aumentar su influencia. Por ejemplo, los países más ricos están más concentrados en el acceso a los flujos privados, mientras que los más pobres están más interesados en la asistencia internacional. Aquellos con acceso al capital privado están preocupados por las medidas para mejorar la estabilidad de los flujos internacionales; aquellos que se apoyan en los flujos del sector público tienden a estar más interesados en las condiciones para el alivio de la deuda.

Dado este panorama, recomendamos que los países latinoamericanos dediquen sus principales esfuerzos a disminuir su propia vulnerabilidad, pero sin abandonar la atención a las políticas financieras internacionales.[15] En gran medida esto significa seguir políticas macroeconómicas sólidas, tal como se argumentó anteriormente. Las tasas de ahorro más altas y los déficit fiscales más bajos disminuyen la necesidad de financiamiento externo. De manera similar, las estrategias conservadoras de gestión de deudas pueden ayudar a evitar que los

[15] Williamson (2005) ha sugerido recientemente algunas ideas interesantes para una agenda política que enfatice tanto la parte del acreedor como la del deudor.

países se encuentren desprevenidos cuando cambian las condiciones en los mercados financieros internacionales. Dentro del contexto de la gestión macroeconómica, la utilización sensata de controles en la afluencia de capitales puede ayudar a prevenir que oleadas de capital socaven la estabilidad interna. Debería buscarse la coordinación entre vencimientos, monedas y tasas de interés cuando se emprenden operaciones internacionales. Por último, la disminución de la vulnerabilidad internacional de un país es una razón fuerte para desarrollar los mercados de capitales locales.

Un poderoso argumento en contra del último punto se centra en el tamaño relativamente pequeño de la mayoría de las economías latinoamericanas, con excepción de Brasil y México. El tamaño pequeño del mercado de hecho afecta la capacidad de los mercados de capitales locales para cumplir con las necesidades financieras de los gobiernos y las grandes empresas. Algunos economistas del Banco Mundial, entre otros, han sugerido recientemente que a causa de las restricciones por tamaño, el mejor enfoque es seguir adelante con la integración financiera internacional y olvidarse de los mercados locales. No creemos que esta recomendación sea de ayuda excepto, quizás, para los prestatarios más grandes. Las empresas medianas no podrán ingresar a los mercados internacionales, pero podrían participar localmente. Además, los mercados locales podrían complementar las ofertas internacionales de los prestatarios más grandes. Sugerimos que los gobiernos continúen con sus esfuerzos para expandir los mercados nacionales mediante políticas de desarrollo de esos mercados, tales como el mejoramiento del gobierno corporativo y el aumento de los tipos de actores que pueden participar. Podría incluirse la introducción de mercados de acciones para nuevas o pequeñas empresas, como se ha hecho en Brasil, Chile y Corea.

Una alternativa que el Banco Mundial rechaza, pero que pensamos merece mayor estudio, es la creación de mercados de capitales regionales. Los gobiernos de Asia oriental han tomado la delantera en esta área y ya han establecido algunas instituciones relacionadas con el tema. Por ejemplo, se ha establecido un pequeño mercado regional de bonos y los bancos centrales han negociado créditos recíprocos. Por el lado del sector privado, los bancos han comenzado a invertir a través de las fronteras, aumentando la demanda de corredores de bolsa, bancos de inversión y otras instituciones de ese tipo que tengan su base en la región. Los países latinoamericanos harían bien en seguir atentamente los resultados para apreciar lo que se puede lograr. Dentro de América Latina, un primer paso es la armonización de las políticas macroeconómicas, pero también podrían darse otros. Los bancos regionales y subregionales de desarrollo deberían desempeñar un papel importante en estas actividades.

Financiamiento a largo plazo para la inversión

La falta de financiamiento a largo plazo para la inversión es una de las dos fallas de mercado que señalamos en el libro. Se podría afirmar que la falta de tal financiamiento es una de las causas de las bajas tasas de inversión encontradas en América Latina, aunque algunas aproximaciones han sido más exitosas que otras para abordar el problema. Por ejemplo, Brasil dispone de una gran cantidad de fondos a largo plazo a través del BNDES, sin embargo posee una de las tasas más bajas de inversión de la región. El gobierno de Chile, en cambio, no ofrece financiamiento a largo plazo, pero ha promovido los mercados de capitales con mayor éxito según lo determinan las tasas de inversión. México dispone de poco financiamiento de cualquiera de las dos clases, dependiendo del financiamiento no bancario e internacional junto con las ganancias no repartidas. Una vez más, sin embargo, la tasa de inversión es muy baja. Las políticas de promoción de mercados podrían desempeñar un papel útil en la estimulación del desarrollo de las instituciones tanto públicas como privadas.

Tres formas de promover mercados ofrecen el potencial para incrementar el financiamiento a largo plazo. Una primera aproximación se centra en los bancos, ya que constituyen la principal fuente de financiamiento en la región, a pesar de su pobre actuación en años recientes. Es necesario extender los vencimientos de los préstamos bancarios que sean utilizados para la inversión. Una posibilidad sería establecer garantías cuidadosamente concebidas por parte de los bancos públicos nacionales o regionales. Otra sería impulsar en varios países un sistema de securitización de los préstamos a largo plazo para la inversión, siguiendo las líneas del mercado de créditos hipotecarios. Mientras que el sistema más conocido es el de Estados Unidos, en Chile hace tiempo que se ofrece la securitización de activos por la deuda hipotecaria, y México y Brasil han comenzado también a utilizar este enfoque. En el caso de Estados Unidos, las instituciones que participan son casi públicas, pero los bancos de desarrollo regionales podrían desempeñar este papel, como también podrían hacerlo empresas privadas con suficientes recursos. Esto permitiría a los bancos efectuar préstamos a largo plazo, pero luego darlos de baja en los balances a los efectos de poder mantener nuevos financiamientos disponibles.[16]

[16] Es más fácil el uso de la securitización en la garantía hipotecaria que en la de préstamos de inversión a causa de la estandardización de los activos subyacentes y de la capacidad de ejecución en caso de falta de pago. Se requeriría una mayor creatividad institucional para los préstamos de inversión.

Una segunda aproximación es promover mercados de capitales en países donde el mercado es lo suficientemente grande como para sostenerlos. Brasil y México son claros candidatos, y los mercados chilenos ya están activos en una economía relativamente pequeña. Un factor clave es la restricción fiscal, de modo tal que los fondos disponibles no sean monopolizados por el sector público. Sobre la base de nuestra evaluación de varias experiencias, identificamos tres requerimientos adicionales: el buen gobierno corporativo, la presencia de inversionistas institucionales y suficiente liquidez de los mercados secundarios para infundir confianza en los inversionistas. Mientras que puede llegar a suscitarse algún conflicto entre el segundo y tercer punto, es más probable que esto suceda con los fondos de pensiones y compañías de seguros, dados sus horizontes de largo plazo. Otros inversionistas institucionales, como los fondos mutuos, son operadores más activos. Como se menciona más arriba, la posibilidad de contar con mercados de capitales regionales también debería investigarse como una manera de resolver el problema del tamaño.

Una tercera aproximación supone un papel directo del gobierno en la provisión de financiamiento a largo plazo. La experiencia negativa con los bancos de desarrollo estatales en muchos países ha llevado frecuentemente al cierre de estos bancos o a su transformación en instituciones de segundo piso. Sin embargo, vale la pena analizar los casos que ofrecen resultados relativamente buenos para observar si algunos mecanismos pueden adaptarse a otros lugares. El KDB de Corea es un caso a analizar, como lo es el BNDES, aunque la razón por la cual este no ha logrado aumentar las tasas de inversión debe analizarse cuidadosamente. Varios bancos de desarrollo regionales y subregionales también han desempeñado un papel positivo en el financiamiento de la inversión. El Banco Interamericano de Desarrollo, la Corporación Andina de Fomento y el Banco Centroamericano de Integración Económica son importantes ejemplos en América Latina. El Banco Mundial proporciona un ejemplo a escala mundial. Estas instituciones regionales y mundiales podrían también ser provechosamente analizadas para extraer lecciones de cómo los bancos de desarrollo bien manejados pueden contribuir al financiamiento a largo plazo para la inversión. La mala experiencia con los bancos del sector público en el pasado no debería ser motivo para la eliminación automática de esta opción.

Acceso al financiamiento para pequeñas empresas

La otra falla de mercado que se ha analizado es la falta de financiamiento para las pequeñas empresas. Las dos razones más importantes para que las pymes tengan dificultades en la obtención de

fondos son la falta de información acerca de las empresas (a causa de un escaso mantenimiento de registros o de un historial insuficiente) y los altos costos de transacción (el costo unitario administrativo para efectuar pequeños préstamos es mucho más alto que para los grandes préstamos). El desafío, entonces, es concebir instrumentos para encarar estos problemas. La solución debe tomar en cuenta algunas importantes diferencias entre dos tipos de pequeñas empresas, puesto que pueden requerir soluciones diferentes a sus problemas de financiamiento. Las pequeñas empresas de los sectores tradicionales pueden ser financiadas por instituciones existentes (bancos e intermediarios no bancarios), pero los emprendimientos de alta tecnología pueden requerir fondos semejantes al capital de riesgo en los países desarrollados. Una vez más, se requieren políticas para promover y completar los mercados.

Los países que hemos analizado han ensayado cuatro vías para incrementar los fondos para las pequeñas empresas, con diferentes grados de éxito. Los gobiernos de otros países podrían sacar lecciones de los éxitos y fracasos. La primera vía es la manera tradicional de proporcionar fondos a las pequeñas empresas, es decir, los préstamos directos ofrecidos por bancos públicos comerciales o de desarrollo. Estas experiencias han sido generalmente bastante negativas, en términos tanto del manejo de los bancos como de hacer llegar los fondos a los destinatarios correspondientes. Aun así, algunos casos que han ofrecido resultados relativamente buenos merecen analizarse, como el de BancoEstado en Chile, el del BNDES y el Banco do Brasil en Brasil, y el de los bancos estatales de Costa Rica. Varios bancos de Asia oriental, como el Industrial Bank of Korea, pueden ofrecer asimismo algunas experiencias útiles. Luego de tener serios problemas en el pasado, estas instituciones han reestructurado sus operaciones y mejorado su gestión bancaria interna. Las regulaciones estrictas, que colocan a los bancos estatales en el mismo nivel que sus competidores privados, han sido también esenciales para el cambio de dirección de la actuación y para hacer de los bancos instrumentos potencialmente útiles para proporcionar fondos a las pymes.

La segunda vía involucra a los bancos de segundo piso. Estos han sido mucho más habituales que el crédito directo en años recientes en América Latina. Son instituciones propiedad del Estado que suministran fondos a bancos comerciales, habitualmente privados, para que los presten nuevamente a las pequeñas y medianas empresas. Dos de los instrumentos utilizados con mejores resultados por los bancos de segundo piso han sido las garantías para los préstamos concedidos por los bancos privados a las pequeñas empresas y los subsidios para los costos de transacción. BancoEstado de Chile, en colaboración con CORFO, ha utilizado ambos métodos con resultados bastante buenos. Nafin de México tiene un importante programa que ofrece garantías a los bancos

por los préstamos que conceden a las pequeñas y medianas empresas. El BNDES de Brasil también otorga la mayoría de sus préstamos a las pymes mediante operaciones de segundo piso con bancos comerciales tanto estatales como privados, que son responsables del análisis y aprobación tanto de créditos como de garantías. Los funcionarios del BNDES argumentan que estos últimos están más cerca de los clientes y pueden así tomar decisiones mejor informadas que las de los grandes bancos de desarrollo.

En tercer lugar, se están estableciendo en América Latina nuevas instituciones y técnicas para respaldar los préstamos. Los registros crediticios han bajado el costo de la información necesaria para otorgar préstamos a las pymes, mientras que las calificadoras de crédito han bajado los costos de transacción. El arrendamiento financiero y el factoraje se han transformado también en importantes fuentes de financiamiento para las pequeñas empresas. El arrendamiento financiero les permite conseguir equipamiento sin tener que realizar un gran gasto inicial, mientras que el factoraje hace posible el acceso al dinero antes de que se realice el pago por los productos que producen. De hecho, el factoraje se ha convertido en la técnica de preferencia utilizada por Nafin de México, que ha concebido un plan de segundo piso para vincular a los grandes compradores y empresas privadas de factoraje con los pequeños subcontratistas. Del mismo modo, los análisis muestran que una cantidad sustancial de inversiones de pequeñas empresas en Chile se realiza mediante el factoraje y el arrendamiento financiero. En Brasil, tanto el BNDES como el Banco do Brasil han introducido tarjetas de crédito para pymes que proporcionan crédito de mediano plazo con aprobación previa para el capital de trabajo y la inversión, y el primero administra un programa de préstamos y asistencia técnica para las pymes exportadoras. Han aparecido asimismo nuevos actores para financiar a las pymes. En México la ausencia de crédito proveniente de los bancos comerciales llevó a la formación de un grupo de instituciones no bancarias (sofoles). Como no pueden tomar depósitos, las sofoles consiguen fondos de los bancos y los mercados de capitales. El destino de los préstamos han sido principalmente el consumo y la vivienda, pero también se han concedido créditos a las pymes. Una señal de sus buenos resultados es el hecho de que muchas han sido compradas por los grandes bancos.

Por último, un selecto grupo de pequeñas empresas necesita una gran cantidad de fondos para emprender inversiones en áreas de alta tecnología. Tales empresas han logrado el acceso a fondos provenientes de capitales de riesgo en países desarrollados y en algunos países asiáticos. La provincia china de Taiwán tiene, quizás, el conjunto más desarrollado de empresas de capital de riesgo, pero Corea y Singapur también se están moviendo en esta dirección. En México existen

incipientes empresas de capital de riesgo (sincas, un tipo de fondo mutuo), aunque aún no han despegado, mientras que la última reforma del mercado de capitales en Chile contiene disposiciones para estimular el capital de riesgo. Esta es, evidentemente, un área para la actividad futura, probablemente por medio de una asociación entre los sectores público y privado. Puede también involucrar mercados de acciones especializados para nuevas empresas de modo de proporcionar una salida a los socios de riesgo y una fuente continua de fondos para las empresas en una etapa posterior. Un análisis de las experiencias asiáticas podría resultar un provechoso primer paso.

Comentarios finales

Para cerrar nuestro análisis de los sistemas financieros de América Latina en el nivel regional y nacional, vale la pena enfatizar algunas ideas clave. En primer lugar, el financiamiento es un importante determinante del crecimiento y del bienestar. Por lo tanto merece tener la más alta prioridad en la agenda de las políticas públicas de la región. En segundo lugar, en casi todos los países de América Latina, los sistemas financieros —los sistemas bancarios y los mercados de capitales— funcionan de manera débil. No están ofreciendo ni el respaldo necesario para un crecimiento mayor, ni el acceso requerido para extender las oportunidades a los grupos menos privilegiados de la sociedad. La mayoría de los gobiernos de América Latina ha declarado que su objetivo global es el crecimiento con equidad; el financiamiento es una herramienta clave que puede favorecerlos o perjudicarlos. En tercer lugar, es necesario hacer cambios. La liberalización resolvió algunos problemas, pero creó muchos otros. Es tiempo de seguir adelante con una nueva agenda de reformas que aborde las deficiencias existentes. Hemos presentado un conjunto de propuestas; otros han hecho sus propias sugerencias. En última instancia, cada gobierno y los actores del sector privado de cada país deben elegir estrategias generales y seleccionar políticas específicas que funcionen en su caso particular. Aun con una agenda clara y coherente, el fortalecimiento de los sistemas financieros de la región será un proceso a largo plazo y lleno de dificultades. Es urgente comenzarlo hoy.

Bibliografía

Acemoglu, Daron, Simon Johnson y James Robinson (2004), "Institutions as the fundamental cause of long-run growth", *NBER Working Paper Series*, Nº 10481, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research (NBER), mayo.

____(2002), "Reversal of fortune: geography and institutions in the making of the modern world income distribution", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, Nº 4, Cambridge, Massachusetts, The MIT Press, noviembre.

____(2001), "The colonial origins of comparative development: an empirical investigation", *American Economic Review*, vol. 91, Nº 5, Nashville, Tennessee, American Economic Association, diciembre.

Agosin, Manuel R. y Ernesto Pastén (2003), "Corporate governance in Chile", *Documentos de trabajo*, Nº 209, Santiago de Chile, Banco Central de Chile, mayo.

Agosin, Manuel R. y Ricardo Ffrench-Davis (2001), "Managing capital inflows in Chile", *Short-term Capital Flows and Economic Crisis*, Stephany Griffith-Jones, Manuel F. Montes y Anwar Nasution (eds.), Oxford University Press, febrero.

Ahn, Choong Yong y Baekin Cha (2004), "Financial sector restructuring in South Korea: accomplishments and unfinished agenda", *Asian Economic Papers*, vol. 3, Nº 1, Cambridge, Massachusetts, The MIT Press.

Alba, Pedro, Leonardo Hernández y Daniela Klingebiel (2001), "Financial liberalization and the capital account: Thailand 1988-1997", *The Political Economy of the East Asian Crisis and Its Aftermath: Tigers in Distress*, Arvid Lukauskas y Francisco Rivera-Batiz (eds.), Cheltenham, Edward Elgar Publishing.

Albuquerque, Pedro H. (2001), "Impactos econômicos da CPMF: teoria e evidência", *Trabalhos para discussão*, Nº 21, Brasilia, Banco Central de Brasil, junio.

Allen, Franklin y Douglas Gale (2000), *Comparing Financial Systems*, Cambridge, Massachusetts, The MIT Press.

Amsden, Alice H. (ed.) (1994), "The World Bank's the East Asian miracle: economic growth and public policy", *World Development*, vol. 22, Nº 4, Banco Mundial.
____(1989), *Asia's Next Giant: South Korea and Late Industrialization*, Nueva York, Oxford University Press.
Amyx, Jennifer (2004), "A regional bond market for East Asia? The evolving political dynamics of regional financial cooperation", *Pacific Economic Paper*, Nº 342, Canberra, Universidad Nacional de Australia/Australia-Japan Research Center, enero.
Aoki, Masahiko, Hyung-Ki Kim y Masahiro Okuno-Fujiwara (eds.) (1997), *The Role of Government in East Asian Economic Development: Comparative Institutional Analysis*, Oxford, Clarendon Press.
Armijo, Leslie y Walter L. Ness (2004), "Contested meanings of corporate governance reform: the case of democratic Brazil, 1985-2003", documento preparado para la reunión anual de la Western Political Science Association, Portland, Oregon, 11-13 de marzo.
____(2002), "Modernizing Brazil's capital markets, 1985-2001: pragmatism and democratic adjustment", documento preparado para la reunión anual de la International Studies Association, Nueva Orleans, 25-28 de marzo.
Asher, Mukul G. (2002), "Los sistemas de seguridad social en el Sudeste de Asia: necesidad de amplitud de perspectivas y de profesionalismo", *Revista internacional de seguridad social*, vol. 55, Nº 4, Ginebra, Asociación Internacional de la Seguridad Social, octubre-diciembre.
Baer, Werner y Nader Nazmi (2000), "Privatization and restructuring of banks in Brazil", *Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 40, Nº 1, Illinois, Bureau of Economic and Business Research, Universidad de Illinois.
Baldacci, Emanuele, Luiz R. de Mello y María G. Inchauste (2002), "Financial crises, poverty, and income distribution", *Working Paper*, Nº 02/4, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).
Banco Central de Brasil (2003), "Avaliação de 4 anos do projeto juros e spread bancário", Brasilia.
Banco Central de Chile (2000), "Indicadores económicos y sociales de Chile, 1960-2000" [CD-Rom], Santiago de Chile.
Banco de México (2003), "El desarrollo de los mercados de capitales", presentación preparada para la décima cuarta convención del mercado de valores "Integrando mercados", México, D.F., Banco de México, 26 de noviembre.
____(2002), "Mercado de valores de renta fija: el caso mexicano" [en línea], México, D.F., <http://www.banxico.org.mx>.
____(2001), "Los mercados de capitales" [en línea], México, D.F., <http://www.banxico.org.mx>.
Banco Mundial (2004a), *Global Development Finance 2004: Harnessing Cyclical Gains for Development*, Washington, D.C.
____(2004b), *La pobreza en México: una evaluación de las condiciones, las tendencias y la estrategia del gobierno*, México, D.F.
____(2004c), *Whither Latin American Capital Markets?*, Washington, D.C., Oficina del Economista Jefe, Región de América Latina y el Caribe.
____(2002), "Financial sector assessment: Mexico", Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), octubre.

___(2001), *Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World*, Washington, D.C., Oxford University Press.
___(1999), *Global Economic Prospects, 1998/99*, Washington, D.C.
___(1993), *The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy*, Washington, D.C., Oxford University Press.
___(1992), *Informe sobre el desarrollo mundial, 2002*, Washington, D.C.
Barth, James R., Gerard Caprio Jr. y Ross Levine (2005), *Rethinking Bank Regulation: Till Angels Govern*, Cambridge, Cambridge University Press.
___(2001a), "Bank regulation and supervision: what works best?", *Policy Research Working Paper Series*, Nº 2725, Washington, D.C., Banco Mundial.
___(2001b), "The regulation and supervision of banks around the world: a new database", *Policy Research Working Paper Series*, Nº 2588, Washington, D.C., Banco Mundial.
BAsD (Banco Asiático de Desarrollo) (2004), *Asian Development Outlook 2004*, Nueva York, Oxford University Press.
Batra, Geeta, Daniel Kaufmann y Andrew H.W. Stone (2003), *Investment Climate Around the World: Voices of Firms from the World Business Environmental Survey*, Washington, D.C., Banco Mundial, mayo.
Baumann, Renato (ed.) (2002), *Brazil in The 1990s: An Economy in Transition*, Nueva York, Palgrave Macmillan.
Beck, Thorsten y otros (2004), "Finance, firm size, and growth", documento preparado para la Conference on Small and Medium Enterprises, Washington, D.C., Banco Mundial, 14 y 15 de octubre.
Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt y Ross Levine (2003), "Law and finance: why does legal origin matter?", *Journal of Comparative Economics*, vol. 31, Nº 4, Middletown, Connecticut, Wesleyan University, diciembre.
Beck, Thorsten, Juan Miguel Crivelli y William Summerhill (2005), "State bank transformation in Brazil: choices and consequences", *Journal of Banking and Finance*, vol. 29, Nº 8-9, Elsevier, agosto-septiembre.
Belaisch, Agnès (2003), "Do Brazilian banks compete?", *Working Paper*, Nº 03/113, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), junio.
Berger, Allen y Greg Udell (2004), "A more complete conceptual framework for SME financing", documento preparado para la Conference on Small and Medium Enterprises, Washington, D.C., Banco Mundial, 14 y 15 de octubre.
BID (Banco Interamericano de Desarrollo) (2004), *Economic and Social Progress in Latin America, 2005 Report*, Washington, D.C.
___(2001), *Economic and Social Progress in Latin America, 2001 Report*, Washington, D.C.
___(1995), *Economic and Social Progress in Latin America, 1995 Report*, Washington, D.C.
Blum, Jürg (1999), "Do capital adequacy requirements reduce risk in banking?", *Journal of Banking and Finance*, vol. 23, Nº 5, Elsevier, mayo.
BMV (Bolsa Mexicana de Valores) (2003), *Informe anual, 2003*, México, D.F.
BNDES (Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social) (2002), *BNDES-Fifty Years of Development*, Brasilia, septiembre.
Bonin, John P. e Istvan Abel (2000), "Retail banking in Hungary: a foreign affair?", *Working Paper*, Nº 356, Michigan, Universidad de Michigan, William Davidson Institute, diciembre.

Borio, Claudio (2003), "Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?", *BIS Working Papers*, Nº 128, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BPI), febrero.

Borio, Claudio, Craig Furfine y Philip Lowe (2001), "Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options", *BIS Papers*, Nº 1, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BPI), marzo.

Bortolotti, Bernardo y Domenico Siniscalco (2004), *The Challenges of Privatization: An International Analysis*, Oxford, Oxford University Press.

BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo) (2004), *Annual Report*, São Paulo.

Boyd, John H., Ross Levine y Bruce D. Smith (2001), "The impact of inflation on financial sector performance", *Journal of Monetary Economics*, vol. 47, Elsevier, Nº 2, abril.

BPI (Banco de Pagos Internacionales) (2004), "Foreign direct investment in the financial sector of emerging market economies", Basilea, Comité del Sistema Financiero Mundial, marzo.

____(2002), "The development of bond markets in emerging economies", *BIS Papers*, Nº 11, Basilea, junio-julio.

____(2000), "Cycles and the financial system", *Annual Report*, Basilea.

Brothers, Dwight S. y Leopoldo M. Solís (1966), *Mexican Financial Development*, University of Texas Press.

Budnevich, Carlos (2000), "El sistema financiero chileno y su institucionalidad regulatoria: las políticas bancarias", *El estado y el sector privado: construyendo una nueva economía en los años 90,* Oscar Muñoz Gomá (ed.), Santiago de Chile, Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales (FLACSO)/Dolmen.

Bulmer-Thomas, Victor (2003), "The economic history of Latin America since independence", *Cambridge Latin American Studies Series*, Nº 77, Cambridge, Cambridge University Press.

Burki, Shahid Javed y Guillermo E. Perry (1998), *Beyond the Washington Consensus: Institutions Matter*, Washington, D.C., Banco Mundial, Estudios para América Latina y el Caribe.

____(1997), *The Long March: A Reform Agenda for Latin America and the Caribbean in the Next Decade*, Washington, D.C., Banco Mundial, Estudios para América Latina y el Caribe.

Caballero, Ricardo J. (2002), "Coping with Chile's external vulnerability: a financial problem", *Documentos de trabajo*, Nº 154, Santiago de Chile, Banco Central de Chile, mayo.

Calderón, Alvaro y Ramón Casilda (2000), "La estrategia de los bancos españoles en América Latina", *Revista de la CEPAL*, Nº 70 (LC/G.2095-P/E), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), abril.

Calderón, Alvaro y Stephany Griffith-Jones (1995), "Los flujos de capital extranjero en la economía chilena: renovado acceso y nuevos usos", *serie Desarrollo productivo*, Nº 24 (LC/G.1868), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), septiembre.

Calomiris, Charles, Daniela Klingebiel y Luc Laeven (2004), "A taxonomy of financial crisis resolution mechanisms: cross-country experience", *Policy Research Working Paper Series*, Nº 3379, Washington, D.C., Banco Mundial, agosto.

Calvo, Guillermo A. (1998), "Capital flows and capital-market crises: the simple economics of sudden stops", *Journal of Applied Economics*, vol. 1, Nº 1, Buenos Aires, Universidad del CEMA, noviembre.

Camdessus, Michel (1995), "Address by Michel Camdessus Managing Director of the International Monetary Fund at the UN World Summit for social development", *IMF News and Events*, Copenhagen, Fondo Monetario Internacional (FMI), 7 de marzo.

Capaul, Mierta (2003), "Corporate governance in Latin America", *Whither Latin American Capital Markets,* LAC Regional Study background paper, Washington, D.C., Banco Mundial, Oficina del Economista Jefe, Región de América Latina y el Caribe, febrero.

Caprio, Gerard y Daniela Klingebiel (2003), *Episodes of Systemic and Borderline Financial Crises*, Washington, D.C., Banco Mundial, enero.

Caprio, Gerard y otros (eds.) (2004), *The Future of State-Owned Financial Institutions*, Washington, D.C., Brookings Institution Press, septiembre.

Caprio, Gerard, Patrick Honohan y Joseph Stiglitz (eds.) (2001), *Financial Liberalization: How Far, How Fast?*, Nueva York, Cambridge University Press, octubre.

Cárdenas, Enrique, José Antonio Ocampo y Rosemary Thorp (eds.) (2000), *An Economic History of Twentieth-Century Latin America, Volume 3: Industrialization and the State in Latin America: The Postwar Years*, Nueva York, Palgrave Macmillan, noviembre.

Carkovic, María y Ross Levine (2002), "Finance and growth: new evidence and policy analyses for Chile", Economic growth: sources, trends and cycles, s*erie Banca central, análisis y políticas económicas*, vol. 6, Norman Loayza y Raimundo Soto (eds.), Santiago de Chile, Banco Central de Chile.

Carvalho, Carlos Eduardo, Rogério Studart y Antônio José Alves Jr. (2002), "Desnacionalização do setor bancário e financiamento das empresas: a experiência brasileira recente", *Texto para discussão*, Nº 882, Brasilia, Instituto de Investigación Económica Aplicada (IPEA), mayo.

CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2003), *La inversión extranjera en América Latina y el Caribe. Informe 2002* (LC/G.2198-P/E), Santiago de Chile, marzo. Publicación de las Naciones Unidas, Nº de venta: S.03.II.G.11.

____(2002), "Growth with stability. Financing for development in the new international context", *Libros de la CEPAL*, Nº 67 (LC/G.2171-P/I), José Antonio Ocampo (coord.), Santiago de Chile, marzo. Publicación de las Naciones Unidas, Nº de venta: E.02.II.G.20.

____(2001), *Estudio económico de América Latina y el Caribe, 2000-2001* (LC/G.2139-P/E), Santiago de Chile, septiembre. Publicación de las Naciones Unidas, Nº de venta: S.01.II.G.2.

CESPAP (Comisión Económica y Social para Asia y el Pacífico) (1998), *Financial Sector Reform, Liberalization, and Management for Growth and Stability in the Asian and the Pacific Region: Issues and Experiences* (ST/ESCAP/1940), División de Análisis de Políticas e Investigación del Desarrollo (DRPAD).

CFI (Corporacion Financiera Internacional) (1995), *Emerging Stock Market Factbook*, Washington, D.C.

____(1990), *Emerging Stock Market Factbook*, Washington, D.C.

Chin, Kok-Fay y K.S. Jomo (2003), "From financial liberalization to crisis in Malaysia", *Financial Liberalization and Economic Crisis in Asia*, Chung H. Lee (ed.), Londres, The European Institute of Japanese Studies/RoutledgeCurson.

Cho, Yoon Je (2002), "Financial repression, liberalization, crisis, and restructuring: lessons of Korea's financial sector policies", *Research Paper*, Nº 47, Tokio, Instituto del Banco Asiático de Desarrollo (BAsD), noviembre.

Chong, Alberto y Florencio López-de-Silanes (eds.) (2005), *Privatization in Latin America: Myths and Reality*, Stanford University Press.

Chow, Peter C.Y. y Bates Gill (eds.) (2000), *Weathering the Storm: Taiwan, Its Neighbors, and the Asian Financial Crisis*, Washington D.C., Brookings Institution Press.

Cifuentes, Rodrigo, Jorge Desormeaux y Claudio González (2002), "Capital markets in Chile: from financial repression to financial deepening", *Documentos de política económica*, Nº 4, Santiago de Chile, Banco Central de Chile, agosto.

Claessens, Stijn y Daniela Klingebiel (2001), "Competition and scope of activities in financial services", *World Bank Research Observer*, vol. 16, Nº 1, Banco Mundial/Oxford University Press.

Claessens, Stijn, Asli Demirgüç-Kunt y Harry Huizinga (2001), "How does foreign entry affect domestic banking markets?", *Journal of Banking and Finance*, vol. 25, Nº 5, Elsevier, mayo.

Claessens, Stijn, Daniela Klingebiel y Luc Laeven (2004), "Resolving systemic financial crises: policies and institutions", *Policy Research Working Paper Series*, Nº 3377, Washington, D.C., Banco Mundial.

___(2003), "Financial restructuring in banking and corporate-sector crises: what policies to pursue?", *Managing Currency Crises in Emerging Markets*, Michael P. Dooley y Jeffrey A. Frankel (eds.), University of Chicago Press.

Claessens, Stijn, Daniela Klingebiel y Sergio L. Schmukler (2004), "Stock market development and internationalization: do economic fundamentals spur both similarly?", *Whither Latin American Capital Markets,* LAC Regional Study background paper, Washington, D.C., Banco Mundial, Oficina del Economista Jefe, Región de América Latina y el Caribe, febrero.

___(2002), "The future of stock exchanges in emerging economies: evolution and prospects", *Brookings-Wharton Papers on Financial Services: 2002*, Robert E. Litan y Richard Herring (eds.), Washington, D.C., Brookings Institution Press.

Clarke, George y otros (2003), "Foreign bank entry: experience, implications for developing economies, and agenda for further research", *World Bank Research Observer*, vol. 18, Nº 1, Banco Mundial/Oxford University Press.

___(2002), "Bank lending to small businesses in Latin America: does bank origin matter?", *Policy Research Working Paper Series*, Nº 2760, Washington, D.C., Banco Mundial, febrero.

Clarke, George, Robert Cull y María Soledad Martínez Peria (2001), "Does foreign bank penetration reduce access to credit in developing countries? Evidence from asking borrowers", *Policy Research Working Paper Series*, Nº 2716, Washington, D.C., Banco Mundial, noviembre.

Cline, William (2002), "Financial crises and poverty in emerging market economies", *Working Paper*, Nº 8, Washington, D.C., Center for Global Development.

Coe, David T. y Se-Jik Kim (eds.) (2002), *Korean Crisis and Recovery*, Seúl, Fondo Monetario Internacional (FMI)/Instituto de Política Económica Internacional de Corea.

Coelho, Isaias, Liam P. Ebril y Victoria P. Summers (2001), "Bank debit taxes in Latin America: an analysis of recent trends", *Working Paper*, Nº 01/67, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).

Collyns, Charles V. y G. Russell Kincaid (eds.) (2003), "Managing financial crises: recent experience and lessons for Latin America", *Occasional Paper*, Nº 217, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), abril.

Copelman, Martina (2000), "Financial structure and economic activity in Mexico", documento preparado para la Conference on Financial Structure and Economic Development, Washington, D.C., Banco Mundial, 10 y 11 de febrero.

Corbo, Vittorio y Klaus Schmidt-Hebbel (2003), "Efectos macroeconómicos de la reforma de pensiones en Chile", documento preparado para el seminario Reformas a los sistemas de pensiones: sus efectos y retos, Ciudad de Panamá, Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones, 10 y 11 de julio.

Corsetti, Giancarlo, Paolo Pesenti y Nouriel Roubini (1998a), "What caused the Asian currency and financial crisis? Part I: a macroeconomic overview", *NBER Working Paper Series*, Nº 6833, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research (NBER), diciembre.

____(1998b), "What caused the Asian currency and financial crisis? Part II: the policy debate", *NBER Working Paper Series*, Nº 6834, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research (NBER), diciembre.

Cristini, Marcela, Ramiro A. Moya y Andrew Powell (2001), "The importance of an effective legal system for credit markets: the case of Argentina", *Defusing Default: Incentives and Institutions*, Marco Pagano (ed.), Washington, D.C., Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE)/Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Crockett, Andrew (2001), "Market discipline and financial stability", *BIS Management Speeches*, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BPI), mayo.

____(2000), "Marrying the micro- and macro-prudential dimensions of financial stability", *BIS Management Speeches*, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BPI).

Crystal, Jennifer S., B. Gerard Dages y Linda S. Goldberg (2001), "Does foreign ownership contribute to sounder banks in emerging markets? The Latin American experience", *Open Doors: Foreign Participation In Financial Systems In Developing Countries*, Robert E. Litan, Paul Masson y Michael Pomerleano (eds.), Washington, D.C., Brookings Institution Press.

Cull, Robert y otros (2004), "Historical financing of small and medium size enterprises", documento preparado para la Conference on Small and Medium Enterprises, Washington, D.C., Banco Mundial, 14 y 15 de octubre.

Dages, B. Gerard, Linda Goldberg y Daniel Kinney (2000), "Foreign and domestic bank participation in emerging markets: lessons from Mexico and Argentina", *Economic Policy Review*, vol. 6, Nº 3, Nueva York, Federal Reserve Bank of New York, octubre.

Daseking, Christina y otros (2004), "Lessons from the crisis in Argentina", *Occasional Paper*, Nº 236, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), febrero.

De Carvalho, Fernando J. (2001), "The recent expansion of foreign banks in Brazil: first results", *Working Paper*, Nº CBS-18-01, Universidad de Oxford, Centre for Brazilian Studies.

De Gregorio, José, Sebastian Edwards y Rodrigo O. Valdés (2000), "Controls on capital inflows: do they work?", *Journal of Development Economics*, vol. 63, Nº 1, Elsevier, octubre.

De Krivoy, Ruth (2000), *Collapse: The Venezuelan Banking Crisis of '94*, Washington, D.C., The Group of Thirty.

De la Torre, Augusto (2002), "Reforming development banks: a framework", presentación preparada para el seminario Public-Sector Banks and Privatization, Washington, D.C., Banco Mundial, 10 de diciembre.

De la Torre, Augusto, Eduardo Levy-Yeyati y Sergio L. Schmukler (2003), "Living and dying with hard pegs: the rise and fall of Argentina's currency board", *Economía*, vol. 3, Nº 2, Washington, D.C., Brookings Institution Press.

Del Angel-Mobarak, Gustavo A. (2005), "La banca mexicana antes de 1982", Cuando el estado se hizo banquero: consecuencias de la nacionalización bancaria en méxico, *Lecturas del Trimestre Económico*, Gustavo Del Angel-Mobarak, Carlos Bazdresch y Francisco Suárez Dávila (eds.), México, D.F., Fondo de Cultura Económica (FCE).

Dell'Ariccia, Giovanni, Enrica Detragiache y Raghuram Rajan (2005), "The real effect of banking crisis", *Working Paper*, Nº 05/63, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), marzo.

Demetriades, Panicos y Svetlana Andrianova (2004), "Finance and growth: what we know and what we need to know", *Financial Development and Economic Growth: Explaining the Links*, Charles A.E. Goodhart (ed.), Nueva York, Palgrave Macmillan.

Demirgüç-Kunt, Asli y Enrica Detragiache (2005), "Cross-country empirical studies of system bank distress: a survey", *National Institute Economic Review*, vol. 192, Nº 1, Londres, National Institute of Economic and Social Research (NIESR), abril.

____(2002), "Does deposit insurance increase banking system stability? An empirical investigation", *Journal of Monetary Economics*, vol. 49, Nº 7, Elsevier, octubre.

____(1998a), "Financial liberalization and financial fragility", *Working Paper*, Nº 98/83, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), junio.

____(1998b), "The determinants of banking crisis in developing and developed countries", *IMF Staff Papers*, vol. 45, Nº 1, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), marzo.

Demirgüç-Kunt, Asli y Harry Huizinga (1999), "Determinants of commercial bank interest margins and profitability: some international evidence", *World Bank Economic Review*, vol. 13, Nº 2, Banco Mundial, mayo.

Demirgüç-Kunt, Asli y Ross Levine (eds.) (2001), *Financial Structure and Economic Growth*, Cambridge, Massachusetts, The MIT Press, septiembre.

Demirgüç-Kunt, Asli, Enrica Detragiache y Poonam Gupta (2000), "Inside the crisis: an empirical analysis of banking systems in distress", *Working Paper*, Nº 00/156, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), octubre.

Demirgüç-Kunt, Asli, Ross Levine y Hong-Ghi Min (1998), "Opening to foreign banks: issues of stability, efficiency and growth", *The Implications of Globalization of World Financial Markets*, Seongtae Lee (ed.), Seúl, Banco de Corea.

Díaz-Alejandro, Carlos (1985), "Good-bye financial repression, hello financial crash", *Journal of Development Economics*, vol. 19, Nº 1-2, Elsevier, septiembre-octubre.

Díaz-Bonilla, Carolina y otros (2004), "El plan de la convertibilidad, apertura de la economía y empleo en Argentina: una simulación macro-micro de pobreza y desigualdad", *¿Quién se beneficia del libre comercio? Promoción de exportaciones en América Latina y el Caribe en los 90*, Enrique Ganuza y otros (eds.), Bogotá, Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD)/Alfaomega.

Dini, Marco y Giovanni Stumpo (2002), "Análisis de la política de fomento a las pequeñas y medianas empresas en Chile", *serie Desarrollo productivo*, Nº 136 (LC/L.1838-P/E), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), diciembre. Publicación de las Naciones Unidas, Nº de venta: S.02.II.G.144.

Dooley, Michael P. y Jeffrey A. Frankel (eds.) (2002), *Managing Currency Crises in Emerging Markets*, University of Chicago Press/National Bureau of Economic Research (NBER).

Dornbusch, Rudi (2002), "Malaysia's crisis: was it different?", *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*, Sebastian Edwards y Jeffrey A. Frankel (eds.), University of Chicago Press/National Bureau of Economic Research (NBER).

Dowers, Kenroy y Pietro Masci (eds.) (2003), *Focus on Capital: New Approaches to Developing Latin American Capital Markets*, Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Easterly, William y Ross Levine (2003), "Tropics, germs, and crops: how endowments influence economic development", *Journal of Monetary Economics*, vol. 50, Nº 1, Elsevier, enero.

Eckert, Carter J. (1991), *Offspring of Empire: The Koch'ang Kims and the Colonial Origins of Korean Capitalism, 1876–1945*, Seattle, University of Washington Press.

Edwards, Sebastian (1996), "A tale of two crises: Chile and Mexico", *NBER Working Paper Series*, Nº 5794, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research (NBER).

EIU (Economist Intelligence Unit) (2001), *Country Finance: Mexico*, Londres, The Economist.

Engerman, Stanley y Kenneth Sokoloff (2002), "Factor endowments, inequality, and paths of development among new world economies", *Economía*, vol. 3, Nº 1, Washington, D.C., Brookings Institution Press.

___(1997), "Factor endowments, institutions, and differential paths of growth among new world economies: a view from economic historians of the United States", *How Latin America Fell Behind*, Stephen Haber (ed.), Stanford University Press.

Eyzaguirre, Nicolás y Osvaldo J. Larrañaga (1991), "Macroeconomía de las operaciones cuasifiscales en Chile", *serie Política fiscal*, Nº 21 (LC/L.649), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Fanelli, José María (2003), "Growth, instability, and the crisis of convertibility in Argentina", *The Crisis that Was Not Prevented: Lessons for Argentina, the IMF, and Globalisation*, Jan Joost Teunissen y Age Akkerman (eds.), La Haya, Foro sobre Deuda y Desarrollo (FONDAD).

Fernández de Lis, Santiago, Jorge Martínez y Jesús Saurina (2001), "Credit growth, problem loans and credit risk provisioning in Spain", Marrying the Macro- and Micro-Prudential Dimensions of Financial Stability, *BIS Papers*, Nº 1, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BPI), marzo.

Ffrench-Davis, Ricardo (2005), *Reforming Latin America's Economies: After Market Fundamentalism*, Nueva York, Palgrave Macmillan.

____(2002), *Economic Reforms in Chile: From Dictatorship to Democracy*, University of Michigan Press.

____(ed.) (2001), *Financial Crises in "Successful" Emerging Economies*, Washington, D.C., Brookings Institution Press/Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Ffrench-Davis, Ricardo y Barbara Stallings (eds.) (2001), *Reformas, crecimiento y políticas sociales en Chile desde 1973*, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)/LOM Ediciones, noviembre.

Ffrench-Davis, Ricardo y Stephany Griffith-Jones (eds.) (2003), *From Capital Surges to Drought: Seeking Stability for Emerging Economies*, Nueva York, Palgrave Macmillan, octubre.

Fishlow, Albert y otros (eds.) (1994), *Miracle or Design? Lessons from the East Asian Experience*, Washington, D.C., Overseas Development Council.

Fitch Ratings (2005), "Credit analysis: Thai military bank", Nueva York.

____(2004), "Credit analysis: Banco do Brasil", Nueva York.

____(2003), "Country report: Vietnam banking system update", Nueva York.

____(2002a), "Country report: the Korean banking system", Nueva York.

____(2002b), "Country report: the Singapore banking system", Nueva York.

FitzGerald, E.V.K. (1978), "The state and capital accumulation in Mexico", *Journal of Latin American Studies*, vol. 10, Nº 2, Nueva York, Cambridge University Press.

FMI (Fondo Monetario Internacional) (2005a), "Financial sector assessment program - background paper", documento preparado para el Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional y el Directorio del Banco Mundial por el personal del Departamento de Sistemas Monetarios y Financieros, Washington, D.C., febrero.

____(2005b), "Republic of Korea: 2004 Article IV consultation", *Country Report*, Nº 05/49, Washington, D.C., febrero.

____(2004a), "Chile: financial sector assessment program", *Country Report*, Nº 04/236, Washington, D.C., octubre.

____(2004b), *Financial Soundness Indicators: Compilation Guide*, Washington, D.C., abril.

____(2004c), "Costa Rica: 2004 Article IV consultation", *Country Report*, Nº 04/298, Washington, D.C., septiembre.

____(2004d), "Peru: selected issues", *Country Report*, Nº 04/156, Washington, D.C., mayo.

____(2004e), "Singapore: financial system stability assessment", *Country Report*, Nº 04/104, Washington, D.C., abril.

____(2004f), "Thailand: selected issues", *Country Report*, Nº 04/1, Washington, D.C., enero.

____(2003a), "Chile: selected issues", *Country Report*, Nº 03/312, Washington, D.C., octubre.

____(2003b), "Costa Rica: financial system stability assessment", *Country Report*, Nº 03/103, Washington, D.C., abril.

____(2003c), "Republic of Korea: financial system stability assessment", *Country Report*, Nº 03/81, Washington, D.C., marzo.
____(2003d), "Vietnam: selected issues", *Country Report*, Nº 03/381, Washington, D.C., diciembre.
____(2002a), "Chile: selected issues", *Country Report*, Nº 02/163, Washington, D.C., agosto.
____(2002b), "Mexico: selected issues", *Country Report*, Nº 02/238, Washington, D.C., octubre.
____(2001), "Mexico: financial system stability assessment", *Country Report*, Nº 01/192, Washington, D.C., octubre.
____(1998a), "Financial crises: characteristics and indicators of vulnerability", World Economic Outlook, 1998, *World Economic and Financial Surveys*, Washington, D.C., mayo.
____(1998b), "Peru: selected issues", *IMF Staff Country Report*, Nº 98/97, Washington, D.C., septiembre.
____(1997), "World economic outlook, interim assessment: crisis in Asia: regional and global implications", *World Economic and Financial Surveys*, Washington, D.C., diciembre.
FMI (Fondo Monetario Internacional)/Banco Mundial (2005), "Financial sector assessment program: review, lessons and issues going forward", documento preparado para el Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional y el Directorio del Banco Mundial por el personal del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial, Washington, D.C.
Fontaine, Juan Andrés (1996), *La construcción de un mercado de capitales: el caso de Chile*, Washington, D.C., Banco Mundial.
Foro Económico Mundial (1999), *The Global Competitiveness Report, 1999*, Nueva York, Oxford University Press.
Foxley, Juan (1998), "Reformas a la institucionalidad del crédito y el financiamiento a empresas de menor tamaño: la experiencia chilena con sistemas de segundo piso, 1990-1998", *serie Financiamiento del desarrollo*, Nº 74, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), noviembre.
Fry, Maxwell J. (1995), *Money, Interest, and Banking in Economic Development*, Baltimore, Johns Hopkins University Press.
Fuentes, Rodrigo J. y Carlos P. Maquieira (2001), "Why borrowers repay: understanding high performance in Chile's financial market", *Defusing Default: Incentives and Institutions*, Marco Pagano (ed.), Washington, D.C., Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE)/Banco Interamericano de Desarrollo (BID).
Galindo, Arturo y Alejandro Micco (2003), "Do state-owned banks promote growth? Cross-country evidence for manufacturing industries", *Working Paper*, Nº 483, Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Departamento de Investigación, febrero.
Gallego, Francisco A. y Norman Loayza (2001), "Financial structure in Chile: macroeconomic developments and microeconomic effects", *Financial Structure and Economic Growth*, Asli Demirgüç-Kunt y Ross Levine (eds.), Cambridge, Massachusetts, The MIT Press, septiembre.

García-Herrero, Alicia (1997), "Banking crises in Latin America in the 1990s: lessons from Argentina, Paraguay y Venezuela", *Working Paper*, Nº 97/40, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), octubre.

García-Herrero, Alicia y María Soledad Martínez Peria (2005), "What determines the mix of foreign bank claims and does it matter?", documento preparado para la conferencia Globalization and Financial Services in Emerging Economies, Washington, D.C., Banco Mundial, 20 y 21 de junio.

García-Herrero, Alicia y otros (2002), "Latin American financial development in perspective", *Documento de trabajo*, Nº 216, Madrid, Banco de España, Servicio de Estudios.

Garrido, Celso (2005), *Desarrollo económico y procesos de financiamiento en México: transformaciones contemporáneas y dilemas actuales*, México, D.F., Siglo XXI Editores.

Gerschenkron, Alexander (1962), *Economic Backwardness in Historical Perspective*: *A Book of Essays*, Cambridge, Massachusetts, Belknap Press of Harvard University Press.

Ghosh, Swati y Mari Pangestu (1999), "Indonesia: macro-financial linkages and build up of vulnerabilities", documento de antecedentes para el estudio Managing Global Financial Integration in Asia, Banco Asiático de Desarrollo (BAsD)/Banco Mundial, Washington, D.C.

Gill, Indermit Singh, Truman Packard y Juan Yermo (2005), *Keeping the Promise of Social Security in Latin America*, Banco Mundial/Stanford University Press.

Glaeser, Edward L. y otros (2004), "Do institutions cause growth?", *Journal of Economic Growth*, vol. 9, Nº 3, Springer Netherlands, septiembre.

Glick, Reuven y Michael Hutchison (2001), "Banking and currency crises: how common are twins?", *Financial Crises in Emerging Markets,* Reuven Glick, Ramón Moreno y Mark Spiegel (eds.), Nueva York, Cambridge University Press, abril.

Gochoco-Bautista, María Socorro (2003), "Financial liberalization and economic reform: the Philippine experience", *Financial Liberalization and Economic Crisis in Asia*, Chung H. Lee (ed.), Londres, The European Institute of Japanese Studies/RoutledgeCurson.

Goldfajn, Ilan, Katherine Hennings y Hélio Mori (2003), "Brazil's financial system: resilience to shocks, no currency substitution, but struggling to promote growth", *Working Paper Series*, Nº 75, Brasilia, Banco Central de Brasil.

Goldsmith, Raymond William (1969), *Financial Structure and Development*, New Haven, Yale University Press.

___(1966), *The Financial Development of Mexico,* París, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), Centro de desarrollo.

González-Anaya, José Antonio (2003), "Why have banks stopped lending in Mexico since the peso crisis in 1995", *Working Paper*, Nº 118, Universidad de Stanford, Centro para el Desarrollo Internacional, abril.

Goodhart, Charles A.E. (2004), "Some new directions for financial stability?", *Jacobsson Lecture*, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BPI).

Gottschalk, Ricardo y Cecilia Azevedo Sodré (2005), "International codes and standards (C&S) and development finance: a case study of Brazil", Brighton, Institute of Development Studies, inédito.

Graf, Pablo (1999), "Policy responses to the banking crisis in Mexico", Bank restructuring in practice, *Policy Paper*, Nº 6, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BPI), agosto.

Graham, Carol y Moisés Naím (1998), "The political economy of institution building", *Beyond Trade Offs Market Reform and Equitable Growth in Latin America*, Nancy Birdsall, Carol Graham y Richard Sabot (eds.), Washington, D.C., Brookings Institution Press/Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Gregoire, Jorge y Hugo Ovando (1974), "El mercado de capitales en Chile", *Estudios monetarios III*, Santiago de Chile, Banco Central de Chile.

Griffith-Jones, Stephany (2003), "How to prevent the New Basel Capital Accord harming developing countries", documento preparado para la reunión anual del Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, Dubai, septiembre.

Griffith-Jones, Stephany y Avinash Persaud (2005), "The pro-cyclical impact of Basel II on emerging markets and its political economy", Brighton, Institute of Development Studies.

Gruben, William C. y John H. Welch (2001), "Banking and currency crisis recovery: Brazil's turnaround of 1999", *Economic and Financial Review*, vol. 12, Nº 23, Dallas, Texas, Federal Reserve Bank of Dallas, cuatro trimestre.

Gruben, William C. y Robert McComb (2003), "Privatization, competition, and supercompetition in the Mexican commercial banking system", *Journal of Banking and Finance*, vol. 27, Nº 2, Elsevier, febrero.

____(1997), "Liberalization, privatization, and crash: Mexico's banking system in the 1990s", *Federal Reserve Bank of Dallas Economic Review*, vol. 21, Nº 30, primer trimestre.

Gupta, Asha (2000), *Beyond Privatization*, Londres, Palgrave Macmillan.

Haber, Stephen (2005), "Mexico's experiments with bank privatization and liberalization, 1991-2003", *Journal of Banking and Finance*, vol. 29, Nº 8-9, Elsevier, agosto-septiembre.

____(2004), "Why institutions matter: banking and economic growth in Mexico", *Working Paper*, Nº 234, California, Universidad de Stanford, Centro para el Desarrollo Internacional.

____(ed.) (2002), *Crony Capitalism and Economic Growth in Latin America: Theory and Evidence*, Universidad de Stanford/Hoover Institution Press.

Haber, Stephen y Aldo Musacchio (2005), "Contract rights and risk aversion: foreign banks and the Mexican economy, 1997-2004", documento preparado para la conferencia Globalization and Financial Services in Emerging Economies, Washington, D.C., Banco Mundial, 20 y 21 de junio.

Hahm, Joon Ho (1999), "Financial system restructuring in Korea: the crisis and its resolution", *East Asia's Financial System: Evolution and Crisis*, Seiichi Masuyama, Donna Vanderbrink y Chia Siow Yue (eds.), Tokio, Nomura Research Institute/Institute of South East Asian Studies (ISEAS).

Hanson, James A. (2004), "The transformation of state-owned banks", *The Future of State-Owned Financial Institutions*, Gerard Caprio y otros (eds.), Washington, D.C., Brookings Institution Press.

Hausler, Gerd, Donald J. Mathieson y Jorge Roldós (2003), "Trends in developing country capital markets around the world", *The Future of Domestic Capital Markets in Developing Countries*, Robert Litan, Michael Pomerleano y

Vasudevan Sundararajan (eds.), Washington, D.C., Banco Mundial/Fondo Monetario Internacional (FMI)/Brookings Institution Press.

Hausmann, Ricardo y Michael Gavin (1996), "The roots of banking crises: the macroeconomic context", *Banking Crises in Latin America*, Ricardo Hausmann and Liliana Rojas-Suárez (eds.), Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Hawkins, John (2002), "The development of bond markets in emerging economies", *BIS Papers*, Nº 11, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BIS), junio.

Held, Gunther y Luis Felipe Jiménez (2001), "Liberalización, crisis y reforma del sistema bancario: 1974-1999", *Reformas, crecimiento y políticas sociales en Chile desde 1973*, Ricardo Ffrench-Davis y Barbara Stallings (eds.), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)/LOM Ediciones, noviembre.

Hellmann, Thomas, Kevin Murdock y Joseph Stiglitz (1997), "Financial restraint: toward a new paradigm", *The Role of Government in East Asian Economic Development Comparative Institutional Analysis*, Masahiko Aoki, Hyung-Ki Kim y Masahiro Okuno-Fujiwara (eds.), Londres, Oxford University Press, agosto.

Hernández, Leonardo y Fernando Parro (2005), "Economic reforms, financial development y growth: lessons from the Chilean experience", *Working Paper*, Nº 238, California, Universidad de Stanford, Centro para el Desarrollo Internacional, enero.

____(2004), "Sistema financiero y crecimiento económico en Chile", *Working Paper*, Nº 291, Santiago de Chile, Banco Central de Chile.

Herring, Richard J. y Nathporn Chatusripitak (2000), "The case of the missing market: the bond market and why it matters for financial development", *Working Paper*, Nº 11, Tokio, Instituto del Banco Asiático de Desarrollo (BAsD).

Hew, Denis (2002), "Singapore as a regional financial centre", documento preparado para la conferencia Role of Capital Markets in Asian Economic Development, 7 y 8 de marzo [en línea], Nomura Research Institute/Institute of South East Asian Studies (ISEAS), <http://www.tcf.or.jp/documents/index.html>.

Ho, Khai Leong (ed.) (2005), *Reforming Corporate Governance in Southeast Asia: Economics, Politics, and Regulations*, Singapur, Institute of South East Asian Studies (ISEAS).

Hoelscher, David S. y Marc Quintyn (2003), *Managing Systemic Banking Crises*, *Occasional Paper*, Nº 224, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).

Holzmann, Robert y Richard Hinz (2005), *Old-Age Income Support in the Twenty-First Century: An International Perspective on Pension Systems and Reform*, Washington, D.C., Banco Mundial.

Honohan, Patrick (2005), "Banking sector crises and inequality", *Policy Research Working Paper Series*, Nº 3659, Washington, D.C., Banco Mundial.

____(2004), "Financial sector policy and the poor: selected findings and issues", *World Bank Working Paper Series*, Nº 43, Washington, D.C., Banco Mundial, septiembre.

Honohan, Patrick y Daniela Klingebiel (2003), "The fiscal cost implications of an accommodating approach to banking crises", *Journal of Banking and Finance*, vol. 27, Nº 8, Elsevier, agosto.

Hutchcroft, Paul D. (1999), "Neither dynamo nor domino: reforms and crises in the Philippine political economy", *The Politics of the Asian Economic Crisis,* T.J. Pempel (ed.), Ithaca, Cornell University Press.

IBK (Industrial Bank of Korea) (2003), *2003 Annual Report*, Seúl.

Jenkins, Hatice (2000), "Commercial bank behavior in micro and small enterprise finance", *Development Discussion Paper*, Nº 741, Universidad de Harvard, Harvard Institution for International Development, febrero

Jomo, K.S. (ed.) (2001), *Malaysian Eclipse: Economic Crisis and Recovery*, Londres, Zed Books.

Kagami, Mitsuhiro y Masatsuga Tsuji (eds.) (2000), *Privatization, Deregulation, and Economic Efficiency*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing.

Kaminsky, Graciela L. y Carmen M. Reinhart (1999), "The twin crises: the causes of banking and balance-of-payments problems", *American Economic Review*, vol. 89, Nº 3, Nashville, Tennessee, American Economic Association, junio.

___(1998), "Financial crises in Asia and Latin America: then and now", *American Economic Review*, vol. 88, Nº 2, Nashville, Tennessee, American Economic Association, mayo.

Kaminsky, Graciela L. y Sergio Schmukler (2003), "Short-run pain, long-run gain: the effects of financial liberalization", *NBER Working Paper Series*, Nº 9787, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research (NBER), junio.

Kang, David C. (ed.) (2001), "Crony capitalism: corruption and development in South Korea and the Philippines", *Cambridge Studies in Comparative Politics*, Cambridge University Press, febrero.

Kantis, Hugo, Masahiko Ishida y Masahiko Komori (2001), *Entrepreneurship in Emerging Economies: The Creation and Development of New Firms in Latin America and East Asia*, Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Kaplan, Ethan y Dani Rodrik (2002), "Did the Malaysian capital controls work?", Preventing currency crises in emerging markets*, National Bureau of Economic Research Conference Report*, Sebastian Edwards y Jeffrey A. Frankel (eds.), University of Chicago Press/National Bureau of Economic Research (NBER).

Kaufmann, Daniel y Aart Kraay (2002), "Growth without governance", *Economía*, vol. 3, Nº 1, Washington, D.C., Brookings Institution Press.

Kaufmann, Daniel, Aart Kraay y Massimo Mastruzzi (2004), "Governance matters III: governance indicators for 1996-2002", *World Bank Economic Review*, vol. 18, Nº 2, Banco Mundial.

KDB (Korea Development Bank), *Annual Report 2003*, Seúl.

KEXIM (Banco de Exportación e Importación de Corea), *2003 Annual Report*, Seúl.

Kiguel, Miguel A. (2001), "The Argentine financial system in the nineties", documento preparado para la conferencia Domestic Finance and Global Capital in Latin America, Atlanta, Federal Reserve Bank of Atlanta, 1 y 2 de noviembre.

Kim, Yun-Hwan (ed.) (2001), *Government Bond Market Development in Asia*, Manila, Banco Asiático de Desarrollo (BAsD), octubre.

Koyama, Sérgio Mikio y Márcio I. Nakane (2001), "Os efeitos da CPMF sobre a intermediação financiera", *Trabalhos para discussão*, Nº 23, Brasilia, Banco Central de Brasil, julio.

Krueger, Anne y Aaron Tornell (1999), "The role of bank restructuring in recovering from crises: Mexico 1995-98", *NBER Working Paper Series*, Nº 7042, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research (NBER).

Krugman, Paul (1979), "A model of balance-of-payments crises", *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 11, Nº 3, Ohio State University Press, agosto.
Kuczynski, Pedro Pablo y John Williamson (eds.) (2003), *After the Washington Consensus: Restarting Growth and Reform in Latin America*, Washington, D.C., Institute for International Economics, marzo.
Kumar, Anjali (2005), *Access to Financial Services in Brazil*, Washington, D.C., Banco Mundial.
La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes y Andrei Shleifer (2003), "What works in securities law?", *NBER Working Paper Series*, Nº 9882, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research (NBER), agosto.
____(2002), "Government ownership of banks", *Journal of Finance*, vol. 57, Nº 1, Berkeley, California, American Finance Association, marzo.
____(2000), "Government ownership of banks", *NBER Working Paper Series*, Nº 7620, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research (NBER), marzo.
____(1998), "Law and finance", *Journal of Political Economy*, vol. 106, Nº 6, University of Chicago Press, diciembre.
____(1997), "Legal determinants of external finance", *Journal of Finance*, vol. 52, Nº 3, Berkeley, California, American Finance Association, julio.
La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes y Guillermo Zamarripa (2002), "Related lending", *NBER Working Paper Series*, Nº 8848, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research (NBER), marzo.
Lardy, Nicholas (2001), "Foreign financial firms in Asia", *Open Doors: Foreign Participation In Financial Systems In Developing Countries*, Robert E. Litan, Paul Masson y Michael Pomerleano (eds.), Washington, D.C., Brookings Institution Press.
Larraín, Felipe y Marcelo Selowsky (eds.) (1991), *The Public Sector and the Latin American Crisis*, Institute for Contemporary Studies Press (ICS).
Lee, Chung H. (ed.) (2003), *Financial Liberalization and Economic Crisis in Asia*, Londres, The European Institute of Japanese Studies/RoutledgeCurson.
Lees, Francis A., James M. Botts y Rubens Penha Cysne (1990), *Banking and Financial Deepening in Brazil*, Nueva York, St. Martin's Press.
Lensink, Robert y Niels Hermes (2004), "The short-term effects of foreign bank entry on domestic bank behaviour: does economic development matter?", *Journal of Banking and Finance*, vol. 28, Nº 3, Elsevier, marzo.
Levine, Ross (2004), "Finance and growth: theory and evidence", *NBER Working Paper Series*, Nº 10766, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research (NBER), septiembre.
____(1999), "Law, finance, and economic growth", *Journal of Financial Intermediation*, vol. 8, Nº 1-2, enero.
____(1998), "The legal environment, banks, and long-run economic growth", *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 30, Nº 3, Ohio State University Press.
Levine, Ross y Sara Zervos (1998), "Stock markets, banks, and economic growth", *American Economic Review*, vol. 88, Nº 3, Nashville, Tennessee, American Economic Association, junio.
Levine, Ross y Sergio L. Schmukler (2004), "Migration, spillovers, and trade diversion: the impact of internationalization on domestic stock market activity", *Whither Latin American Capital Markets,* LAC Regional Study

background paper, Washington, D.C., Banco Mundial, Oficina del Economista Jefe, Región de América Latina y el Caribe, febrero.

Levy-Yeyati, Eduardo, Alejandro Micco y Ugo Panizza (2004), "Should the government be in the banking business? The role of state-owned and development banks", *Research Department Working Papers*, Nº 517, Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Departamento de Investigación, marzo.

Lewis, W. Arthur (1950), *The Principles of Economic Planning*, Londres, Dennis Dobson.

Lindgren, Carl-Johan, Gillian García y Matthew I. Saal (1996), *Bank Soundness and Macroeconomic Policy*, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).

Lindgren, Carl-Johan y otros (1999), *Financial Sector Crisis and Restructuring: Lessons from Asia*, *Occasional Paper*, Nº 188, Washington D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).

Liso, Josep M. y otros (2002), "La banca en Latinoamérica: reformas recientes y perspectivas", *Colección de estudios económicos*, Nº 30, Barcelona, Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona, Servicio de Estudios.

Litan, Robert E., Michael Pomerleano y Vasudevan Sundararajan (eds.) (2003), *The Future of Domestic Capital Markets in Developing Countries*, Washington, D.C., Banco Mundial/Fondo Monetario Internacional (FMI)/Brookings Institution Press.

____(eds.) (2002), *Financial Sector Governance: The Roles of the Public and Private Sectors*, Washington, D.C., Banco Mundial/Fondo Monetario Internacional (FMI)/Brookings Institution Press.

Litan, Robert E., Paul Masson y Michael Pomerleano (eds.) (2001), *Open Doors: Foreign Participation In Financial Systems In Developing Countries*, Washington, D.C., Brookings Institution Press.

Lizano, Eduardo (2005), "Veinte años sin crisis financieras (1984-2004): el caso de Costa Rica", *Revista FLAR*, Nº 1, marzo.

____(2003), *Visión desde el Banco Central, 1998-2002*, San José de Costa Rica, Academia de Centroamérica.

Lora, Eduardo (2002), "Comentario sobre Growth without Governance", *Economía*, vol. 3, Nº 1, Daniel Kaufmann y Aart Kraay, Washington, D.C., Brookings Institution Press.

Lora, Eduardo y Ugo Panizza (2002), "Structural reforms in Latin America under scrutiny", *Research Department Working Paper*, Nº 470, Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Departamento de Investigación.

Ma, Guonan y Eli M. Remolona (2005), "Opening markets through a regional bond fund: lessons from ABF2", *BIS Quarterly Review*, Banco de Pagos Internacionales (BPI), junio.

Mackey, Michael W. (1999), "Report on the comprehensive evaluation of the operations and functions of the fund for the protection of bank savings FOBAPROA and quality of supervision of the FOBAPROA Program, 1995-1998", México, D.F., Congreso de México.

Makler, Harry M. y Walter L. Ness Jr. (2002), "How financial intermediation challenges national sovereignty in emerging markets", *Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 42, Nº 5, Illinois, Bureau of Economic and Business Research, Universidad de Illinois.

Marcos Yacamán, Jesús (2001), "Competition and consolidation in the Mexican banking industry after the 1995 crisis", *BIS Papers*, Nº 4, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BPI), agosto.

Marshall, Enrique (2004a), "El acceso de las pymes a los servicios financieros", presentación en el Club Monetario, Santiago de Chile, Universidad Finis Terrae, diciembre.

___(2004b), "Una visión moderna de la regulación y supervisión bancaria", presentación preparada para el cuarto encuentro internacional de finanzas, Santiago de Chile, Universidad de Santiago de Chile, 7-9 de enero.

Martínez, Lorenza y Alejandro Werner (2002), "Capital markets in Mexico: recent development and future challenges", documento preparado para el seminario sobre estabilidad macroeconómica, mercados financieros y desarrollo económico, México, D.F., Banco de México, 12 y 13 de noviembre.

Masson, Paul Robert (1999), "Contagion: monsoonal effects, spillovers, and jumps between multiple equilibria", *The Asian Financial Crisis: Causes, Contagion, and Consequences*, Pierre Richard Agénor y otros (eds.), Cambridge University Press.

Masuyama, Seiichi (2002), "Development of capital markets and the reform of corporate governance in Asia", documento preparado para la conferencia Role of Capital Markets in Asian Economic Development, 7 y 8 de marzo [en línea], Nomura Research Institute/Institute of South East Asian Studies (ISEAS), <http://www.tcf.or.jp/documents/index.html>.

Mathieson, Donald J. y Jorge Roldós (2001), "How important is financial sector FDI and what are its impacts?", *Open Doors: Foreign Participation In Financial Systems In Developing Countries*, Robert E. Litan, Paul Masson y Michael Pomerleano (eds.), Washington, D.C., Brookings Institution Press.

Mathieson, Donald J. y otros (2004), *Emerging Local Securities and Derivatives Markets*, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).

McKinnon, Ronald I. (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Washington, D.C., Brookings Institution Press.

McQuerry, Elizabeth (2001), "Managed care for Brazil's banks", *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, vol. 86, Nº 2, Federal Reserve Bank of Atlanta.

___(1999), "The banking sector rescue in Mexico", *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, vol. 84, Nº 3, Federal Reserve Bank of Atlanta.

Mehrez, Gil y Daniel Kaufmann (2000), "Transparency, liberalization, and banking crises", *Policy Research Working Paper Series*, Nº 2286, Washington, D.C., Banco Mundial, febrero.

Mena, José V. (2005), "BancoEstado: a successful public bank in Latin America", presentación preparada para la conferencia Public Banks in Latin America, Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo (BID), 25 de febrero.

Mian, Atif (2005), "Foreign, private domestic, and government banks: new evidence from emerging markets", documento preparado para la conferencia Globalization and Financial Services in Emerging Economies, Washington, D.C., Banco Mundial, 20 y 21 de junio.

Micco, Alejandro y Ugo Panizza (2004), "Bank ownership and lending behavior", *Working Paper*, Nº 520, Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Departamento de Investigación.

Mishkin, Frederick (2001), *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, Boston, Addison Wesley.

Monge-Naranjo, Alexander, Javier Cascante y Luis J. Hall (2001), "Enforcement, contract design and default: exploring the financial markets of Costa Rica", *Defusing Default: Incentives and Institutions*, Marco Pagano (ed.), Washington, D.C., Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE)/Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Montes, Manuel F. (1999), "The Philippines as an unwitting participant in the Asian economic crisis", *Asian Contagion: The Causes and Consequences of a Financial Crisis*, Karl D. Jackson (ed.), Boulder, Westview Press.

Montes, Manuel y Tan Khee Giap (1999), "Developing the financial services industry in Singapore", *East Asia's Financial Systems: Evolution and Crisis*, Seiichi Masuyama, DonnaVanderbrink y Chia Siow Yue (eds.), Tokio, Nomura Research Institute/Institute of South East Asian Studies (ISEAS).

Montgomery, Heather (2003), "Taiwan's looming banking crisis", *Journal of Asian Economics*, vol. 14, Nº 4, Tokio, Instituto del Banco Asiático de Desarrollo (BAsD).

____(2002), "Taipei, China's banking problems: lessons from the Japanese experience", *Research Paper*, Nº 42, Tokio, Instituto del Banco Asiático de Desarrollo (BAsD).

Morais, José Mauro (2005), "Crédito bancario no Brasil: participação das pequenas empresas e condições de acesso", *serie Desarrollo Productivo*, Nº 168 (LC/L.2422-P), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), noviembre. Publicación de las Naciones Unidas, Nº de venta: P.05.II.G.169.

Morales, Juan Antonio (2005), "Bolivia: an economy (almost) without state-owned banks", presentación preparada para la conferencia Public Banks in Latin America, Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo (BID), 25 de febrero.

Morley, Samuel A., Roberto Machado y Stefano Pettinato (1999), "Indexes of structural reform in Latin America", *serie Reformas Económicas*, Nº 12 (LC/L.1166-P/I), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), enero.

Myrdal, Gunnar (1968), *Asian Drama: An Inquiry into the Poverty of Nations*, Nueva York, The Twentieth Century Fund.

Naciones Unidas (1999), *World Economic and Social Survey, 1999*, Nueva York.

Nafin (Nacional Financiera) (2003), *Informe anual, 2003*, México, D.F.

Nasution, Anwar (2002), "The Indonesian economic recovery from the crisis in 1997-1998", *Journal of Asian Economics*, vol. 13, Nº 2.

____(1999), "The financial crisis in Indonesia", *East Asia's Financial Systems: Evolution and Crisis*, Seiichi Masuyama, DonnaVanderbrink y Chia Siow Yue (eds.), Tokio, Nomura Research Institute/Institute of South East Asian Studies (ISEAS).

____(1998), "Big bang versus go slow: Indonesia and Malaysia", *Financial Reform in Developing Countries*, José M. Fanelli y Rohinton Medhora (eds.), Londres, Palgrave Macmillan.

Navarrete, Alfredo F. (2001), "The role of the corporate bond market in Mexico as a source of finance", documento preparado para la conferencia Financial Markets in Mexico, Stanford, Center for Research on Economic Development and Policy Reform, 5 y 6 de octubre.

Nellis, John y Nancy Birdsall (eds.) (2005), *Reality Check: The Distributional Impact Of Privatization In Developing Countries*, Washington, D.C., Centro para el Desarrollo Mundial.

Ness, Walter L. (2000a), "Financing Brazilian firms through domestic capital markets", Buenos Aires, Universidad Argentina de Empresas, agosto.

___(2000b), "Reducing government bank presence in the Brazilian financial system: why and how?", *Quarterly Review of Economic and Finance*, vol. 40, Nº 1, Illinois, Bureau of Economic and Business Research, Universidad de Illinois.

Nidhiprabha, Bhanupong (2003), "Premature liberalization and economic crisis in Thailand, *Financial Liberalization and Economic Crisis in Asia*, H. Chung (ed.), Londres, The European Institute of Japanese Studies/RoutledgeCurson.

North, Douglass C. (1990), *Institutions, Institutional Change, and Economic Performance*, Cambridge University Press, febrero.

___(1961), *The Economic Growth of the United States, 1790–1860,* Upper Saddle River, Prentice-Hall.

Nugent, Jeffrey B. y Seung-Jae Yhee (2002), "Small and medium enterprises in Korea: achievements, constraints, and policy issues", *Small Business Economics*, vol. 18, Nº 1-3, febrero-mayo.

O'Dougherty, Pascual y Moisés J. Schwartz (2001) "Prudential regulation of foreign exchange: the Mexican experience", *BIS Papers*, Nº 1, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BPI), marzo.

Obstfeld, Maurice (1986), "Rational and self-fulfilling balance-of-payment crises", *American Economic Review*, vol. 76, Nº 1, Nashville, Tennessee, American Economic Association, marzo.

Ocampo, José Antonio (2003), "Capital-account and counter-cyclical prudential regulation in developing countries", *From Capital Surges to Drought: Seeking Stability for Emerging Economies*, Ricardo Ffrench-Davis y Stephany Griffith-Jones (eds.), Nueva York, Palgrave Macmillan, octubre.

OCDE (Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos) (2005), *OECD Economics Surveys: Brazil, 2005*, París.

___(2002), *OECD Economic Surveys: Mexico, 2001–2002*, París.

___(2001), *OECD Economic Surveys: Brazil*, 2000–2001, París.

Oman, Charles (2001), "Corporate governance and national development", *Working Paper*, Nº 180 (Formerly Technical Paper Nº 180), París, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), Centro para el Desarrollo.

Oman, Charles, Steven Fries y Willem Buiter (2003), "Corporate governance in developing, transition, and emerging-market economies", *Policy Brief*, Nº 23, París, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), Centro para el Desarrollo.

Pangestu, Mari y Manggi Habir (2002), "The Boom, bust, and restructuring of Indonesian banks", *Working Paper*, Nº 02/66, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), abril.

Park, Daekeun y Yung Chul Park (2005), "Toward developing regional bonds markets in East Asia", *Asian Economic Papers*, vol. 3, Nº 2, Cambridge, Massachusetts, The MIT Press.

Peek, Joseph y Eric S. Rosengren (2000), "Implications of the globalization of the banking sector: the Latin American experience", *New England Economic Review*, Boston, Federal Reserve Bank of Boston, septiembre-octubre.

Pinheiro, Armando Castelar y Célia Cabral (2001), "Credit markets in Brazil: the role of judicial enforcement and other institutions", *Defusing Default: Incentives and Institutions*, Marco Pagano (ed.), Washington, D.C., Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE)/Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Pinheiro, Armando Castelar, Regis Bonelli y Ben Ross Schneider (2004), "Pragmatic policy in Brazil: the political economy of incomplete market reform", *Texto para discussão*, N° 1035, Río de Janeiro, Instituto de Investigación Económica Aplicada (IPEA), agosto.

Pollack, Molly y Alvaro García (2004), "Crecimiento, competitividad y equidad: rol del sector financiero", *serie Financiamiento del desarrollo*, Nº 147 (LC/L.2142-P/E), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), noviembre.

Powell, Andrew (2005), "On the real dangers that lurk behind Basel II for emerging economies", Buenos Aires, Universidad Torcuato Di Tella, febrero.

Pritchett, Lant (2002), "Comentario sobre Growth without Governance", *Economía*, vol. 3, Nº 1, Daniel Kaufmann y Aart Kraay, Washington, D.C., Brookings Institution Press.

Przeworski, Adam (2004a), "Institutions matter?", *Government and Opposition*, vol. 39, Nº 4, septiembre.

____(2004b), "The last instance: are institutions a deeper cause of economic development?", *European Archives of Sociology*, vol. 45, Nº 2, Cambridge University Press.

Puga, Fernando Pimentel (1999), "Sistema financeiro brasileiro: reestruturação recente, comparações internacionais e vulnerabilidade à crise cambial", *Texto para Discussão*, Nº 68, Río de Janeiro, Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES).

Radelet, Steven y Jeffrey Sachs (1998), "The East Asian financial crisis: diagnosis, remedies, prospects", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 8, Nº 1, Washington, D.C., Brookings Institution Press.

Reisen, Helmut (2000), "Revisions to the Basel Accord. and sovereign ratings", *Global Finance from a Latin American Viewpoint*, Ricardo Hausmann y Ulrich Hiemenz (eds.), París, Banco Interamericano de Desarrollo (BID)/ Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), Centro para el Desarrollo.

República de China (2004), *Taiwan Statistical Data Book, 2004*, Taipei, Counsil for Economic Planning and Development, Executive Yuan, junio.

Reynoso, Alejandro (2004), "Opening up a securities market: Mexico's new push for liberalization, 2003-2004", documento preparado para la conferencia Latin American Financial Systems and the Challenges of Economic Growth, Universidad de Stanford, Centro para el Desarrollo Internacional, 11-13 de noviembre.

Rioja, Felix y Neven Valev (2004a), "Does one size fit all? A reexamination of the finance and growth relationship", *Journal of Development Economics*, vol. 74, Nº 2, Elsevier, agosto.

____(2004b), "Finance and the source of growth at various stages of economic development", *Economic Inquiry*, vol. 42, Nº 1, Oxford University Press.

Rivas, Gonzalo (2004), "Opciones de la banca de desarrollo en Chile: el convidado de piedra del sistema financiero chileno", *serie Financiamiento del desarrollo*, Nº 148 (LC/L.2143-P/E), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), junio.

Rodrik, Dani, Arvind Subramanian y Francesco Trebbi (2002), "Institutions rule: the primacy of institutions over geography and integration in economic development", *NBER Working Paper Series*, Nº 9305, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research (NBER), noviembre.

Rojas-Suárez, Liliana y Steven R. Weisbrod (1996), "The do's and don'ts of banking crisis management", *Banking Crises in Latin America*, Ricardo Hausmann and Liliana Rojas-Suárez (eds.), Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Román, Enrique (2003), "Acceso al crédito bancario de las microempresas chilenas: lecciones de la década de los noventa", *serie Financiamiento del desarrollo*, Nº 138 (LC/L.1981-P/E), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), octubre. Publicación de las Naciones Unidas, Nº de venta: S.03.II.G.140.

Salomon Smith Barney (2001), "Foreign financial institutions in Latin America, 2001 update", Nueva York, noviembre.

Sanhueza, Gonzalo (2001), "Chilean banking crisis of the 1980s: solutions and estimation of the costs", *Documento de trabajo*, Nº 104, Santiago de Chile, Banco Central de Chile, septiembre.

____(1999), "La crisis financiera de los años ochenta en Chile: análisis de sus soluciones y su costo", *Economía chilena*, vol. 2, Nº 1, Santiago de Chile, Banco Central de Chile, abril.

SEBRAE (Servicio Brasileño de Apoyo a la Micro y Pequeña Empresa) (2005), *Boletim estatístico de micro e pequenas empresas*, Brasilia.

____(2004), *Sistema financiero e as pequenas empresas: diagnósticos e perspectivas.* Brasilia.

Shaw, Edward S. (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, Nueva York, Oxford University Press.

Shleifer, Andrei y Robert W. Vishny (1998), *The Grabbing Hand: Government Pathologies and their Cures*, Cambridge, Massachusetts, Harvard University Press.

____(1997), "A survey of corporate governance", *Journal of Finance*, vol. 52, Nº 2, Berkeley, California, American Finance Association.

SME Bank (Small and Medium Enterprise Development Bank of Thailand) (2003), *Annual Report*, Bangkok.

Snyder, Richard (2001), *Politics after Neoliberalism: Reregulation in Mexico*, Cambridge University Press, mayo.

Stallings, Barbara (2005), "Financial sector development in Latin America and East Asia: a comparison of Chile and South Korea", *Managing Development: Globalization, Economic Restructuring, and Social Policy*, Junji Nakagawa (ed.), Londres, Routledge.

____(ed.) (1995), *Global Change, Regional Response*: *The New International Context of Development*, Cambridge University Press.

____(1990), *Banquero para el tercer mundo. Inversiones de cartera de. Estados Unidos en América Latina 1890-1986*, México, D.F., Alianza Editorial Americana.

Stallings, Barbara y Rogerio Studart (2003), "Financial regulation and supervision in emerging markets: the experience of Latin America since the tequila crisis",

From Capital Surges to Drought: Seeking Stability for Emerging Economies, Ricardo Ffrench-Davis y Stephany Griffith-Jones (eds.), Nueva York, Palgrave Macmillan, octubre.

Stallings, Barbara y Wilson Peres (2000), *Growth, Employment, and Equity: The Impact of the Economic Reforms in Latin America and the Caribbean*, Washington, D.C., Brookings Institution Press.

Standard and Poor's (2005), *Global Stock Markets Factbook, 2005*, Nueva York.

____(2000), *Emerging Stock Markets Factbook, 2000*, Nueva York.

Stiglitz, Joseph E. (2002), *Globalization and Its Discontents*, Nueva York, W.W. Norton.

____(1994), "The role of the state in financial markets", *Proceedings of the Annual Bank Conference on Economic Development 1993*, Michael Bruno y Boris Pleskovic (eds.), Washington, D.C., Banco Mundial.

Stiglitz, Joseph E. y Shahid Yusuf (eds.) (2001), *Rethinking the East Asian Miracle*, Washington, D.C., Banco Mundial.

Studart, Rogério (2003), "Changing expectations, capital surges and the banking sector: Argentina, Brazil, Chile and Mexico in the 1990s", *Financial Stability and Growth in Emerging Economies*, Jan Joost Teunissen y Mark Teunissen (eds.), La Haya, Foro sobre Deuda y Desarrollo (FONDAD).

____(2000), "Pension funds and the financing productive investment: an analysis based on Brazil's recent experience", *serie Financiamiento del desarrollo*, Nº 102 (LC/L.1409-P/I), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), agosto. Publicación de las Naciones Unidas, Nº de venta: E.00.II.G.83.

____(1995), *Investment Finance in Economic Development*, Londres, Routledge.

Studart, Rogério y Jennifer Hermann (2001), "Estrutura e operação dos sistemas financeiros no MERCOSUL: perspectivas a partir das reformas institucionais dos anos 1990", *Texto para discussão*, Nº 799, Brasilia, Instituto de Investigación Económica Aplicada (IPEA).

Taylor, Lance (1983), *Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World*, Nueva York, Basic Books.

Teichman, Judith A. (2001), *The Politics of Freeing Markets in Latin America: Chile, Argentina, and Mexico*, Chapel Hill, University of North Carolina Press.

Teixeira Torres Filho, Ernani (2005), "Financiación de la inversión: el caso del banco de desarrollo de Brasil (BNDES)", presentación preparada para el seminario sobre el sector financiero en América Latina, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), 28 y 29 de abril.

Thorne, Alfredo (1998), "Mexico's banks still undercapitalized", *Economic Research Note*, J.P. Morgan, 13 de noviembre.

Titelman, Daniel (2003), "La banca de desarrollo y el financiamiento productivo", *serie Financiamiento del desarrollo*, Nº 137 (LC/L.1980-P/E), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), octubre. Publicación de las Naciones Unidas, Nº de venta: S.03.II.G.139.

Turner, Philip (2002), "Procyclicality of regulatory ratios", *International Capital Markets: Systems in Transition*, John Eatwell y Lance Taylor (eds.), Nueva York, Oxford University Press, abril.

Underhill, Geoffrey (2001), "The public good versus private interests and the global financial and monetary systems", *The Market or the Public Domain? Global Governance and the Asymmetry of Power*, Daniel Drache (ed.), Londres, Routledge.

Uribe, José Darío y Hernando Vargas (2002), "Financial reform, crisis, and consolidation in Colombia", documento preparado para el taller de preparación del seminario de bancos centrales del eurosistema y de Latinoamérica, Bogotá, Banco Central de Colombia, 21 y 22 de marzo.

Uthoff, Andras (2001), "La reforma del sistema de pensiones y su impacto en el mercado de capitales", *Reformas, crecimiento y políticas sociales en Chile desde 1973*, Ricardo Ffrench-Davis y Barbara Stallings (eds.), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)/LOM Ediciones, noviembre.

Vajragupta, Yos y Pakorn Vichyanond (1999), "Thailand's financial evolution and the 1997 crisis", *East Asia's Financial Systems: Evolution and Crisis*, Seiichi Masuyama, DonnaVanderbrink y Chia Siow Yue (eds.), Tokio, Nomura Research Institute/Institute of South East Asian Studies (ISEAS).

Valdés Prieto, Salvador (1992), "Ajuste estructural en el mercado de capitales: la evidencia chilena,", *El modelo económico chileno*, Daniel L. Wisecarver (ed.), Santiago de Chile, Pontificia Universidad Católica de Chile/Centro Internacional para el Desarrollo Económico (CINDE).

Vichyanond, Pakorn (2002), "Capital market development in Thailand", documento preparado para el AT10 Research Conference [en línea], Tokio, Thailand Development Research Institute Tokio <http://www.tcf.or.jp/documents/index.html>.

Von Mettenheim, Kurt (2005), "Commanding heights: the politics of Brazilian Federal Government Banking in Brasil", Universidad de Oxford, Centre for Brazilian Studies.

Wade, Robert (1990), *Governing the Market: Economic Theory and the Role of Government in East Asian Industrialization*, New Jersey, Princeton University Press.

Walker, Eduardo H. y Fernando Lefort (2002), "Pension reform and capital markets: are there any (hard) links?", *Social Protection Discussion Paper Series*, Nº 0201, Washington, D.C., Banco Mundial, febrero.

Warr, Peter (ed.) (2004), *Thailand beyond the Crisis*, Londres, Routledge.

Welch, John H. (1993), *Capital Markets in the Development Process: The Case of Brazil*, Pittsburgh, Universidad de Pittsburgh Press.

Weyland, Kurt (2002), *The Politics of Market Reform in Fragile Democracies: Argentina, Brazil, Peru, and Venezuela*, New Jersey, Princeton University Press.

Williamson, John (2005), "Curbing the boom-bust cycle: stabilizing capital flows to emerging markets, *Policy Analyses in International Economics*, Nº 75, Washington, D.C., Institute for International Economics, julio.

Woo, Jung-en (1991), *Race to the Swift: State and Finance in Korean Industrialization*, Nueva York, Columbia University Press.

Yang, Ya-Hwei y Jia-Dong Shea (1999), "Evolution of Taiwan's financial system", *East Asia's Financial Systems: Evolution and Crisis*, Seiichi Masuyama, DonnaVanderbrink y Chia Siow Yue (eds.), Tokio, Nomura Research Institute/Institute of South East Asian Studies (ISEAS).

Yermo, Juan (2004), "Pension reform and capital market development", documento de antecedentes para *Keeping the Promise of Social Security in Latin America*, Washington, D.C., Banco Mundial, Oficina del Economista Jefe, Región de América Latina y el Caribe.

Yoshitomi, Masaru y Sayuri Shirai (2001), "Designing a financial market structure in post-crisis Asia: how to develop corporate bond markets", *Working Paper*, Nº 15, Tokio, Instituto del Banco Asiático de Desarrollo (BAsD).

Zervos, Sara (2004), "The transaction costs of primary market issuance: the case of Brazil, Chile, and Mexico", *Whither Latin American Capital Markets,* LAC Regional Study background paper, Washington, D.C., Banco Mundial, Oficina del Economista Jefe, Región de América Latina y el Caribe, febrero.

Zhuang, Juzhong y otros (2000), *Corporate Governance and Finance in East Asia, 2 Volumes*, Tokio, Banco Asiático de Desarrollo (BAsD).

Zysman, John (1983), *Governments, Markets, and Growth: Financial Systems and the Politics of Industrial Change*, Ithaca, Cornell University Press.

NACIONES UNIDAS
UNITED NATIONS

CEPAL
ECLAC

Publicaciones de la CEPAL
ECLAC publications

Comisión Económica para América Latina y el Caribe
Economic Commission for Latin America and the Caribbean
Casilla 179-D, Santiago de Chile. E-mail: publications@cepal.org

Véalas en: www.cepal.org/publicaciones
Publications may be accessed at: www.eclac.org

Revista de la CEPAL / *CEPAL Review*

La Revista se inició en 1976 como parte del Programa de Publicaciones de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe, con el propósito de contribuir al examen de los problemas del desarrollo socioeconómico de la región. Las opiniones expresadas en los artículos firmados, incluidas las colaboraciones de los funcionarios de la Secretaría, son las de los autores y, por lo tanto, no reflejan necesariamente los puntos de vista de la Organización.

La *Revista de la CEPAL* se publica en español e inglés tres veces por año.

Los precios de suscripción anual vigentes para 2006 son de US$ 30 para la versión en español y de US$ 35 para la versión en inglés. El precio por ejemplar suelto es de US$ 15 para ambas versiones. Los precios de suscripción por dos años (2006-2007) son de US$ 50 para la versión español y de US$ 60 para la versión inglés.

CEPAL Review first appeared in 1976 as part of the Publications Programme of the Economic Commission for Latin America and the Caribbean, its aim being to make a contribution to the study of the economic and social development problems of the region. The views expressed in signed articles, including those by Secretariat staff members, are those of the authors and therefore do not necessarily reflect the point of view of the Organization.

CEPAL Review is published in Spanish and English versions three times a year.

Annual subscription costs for 2006 are US$ 30 for the Spanish version and US$ 35 for the English version. The price of single issues is US$ 15 in both cases. The cost of a two-year subscription (2006-2007) is US$ 50 for Spanish-language version and US$ 60 for English.

Informes periódicos institucionales / *Annual reports*

Todos disponibles para años anteriores / *Issues for previous years also available*

- *Estudio económico de América Latina y el Caribe 2004-2005, 378 p.*
  Economic Survey of Latin America and the Caribbean 2004-2005, 362 p.
- *Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe, 2004. Tendencias 2005, 212 p.*
  Latin America and the Caribbean in the World Economy, 2004. 2005 trends, 204 p.
- *Panorama social de América Latina, 2005*, 442 p.
  Social Panorama of Latin America, 2005*, 440 p.*
- *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe, 2005, 196 p.*
  Preliminary Overview of the Economies of Latin America and the Caribbean, 2005*, 188 p.*
- *La inversión extranjera en América Latina y el Caribe*, 2005, 172 p.
  Foreign Investment of Latin America and the Caribbean, 2005*, 190 p.*
- *Anuario estadístico de América Latina y el Caribe /* ***Statistical Yearbook for Latin America and the Caribbean*** (bilingüe/*bilingual*), 2004, 500 p.

Libros de la CEPAL

89 *Políticas municipales de microcrédito. Un instrumento para la dinamización de los sistemas productivos locales. Estudios de caso en América Latina*, Paola Foschiatto y Giovanni Stumpo (comps.), 2006, 244 p.

88 *Aglomeraciones en torno a los recursos naturales en América Latina y el Caribe: Políticas de articulación y articulación de políticas*, 2006, 266 pp.

87 *Pobreza, desertificación y degradación de los recursos naturales*, César Morales y Soledad Parada (eds.), 2006, 274 p.

86 *Aprender de la experiencia. El capital social en la superación de la pobreza*, Irma Arriagada (ed.), 2005, 250 p.

85 *Política fiscal y medio ambiente. Bases para una agenda común*, Jean Acquatella y Alicia Bárcena (eds.), 2005, 272 p.

84 *Globalización y desarrollo: desafíos de Puerto Rico frente al siglo XXI*, Jorge Mario Martínez, Jorge Máttar y Pedro Rivera (coords.), 2005, 342 p.

83 *El medio ambiente y la maquila en México: un problema ineludible*, Jorge Carrillo y Claudia Schatan (comps.), 2005, 304 p.

82 *Fomentar la coordinación de las políticas económicas en América Latina. El método REDIMA para salir del dilema del prisionero*, Christian Ghymers, 2005, 190 p.

82 ***Fostering economic policy coordination in Latin America. The REDIMA approach to escaping the prisoner's dilemma***, Christian Ghymers, 2005, 170 p.

81 ***Mondialisation et développement. Un regard de l'Amérique latine et des Caraïbes***, José Antonio Ocampo et Juan Martin (éds.), 2005, 236 p.

80 *Gobernabilidad e integración financiera: ámbito global y regional*, José Antonio Ocampo, Andras Uthoff (comps.), 2004, 278 p.

79 *Etnicidad y ciudadanía en América Latina. La acción colectiva de los pueblos indígenas*, Álvaro Bello, 2004, 222 p.

78 *Los transgénicos en América Latina y el Caribe: un debate abierto*, Alicia Bárcena, Jorge Katz, César Morales, Marianne Schaper (eds.) 2004, 416 p.

77 *Una década de desarrollo social en América Latina 1990-1999*, 2004, 300 p.

77 ***A decade of social development in Latin America 1990-1999***, 2004, 308 p.

77 ***Une décennie de développement social en Amérique latine 1990-1999***, 2004, 300 p.
76 ***A decade of light and shadow. Latin America and the Caribbean in the 1990s***, 2003, 366 p.
76 ***Une décennie d'ombres et de lumières. L'Amérique latine et les Caraïbes dans les années 90***, 2003, 401 p.
75 *Gestión urbana para el desarrollo sostenible en América Latina y el Caribe*, Ricardo Jordán y Daniela Simioni (comps.), 2003, 264 p.
74 *Mercados de tierras agrícolas en América Latina y el Caribe: una realidad incompleta***,** Pedro Tejo (comp.), 2003, 416 p.
73 *Contaminación atmosférica y conciencia ciudadana,* Daniela Simioni (comp.), 2003, 260 p.
72 *Los caminos hacia una sociedad de la información en América Latina y el Caribe,* 2003, 139 p.
72 ***Road maps towards an information society in Latin America and the Caribbean***, 2003, 130 p.
71 *Capital social y reducción de la pobreza en América Latina y el Caribe. En busca de un nuevo paradigma,* Raúl Atria y Marcelo Siles (comps.), CEPAL/Michigan State University, *2003*, 590 p.
70 *Hacia el objetivo del milenio de reducir la pobreza en América Latina y el Caribe,* 2002, 80 p.
70 ***Meeting the millennium poverty reduction targets in Latin America and the Caribbean***, ECLAC/IPEA/UNDP, 2002, 70 p.
70 ***L'objectif du millénaire de réduire la pauvreté en Amérique Latine et les Caraïbes***, 2002, 85 p.
70 ***Rumo ao objetivo do milenio de reduzir a pobreza na América Latina e o Caribe***, 2002, 81 p.
69 *El capital social campesino en la gestión del desarrollo rural. Díadas, equipos, puentes y escaleras*, John Durston, 2002,156 p.
68 *La sostenibilidad del desarrollo en América Latina y el Caribe: desafíos y oportunidades,* 2002, 251 p.
68 ***The sustainability of development in Latin America and the Caribbean: challenges and opportunities***, 2002, 248 p.
67 ***Growth with stability, financing for development in the new international context***, 2002, 248 p.

Copublicaciones recientes / *Recent co-publications*

Los jóvenes y el empleo en América Latina. Desafíos y perspectivas ante el nuevo escenario laboral, Jürgen Weller (ed.), CEPAL/Mayol Ediciones, Colombia, 2006.

Condiciones *y políticas de competencia en economías pequeñas de Centroamérica y el Caribe,* Claudia Schatan y Marcos Ávalos (coords.), CEPAL/Fondo de Cultura Económica, México, 2006.

Aglomeraciones pesqueras en América Latina. Ventajas asociadas al enfoque de cluster*,* Massiel Guerra (comp.), CEPAL/Alfaomega, Colombia, 2006.

Reformas para América Latina después del fundamentalismo neoliberal, Ricardo Ffrench-Davis, CEPAL/Siglo XXI, Argentina, 2006.

Crecimiento esquivo y volatilidad financiera, Ricardo Ffrench-Davis (ed.), Mayol Ediciones, Colombia, 2005.

Seeking growth under financial volatility, Ricardo Ffrench-Davis (ed.), Palgrave Macmillan, United Kingdom, 2005.

Macroeconomía, comercio y finanzas para reformar las reformas en América Latina, Ricardo Ffrench-Davis (ed.), CEPAL/Mayol Ediciones, Colombia, 2005.

Beyond Reforms. Structural Dynamics and Macroeconomic Theory, José Antonio Ocampo (ed.), ECLAC/Inter-American Development Bank/The World Bank/Stanford University Press, USA, 2003.

Más allá de las reformas. Dinámica estructural y vulnerabilidad macroeconómica, José Antonio Ocampo (ed.), CEPAL/Alfaomega, Colombia, 2005.

Gestión social. Cómo lograr eficiencia e impacto en las políticas sociales, Ernesto Cohen y Rolando Franco, CEPAL/Siglo XXI, *Crecimiento esquivo y volatilidad financiera,* Ricardo Ffrench-Davis (ed.), CEPAL/Mayol Ediciones, México, 2005.

Pequeñas y medianas empresas y eficiencia colectiva. Estudios de caso en América Latina, Marco Dini y Giovanni Stumpo (coords.), CEPAL/Siglo XXI, México, 2005.

En búsqueda de efectividad, eficiencia y equidad: las políticas del mercado de trabajo y los instrumentos de su evaluación, Jürgen Weller (comp.), CEPAL/LOM, Chile, 2004.

América Latina en la era global, José Antonio Ocampo y Juan Martin (coords.), CEPAL/Alfaomega.

El desarrollo económico en los albores del siglo XXI, José Antonio Ocampo (ed.), CEPAL/Alfaomega, Colombia, 2004.

Los recursos del desarrollo. Lecciones de seis aglomeraciones agroindustriales en América Latina, Carlos Guaipatín (comp.), CEPAL/Alfaomega, Colombia, 2004.

Medir la economía de los países según el sistema de cuentas nacionales, Michel Séruzier, CEPAL/Alfaomega, 2003, Colombia, 2003.

Globalization and Development. A Latin American and Caribbean Perspective, José Antonio Ocampo and Juan Martin (eds.), ECLAC/Alfaomega, 2003.

Globalización y desarrollo. Una reflexión desde América Latina y el Caribe, José Antonio Ocampo y Juan Martin (eds.), CEPAL/Alfaomega, Colombia, 2003.

Autonomía o ciudadanía incompleta. El Pueblo Mapuche en Chile y Argentina, Isabel Hernández, CEPAL/Pehuén, Chile, 2003.

El desarrollo de complejos forestales en América Latina, Néstor Bercovich y Jorge Katz (eds.), CEPAL/Alfaomega, Colombia, 2003.

Territorio y competitividad en la agroindustria en México. Condiciones y propuestas de política para los clusters *del limón mexicano en Colima y la piña en Veracruz,* Enrique Dussel Peters, CEPAL/Plaza y Valdés, México, 2002.

Capital social rural. Experiencias de México y Centroamérica, Margarita Flores y Fernando Rello, CEPAL/Plaza y Valdés, México,2002.

Eqüidade, desenvolvimento e cidadania, José Antonio Ocampo, CEPAL/Editor Campus, Brasil, 2002.

Crescimento, emprego e eqüidade; O Impacto das Reformas Econômicas na América Latina e Caribe, Barbara Stallings e Wilson Peres, CEPAL/Editor Campus, Brasil, 2002.

Crescer com Estabilidade, ***O financiamento do desenvolvimento no novo contexto internacional,*** José Antonio Ocampo, CEPAL/Editor Campus, Brasil, 2002.

Pequeñas y medianas empresas industriales en América Latina y el Caribe, Wilson Peres y Giovanni Stumpo (coords.), CEPAL/Siglo XXI, México, 2002.

Aglomeraciones mineras y desarrollo local en América Latina, Rudolf M. Buitelaar (comp.), CEPAL/Alfaomega, Colombia, 2002.

Cuadernos de la CEPAL

91 *Elementos conceptuales para la prevención y reducción de daños originados por amenazas naturales*, Eduardo Chaparro y Matías Renard (eds.), 2005, 144 p.

90 *Los sistemas de pensiones en América Latina: un análisis de género*, Flavia Marco (coord.), 2004, 270 p.

89 *Energía y desarrollo sustentable en América Latina y el Caribe*. Guía para la formulación de políticas energéticas, 2003, 240 p.

88 *La ciudad inclusiva*, Marcello Balbo, Ricardo Jordán y Daniela Simioni (comps.), CEPAL/Cooperazione Italiana, 2003, 322 p.

87 ***Traffic congestion. The problem and how to deal with it***, Alberto Bull (comp.), 2004, 198 p.
87 *Congestión de tránsito. El problema y cómo enfrentarlo*, Alberto Bull (comp.), 2003, 114 p.

Cuadernos Estadísticos de la CEPAL

30 *Clasificaciones estadísticas internacionales incorporadas en el banco de datos del comercio exterior de América Latina y el Caribe de la CEPAL*, 2004, 308 p.
29 *América Latina y el Caribe: series estadísticas sobre comercio de servicios 1980-2001*, 2003, 150 p.

Boletín demográfico / *Demographic Bulletin* (bilingüe/*bilingual*)

Edición bilingüe (español e inglés) que proporciona información estadística actualizada, referente a estimaciones y proyecciones de población de los países de América Latina y el Caribe. Incluye también indicadores demográficos de interés, tales como tasas de natalidad, mortalidad, esperanza de vida al nacer, distribución de la población, etc.

Publicado desde 1968, el Boletín aparece dos veces al año, en los meses de enero y julio.
Suscripción anual: US$ 20.00. Valor por cada ejemplar: US$ 15.00.

Bilingual publication (Spanish and English) proving up-to-date estimates and projections of the populations of the Latin American and Caribbean countries. Also includes various demographic indicators of interest such as fertility and mortality rates, life expectancy, measures of population distribution, etc.

Published since 1968, the Bulletin appears twice a year in January and July.
Annual subscription: US$ 20.00. Per issue: US$ 15.00.

Notas de población

Revista especializada que publica artículos e informes acerca de las investigaciones más recientes sobre la dinámica demográfica en la región, en español, con resúmenes en español e inglés. También incluye información sobre actividades científicas y profesionales en el campo de población.

La revista se publica desde 1973 y aparece dos veces al año, en junio y diciembre.
Suscripción anual: US$ 20.00. Valor por cada ejemplar: US$ 12.00.

Specialized journal which publishes articles and reports on recent studies of demographic dynamics in the region, in Spanish with abstracts in Spanish and English. Also includes information on scientific and professional activities in the field of population.

Published since 1973, the journal appears twice a year in June and December.
Annual subscription: US$ 20.00. Per issue: US$ 12.00.

Series de la CEPAL

Comercio internacional / Desarrollo productivo / Estudios estadísticos y prospectivos / Estudios y perspectivas (Bogotá, Brasilia, Buenos Aires, México, Montevideo) / Financiamiento del desarrollo / Información y desarrollo / Informes y estudios especiales / Macroeconomía del desarrollo / Manuales / Medio ambiente y desarrollo / Población y desarrollo / Políticas sociales / Recursos naturales e infraestructura / Seminarios y conferencias.

Véase el listado completo en: www.cepal.org/publicaciones
A complete listing is available at: www.cepal.org/publicaciones

كيفية الحصول على منشورات الأمم المتحدة

يمكن الحصول على منشورات الأمم المتحدة من المكتبات ودور التوزيع في جميع أنحاء العالم . استعلم عنها من المكتبة التي تتعامل معها أو اكتب إلى : الأمم المتحدة ، قسم البيع في نيويورك أو في جنيف .

如何购取联合国出版物

联合国出版物在全世界各地的书店和经售处均有发售。请向书店询问或写信到纽约或日内瓦的联合国销售组。

HOW TO OBTAIN UNITED NATIONS PUBLICATIONS

United Nations publications may be obtained from bookstores and distributors throughout the world. Consult your bookstore or write to: United Nations, Sales Section, New York or Geneva.

COMMENT SE PROCURER LES PUBLICATIONS DES NATIONS UNIES

Les publications des Nations Unies sont en vente dans les librairies et les agences dépositaires du monde entier. Informez-vous auprès de votre libraire ou adressez-vous à : Nations Unies, Section des ventes, New York ou Genève.

КАК ПОЛУЧИТЬ ИЗДАНИЯ ОРГАНИЗАЦИИ ОБЪЕДИНЕННЫХ НАЦИЙ

Издания Организации Объединенных Наций можно купить в книжных магазинах и агентствах во всех районах мира. Наводите справки об изданиях в вашем книжном магазине или пишите по адресу: Организация Объединенных Наций, Секция по продаже изданий, Нью-Йорк или Женева.

COMO CONSEGUIR PUBLICACIONES DE LAS NACIONES UNIDAS

Las publicaciones de las Naciones Unidas están en venta en librerías y casas distribuidoras en todas partes del mundo. Consulte a su librero o diríjase a: Naciones Unidas, Sección de Ventas, Nueva York o Ginebra.

Las publicaciones de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y las del Instituto Latinoamericano y del Caribe de Planificación Económica y Social (ILPES) se pueden adquirir a los distribuidores locales o directamente a través de:

Publicaciones de las Naciones Unidas
Sección de Ventas – DC-2-0853
Fax (212)963-3489
E-mail: publications@un.org
Nueva York, NY, 10017
Estados Unidos

Publicaciones de las Naciones Unidas
Sección de Ventas, Fax (22)917-0027
Palais des Nations
1211 Ginebra 10
Suiza

Unidad de Distribución
CEPAL – Casilla 179-D
Fax (562)208-1946
E-mail: publications@cepal.org
Santiago de Chile

Publications of the Economic Commission for Latin America and the Caribbean (ECLAC) and those of the Latin American and the Caribbean Institute for Economic and Social Planning (ILPES) can be ordered from your local distributor or directly through:

United Nations Publications
Sales Sections, DC-2-0853
Fax (212)963-3489
E-mail: publications@un.org
New York, NY, 10017
USA

United Nations Publications
Sales Sections, Fax (22)917-0027
Palais des Nations
1211 Geneve 10
Switzerland

Distribution Unit
ECLAC – Casilla 179-D
Fax (562)208-1946
E-mail: publications@eclac.org
Santiago, Chile