

# EL DESARROLLO FINANCIERO EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE

## EL CAMINO POR DELANTE



AUGUSTO DE LA TORRE  
ALAIN IZE  
SERGIO L. SCHMUKLER





# **El Desarrollo Financiero en América Latina y el Caribe**



# El Desarrollo Financiero en América Latina y el Caribe

## El Camino por Delante

Equipo dirigido por Augusto de la Torre,  
Alain Ize y Sergio L. Schmukler



THE WORLD BANK  
Washington, D.C.

© 2012 Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento / Asociación Internacional de Desarrollo o el Banco Mundial  
1818 H Street NW  
Washington DC 20433  
Teléfono: 202-473-1000  
Internet: [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)

1 2 3 4 15 14 13 12

Este volumen ha sido elaborado por el personal del Banco Mundial y con contribuciones externas. Los resultados, interpretaciones y conclusiones expresados en este volumen no reflejan necesariamente las opiniones del Banco Mundial, de su Junta de Directores Ejecutivos, ni del gobierno al que éstos representan.

El Banco Mundial no garantiza la exactitud de los datos que figuran en esta publicación. Las fronteras, los colores, las denominaciones y demás datos que aparecen en los mapas de este documento no implican juicio alguno por parte del Banco Mundial sobre la condición jurídica de ninguno de los territorios, ni la aprobación o aceptación de tales fronteras.

#### **Derechos y autorizaciones**

El material contenido en esta publicación está registrado como propiedad intelectual.

El Banco Mundial alienta la difusión de sus publicaciones, y autoriza la reproducción de este documento, total o parcialmente, con fines no comerciales siempre y cuando se reconozca plenamente su autoría.

Los permisos para fotocopiar o reproducir cualquier parte de estos materiales pueden obtenerse enviando una solicitud con toda la información necesaria a Copyright Clearance Center Inc., 222 Rosewood Drive, Danvers, MA 01923, EE. UU.; teléfono: 978-750-8400; fax: 978-750-4470; sitio web: [www.copyright.com](http://www.copyright.com).

Cualquier otra consulta sobre derechos y licencias, incluidos derechos subsidiarios, deberá dirigirse a la siguiente dirección: Office of the Publisher, The World Bank, 1818 H Street NW, Washington, DC 20433, EE. UU.; fax: 202-522-2422; correo electrónico: [pubrights@worldbank.org](mailto:pubrights@worldbank.org).

ISBN (paper): 978-0-8213-9490-8

DOI: 10.1596/978-0-8213-9490-8

Diseño de la cubierta: Naylor Design Inc.

Fotos de la cubierta: SVLuma y the Ash Design/Shutterstock.com

# Índice

<i>Prólogo</i> .....	<i>xi</i>
<i>Agradecimientos</i> .....	<i>xiii</i>
<i>Siglas y abreviaciones</i> .....	<i>xv</i>
<b>1</b> <b>Visión general</b> .....	<b>1</b>
La visión convencional del desarrollo financiero y sus limitaciones .....	2
Repensar el desarrollo financiero .....	5
¿Dónde se sitúa ALC? .....	6
La promoción del lado brillante .....	8
Lidiando con el lado oscuro .....	10
Notas .....	14
<b>2</b> <b>El desarrollo financiero: El lado brillante, los patrones, las trayectorias y el lado oscuro</b> .....	<b>17</b>
El lado brillante .....	18
Los patrones .....	21
Las trayectorias .....	25
El lado oscuro .....	27
¿Puede haber exceso de financiamiento? .....	28
Notas .....	29
<b>3</b> <b>El desarrollo financiero interno: ¿Dónde se encuentra ALC?</b> .....	<b>33</b>
La metodología .....	34
Principales conclusiones .....	35
La banca .....	36
Los mercados de bonos .....	38
Los mercados de renta variable .....	43
Los nuevos actores .....	45

	Los mercados y productos alternativos . . . . .	54
	Notas . . . . .	60
<b>4</b>	<b>La globalización financiera: ¿Dónde se sitúa ALC?</b> . . . . .	<b>63</b>
	Las dos dimensiones de la globalización financiera. . . . .	64
	La diversificación financiera . . . . .	65
	La deslocalización financiera . . . . .	70
	Notas . . . . .	81
<b>5</b>	<b>La inclusión financiera: ¿Dónde se sitúa ALC?</b> . . . . .	<b>83</b>
	La metodología. . . . .	84
	Evidencia del lado de la oferta . . . . .	85
	Evidencia del lado de la demanda. . . . .	85
	El rol del gobierno. . . . .	94
	Notas . . . . .	98
<b>6</b>	<b>La brecha bancaria . . . . .</b>	<b>101</b>
	¿Es real la brecha bancaria? . . . . .	102
	¿Efectos de la oferta o de la demanda? . . . . .	105
	¿Fantasmas de un pasado turbulento?. . . . .	109
	¿Dónde estamos ahora? . . . . .	111
	Notas . . . . .	113
<b>7</b>	<b>La brecha de renta variable. . . . .</b>	<b>115</b>
	Las consecuencias de la globalización. . . . .	116
	La libre flotación. . . . .	120
	La concentración del mercado. . . . .	121
	Los inversores institucionales . . . . .	121
	La gobernanza corporativa . . . . .	121
	Otros factores. . . . .	123
	Conclusiones. . . . .	125
	Notas . . . . .	128
<b>8</b>	<b>El largo plazo . . . . .</b>	<b>131</b>
	¿Cuáles son los problemas?. . . . .	132
	¿Cuáles son las opciones? . . . . .	133
	¿Dónde se sitúa ALC?. . . . .	136
	¿Cuáles son los cambios clave para las políticas? . . . . .	144
	Notas . . . . .	149
<b>9</b>	<b>El riesgo asumido por el Estado: Una perspectiva de acción colectiva . . . . .</b>	<b>155</b>
	El rol del Estado en los paradigmas de agencia puros . . . . .	156
	Añadiendo fricciones de acción colectiva . . . . .	158
	Añadiendo aversión al riesgo . . . . .	160
	¿Garantías privadas o públicas? . . . . .	162
	El riesgo sistémico. . . . .	164
	Las oscilaciones de las políticas en ALC: Una obra en cuatro actos . . . . .	165
	Hacia políticas reequilibradas. . . . .	167
	Notas . . . . .	171
<b>10</b>	<b>La supervisión prudencial: ¿Dónde se sitúa ALC? . . . . .</b>	<b>175</b>
	Metodología . . . . .	176
	La brecha del progreso y otras brechas . . . . .	179

Los desafíos de la supervisión sistémica en el futuro . . . . .	185
Apéndice 10.A: Metodología para el análisis econométrico de las calificaciones de BCP . . . . .	188
Apéndice 10.B: Puntos relevantes del Estudio del Banco Mundial sobre las prácticas de supervisión . . . . .	189
Apéndice 10.C: Estudio conjunto del Banco Mundial y ASBA sobre la supervisión sistémica . . . . .	192
Apéndice 10.D: La concentración financiera en ALC . . . . .	193
Notas . . . . .	195
<b>11 Las políticas macroprudenciales a lo largo del ciclo en ALC . . . . .</b>	<b>197</b>
La política macroprudencial y la dinámica del lado oscuro . . . . .	198
Los ciclos y vulnerabilidades de ALC: ¿Lecciones del pasado? . . . . .	201
Algunos temas clave de diseño de la política macroprudencial . . . . .	209
El camino por delante . . . . .	214
Notas . . . . .	217
<b>12 La regulación microsistémica . . . . .</b>	<b>221</b>
La razón de ser de la regulación prudencial . . . . .	222
Las fronteras exteriores: Iluminando las sombras . . . . .	223
Las fronteras internas: Silos vs. licencias universales . . . . .	228
El problema de las SIFIs . . . . .	230
La liquidez sistémica: Normas y acceso . . . . .	232
La innovación financiera: ¿Ha acertado ALC? . . . . .	233
El programa regulatorio en el futuro . . . . .	234
Apéndice 12.A Desafíos planteados por grandes y complejos conglomerados financieros: El caso de CL Financial en el Caribe . . . . .	236
Notas . . . . .	238
<b>13 La supervisión sistémica . . . . .</b>	<b>241</b>
Las nuevas conexiones . . . . .	242
Un nuevo enfoque . . . . .	243
Los nuevos instrumentos . . . . .	246
Alcanzando el objetivo . . . . .	247
El programa para el futuro . . . . .	251
Notas . . . . .	251
<b>14 Resumen de las direcciones de las políticas para el futuro . . . . .</b>	<b>255</b>
¿Dónde se sitúa ALC? . . . . .	255
Los problemas importantes por resolver . . . . .	257
Las direcciones de las políticas: El lado brillante . . . . .	258
Las direcciones de las políticas: El lado oscuro . . . . .	262
Referencias . . . . .	265

## Recuadros

3.1	El mercado de bonos en Chile . . . . .	45
3.2	El mercado de renta variable en Brasil . . . . .	54
4.1	Costos y beneficios de la participación de los bancos extranjeros en los sistemas financieros nacionales . . . . .	78
6.1	Una breve historia del financiamiento de la vivienda en ALC . . . . .	105

7.1	Gobernanza corporativa y desarrollo del mercado de renta variable . . . . .	124
8.1	Los bonos con cobertura vs los MBS: La experiencia reciente de ALC . . . . .	142
8.2	Las experiencias de indexación en el financiamiento de la vivienda en ALC . . . . .	145
9.1	El criterio del bienestar en la literatura teórica sobre las garantías del Estado . . . . .	156
12.1	Las Sofoles en México . . . . .	224
12.2	La reforma del perímetro regulatorio: Estados Unidos vs Unión Europea . . . . .	225

## Gráficos

2.1	Fricciones, paradigmas y fallas. . . . .	19
2.2	Apariencia, convexidad y rendimientos de escala de trayectorias de indicadores de DF . . . . .	22
2.3	Trayectorias para la deuda pública: Externa e interna . . . . .	23
2.4	Trayectorias de indicadores bancarios: Financiamiento minorista y mayorista y crédito privado . . . . .	24
2.5	Indicadores de profundidad financiera: Trayectorias de desarrollo dinámicas y transversales. . . . .	26
3.1	Sistemas financieros nacionales . . . . .	36
3.2	Indicadores bancarios en relación con referencias globales . . . . .	37
3.3	Crédito bancario . . . . .	39
3.4	Propiedad extranjera y concentración de sistemas bancarios . . . . .	40
3.5	Total de activos bancarios como porcentaje del PIB en ALC . . . . .	41
3.6	Indicadores financieros en ALC-7 en relación con su referencia. . . . .	42
3.7	Mercados de bonos primarios . . . . .	43
3.8	Volumen de negocios del mercado de bonos interno . . . . .	44
3.9	Plazo de vencimiento promedio de bonos en fecha de emisión en mercados locales . . . . .	46
3.10	Composición de las monedas de los bonos en fecha de emisión en mercados locales . . . . .	47
3.11	Tamaño del mercado de renta variable. . . . .	48
3.12	Mercados de renta variable . . . . .	49
3.13	Volumen de negocios del mercado de valores en relación con las referencias globales. . . . .	50
3.14	La concentración en los mercados de renta variable. . . . .	51
3.15	En ALC: Actividad comercial y número de firmas registradas en mercados internos de renta variable . . . . .	52
3.16	Capitalización del mercado de renta variable como porcentaje del PIB en ALC . . . . .	53
3.17	Activos de los fondos de pensión, fondos de inversión y compañías aseguradoras. . . . .	55
3.18	Composición de las carteras de fondos de pensión. . . . .	56
3.19	Valores en cartera fondos de inversión. . . . .	57
3.20	Derivados y mercados de factoraje . . . . .	58
3.21	Cooperativas financieras, cooperativas de ahorro y crédito y fondos cotizados en bolsa (ETFs). . . . .	59
4.1	Activos y pasivos externos y flujo bruto de capitales . . . . .	66
4.2	En ALC: Activos y pasivos externos y flujo bruto de capitales. . . . .	67
4.3	Efectos de valuación. . . . .	68
4.4	Medidas de jure y de facto de la globalización financiera . . . . .	69
4.5	Activos externos netos como porcentaje del PIB. Renta variable y bonos . . . . .	71
4.6	En ALC: Activos externos netos como porcentaje del PIB - Renta variable y bonos. . . . .	72

4.7	Nuevas emisiones de captación de capital en mercados extranjeros . . . . .	73
4.8	Tamaño relativo de los mercados de capitales extranjeros . . . . .	74
4.9	Plazo de vencimiento promedio de los bonos en fecha de emisión . . . . .	75
4.10	En ALC: Plazo de vencimiento medio de bonos públicos y privados en los mercados extranjeros en fecha de emisión . . . . .	76
4.11	Ratio de bonos en moneda extranjera en relación al total de bonos en fecha de emisión . . . . .	77
4.12	Transacciones de renta variable en mercados nacionales y extranjeros . . . . .	78
4.13	Concentración en mercados de bonos extranjeros y de renta variable . . . . .	79
4.14	Activos bancarios de propiedad extranjera como porcentaje del total de activos bancarios. . . . .	80
5.1	Número de sucursales, cajeros automáticos, cuentas corrientes y de préstamos. . . . .	86
5.2	Número real vs. número predicho de depósitos por 1.000 adultos . . . . .	88
5.3	Número real vs. número predicho de préstamos por 1.000 adultos . . . . .	88
5.4	Tarifas anuales . . . . .	89
5.5	Utilización de las empresas de cuentas corrientes y productos crediticios . . . . .	91
5.6	Activos fijos y capital de trabajo financiado por los bancos . . . . .	92
5.7	Porcentaje de empresas que consideran el acceso al financiamiento un obstáculo severo . . . . .	93
5.8	Compromiso del gobierno con la inclusión financiera . . . . .	95
5.9	Compromiso del gobierno con la inclusión financiera: ALC-7 vs otros comparadores ALC . . . . .	96
5.10	La adopción de banca corresponsal y sucursales móviles. . . . .	97
5.11	La adopción de banca corresponsal y sucursales móviles: ALC-7 vs resto de ALC . . . . .	97
5.12	Índice de información crediticia y derechos legales . . . . .	98
6.1	Créditos offshore vs. créditos internos al sector privado . . . . .	103
6.2	Evolución del crédito privado por tipo de crédito en los países ALC-7. . . . .	104
6.3	Tasa real de préstamo, Tasa real de depósito y EMBI: Diferenciales entre ALC-6 y Estados Unidos . . . . .	106
6.4	Márgenes de interés netos: Contribución de diferentes factores para explicar las diferencias entre el promedio de América Latina y el de los países en vías de desarrollo. . . . .	107
6.5	Crédito real al sector privado y tasa indexada de interés real compuesto . . . . .	110
7.1	Porcentaje de países de América Latina que han implementado reformas de los mercados de capitales . . . . .	116
7.2	Mercados de renta variable nacionales y offshore . . . . .	118
7.3	2005–2009 Promedio de residuos de volumen de transacciones internas y externas . . . . .	119
7.4	Transacciones en los mercados de renta variable . . . . .	120
7.5	Volumen de transacciones interno y concentración . . . . .	122
7.6	Volumen de transacciones interno e inversores institucionales. . . . .	123
7.7	Volumen de transacciones interno y gobernanza corporativa . . . . .	125
10.1	Evaluaciones BCP – ALC-6 . . . . .	178
10.2	Evaluaciones BCP – Caribe . . . . .	178
10.3	Evaluaciones BCP – Resto de ALC. . . . .	179
10.4	Cumplimiento Principios BCP de los países ALC. . . . .	180
10.5	Regulaciones financieras y progreso en la supervisión en 9 países ALC. . . . .	181
10.6	Índice de complejidad. . . . .	181
10.7	Trayectorias de desarrollo dinámicas y transversales (medias anuales) . . . . .	186

11.1	Probabilidad incondicional de auges y crisis . . . . .	202
11.2	Sincronización entre producto real y ciclos financieros . . . . .	204
11.3	Comportamiento del crédito durante recesiones en la actividad económica real: ¿Los ciclos financieros determinan los ciclos reales? . . . . .	205
11.4	Probabilidad condicional e incondicional de los auges de los préstamos . . . . .	206
11.5	Comportamiento de la tasa de cambio real durante las recesiones en crédito real . . . . .	207
11.6	Capital extranjero y recesiones del crédito . . . . .	208
11.7	Principales rasgos del ciclo del crédito a lo largo del tiempo . . . . .	210
11.8	Exigencias de reservas y tasas de referencia . . . . .	212
12.1	Número promedio de bancos con más de 10% del total de activos bancarios . . . . .	231
12.A.1	Informe Annual 2007 de CL Financial . . . . .	237

## Cuadros

2.1	Una simple tipología de paradigmas . . . . .	18
3.1	Lista de países analizados por región . . . . .	34
3.2	Modelo de referencia para los indicadores de desarrollo financiero en ALC (IDFs) . . . . .	38
5.1	Regresiones de indicadores de inclusión financiera en los ingresos, densidad demográfica y variables dicotómicas por país . . . . .	87
5.2	Regresiones para tarifas de depósito y préstamos . . . . .	90
6.1	Brecha crediticia en ALC-7 por tipo de crédito . . . . .	102
6.2	Tasas de interés reales de préstamos por tipo de empresa 2007 . . . . .	104
6.3	Márgenes de interés netos, gastos generales de los bancos y crédito privado en ALC . . . . .	108
6.4	Brecha del crédito privado en ALC-7: Desglose por fuente . . . . .	109
6.5	Número de crisis por tipo, 1970–2007 . . . . .	110
6.6	Márgenes de interés bancario en ALC, solidez financiera, indicadores de entorno favorable e historia crediticia . . . . .	111
6.7	Crédito privado ALC, dolarización financiera e inflación 2005–2008 . . . . .	112
7.1	Modelo de valores de referencia . . . . .	119
7.2	Transacciones de renta variable interna e indicadores de entorno favorable para los negocios . . . . .	126
8.1	Tarifas de fondos de inversión en países seleccionados de América Latina . . . . .	138
8.2	Participación de los depósitos en las carteras de los fondos de inversión chilenos . . . . .	139
9.1	Bancos de desarrollo en América Latina y el Caribe. Modalidad operativa de los bancos de desarrollo a principios de 2009 . . . . .	166
10.1	Análisis econométrico de Calificaciones BCP . . . . .	177
10.2	Requisitos de adecuación de capital para países seleccionados de ALC-7 . . . . .	183
10.A.1	Consolidación en grupos BCP . . . . .	188
10.B.1	Estudio del Banco Mundial sobre las prácticas de supervisión . . . . .	190
10.D.1	Participación en el mercado de las empresas y fondos más grandes en países seleccionados de ALC . . . . .	193
10.D.2	Concentración de la riqueza en países seleccionados de América Latina . . . . .	194
11.1	Principales rasgos de los ciclos reales y financieros . . . . .	203
11.2	Tamaño de los auges financieros y la probabilidad de crisis: Análisis probit . . . . .	209

## Prólogo

**D**urante las décadas de 1980 y 1990, el sector financiero constituyó el talón de Aquiles del desarrollo económico en América Latina y el Caribe (ALC). Desde entonces, el sector ha crecido y se ha profundizado, volviéndose más integrado y competitivo, con nuevos actores, mercados e instrumentos y una ampliación de la inclusión financiera. Para coronar estos logros, los sistemas financieros de la región han atravesado la crisis global de 2008–2009 en gran medida ilesos. Ahora que los beneficios de la estabilidad macrofinanciera de ALC están siendo ampliamente reconocidos y puestos a prueba, parece ser el momento ideal para hacer un balance y analizar lo que resta por hacer.

*El Desarrollo Financiero en América Latina y el Caribe: El Camino por Delante* provee un análisis balanceado, con miras al futuro, sobre el desarrollo financiero de la región. En lugar de perderse en discusiones sectoriales específicas, el reporte se enfoca en los principales elementos estructurales, perspectivas generales y sus interconexiones. El valor agregado de este reporte descansa entonces en su visión holística del proceso de desarrollo; en su cobertura amplia de la industria de servicios financieros (tomada

como un todo, sin centrarse exclusivamente en el sector bancario); en su énfasis en un enfoque comparativo, relativo a valores de referencia; en su perspectiva sistémica; y en su esfuerzo explícito de incorporar las lecciones de la crisis financiera internacional de 2008–2009. *El Desarrollo Financiero en América Latina y el Caribe: El Camino por Delante* a su vez expande y complementa la visión global de una serie de estudios publicados durante la última década sobre el desarrollo financiero, tanto sobre los países de ALC como sobre otros países en vías de desarrollo. Este reporte resultará de especial interés para hacedores de política y analistas financieros interesados en impulsar el desarrollo del sector financiero de la región.

En primer lugar, a pesar de ésta estabilidad, las ganancias en términos de crecimiento del producto y una mayor equidad social aún están por conseguirse plenamente. Generalmente se reconoce que el funcionamiento eficaz de los sistemas financieros es clave para alcanzar estos objetivos. Sin embargo, como queda demostrado en este informe regional, la región sigue enfrentándose a ciertas brechas y desafíos fundamentales del desarrollo financiero.

Concretamente, los bancos en la región generalmente prestan menos al sector privado en relación con los bancos en países comparables en todo el mundo, y lo hacen a tasas de interés generalmente más altas. Por otro lado, los mercados de renta variable en toda la región siguen sufriendo una falta crónica de liquidez. Estos indicadores financieros son precisamente los que están más estrechamente relacionados con el crecimiento económico.

Por otra parte, la crisis financiera global ha hecho aflorar un nuevo conjunto de problemas que ALC debe abordar, junto con las demás regiones del mundo. La crisis ha demostrado que el desarrollo financiero y la estabilidad financiera interactúan intensamente –algo que la arquitectura financiera internacional sigue ignorando al centrarse casi únicamente en esta última.

La crisis también ha puesto de relieve la necesidad de que el Estado mantenga el proceso de desarrollo financiero en una vía segura, a la vez que acepta que, una vez que una gran crisis golpea, el Estado es el que

asume los riesgos en última instancia, un rol que requiere una reflexión adicional y la creación de instituciones. En ALC, el importante rol contracíclico jugado por los bancos públicos en la crisis también reabre el debate acerca del rol del Estado en relación al desarrollo financiero, y este informe ofrece indicaciones útiles para contribuir a enriquecer el debate.

Se trata de importantes cuestiones relativas a las políticas que mantendrán al mundo y al ALC ocupados durante muchos años. Afortunadamente, ALC se beneficia de su rica experiencia histórica en la gestión de riesgos sistémicos. Sin embargo, no hay tiempo que perder. Las decisiones de las políticas de hoy conformarán el mundo financiero de ALC del mañana. En la medida en que las turbulencias globales sigan teniendo un impacto en la región, el desarrollo financiero de calidad y las políticas financieras de supervisión que puedan adaptarse a un entorno rápidamente cambiante serán esenciales para asegurar su futuro.

*Pamela Cox  
Vicepresidenta Regional  
América Latina y el Caribe  
Banco Mundial*

# Agradecimientos

Este informe ha sido elaborado por un equipo central dirigido por Augusto de la Torre, Alain Ize y Sergio L. Schmukler. Otros miembros del equipo central son: Deniz Anginer, Luis Martín Auqui, César Calderón, Francisco Ceballos, Mariano Cortés, Tatiana Didier, Katia d’Hulster, Miquel Dijkman, Erik Feyen, Eva Gutiérrez, Socorro Heysen, Eduardo Levy-Yeyati, María Soledad Martínez Pería, Claudio Raddatz, Steve Seelig y Luis Servén.

El informe se benefició de los comentarios fundamentales y muy detallados de Martin Cihak y Roberto Rocha (ambos del Banco Mundial), sobre la totalidad del documento, así como de la perspectiva y los muy útiles comentarios, en diversos momentos y capítulos del estudio, por parte de otros evaluadores y miembros de la mesa: Stijn Claessens (Fondo Monetario Internacional), Tito Cordella (Banco Mundial), Luis Cortavarria (FMI), Asli Demirgüç-Kunt (Banco Mundial), Eduardo Fernández-Arias (Banco Interamericano de Desarrollo), Marialisa Motta (Banco Mundial), Aditya Narain (FMI), Andrew Powell (BID), Robert Rennhack (FMI), Liliana Rojas Suarez (Center for Global Development), Pablo Sanguinetti (CAF), Sophie Sirtaine (Banco Mundial), y Rodrigo Valdés (FMI).

El informe regional también contó con las orientaciones de un grupo consultivo de responsables de las políticas financieras de los países de América Latina y el Caribe (ALC), muchos de los cuales proporcionaron comentarios sustanciales durante un seminario de autores celebrado en diciembre de 2010. Los miembros de este grupo consultivo son:

- De Brasil: Alexandre Tombini (Presidente del Banco Central) y Luis Pereira da Silva (Vicepresidente para Asuntos Internacionales, Banco Central)
- De Chile: Luis Céspedes (Ex Director de Investigación, Banco Central)
- De Colombia: Ana Fernanda Manguashca (Directora de Regulación Financiera, Ministerio de Hacienda)
- De Costa Rica: Francisco de Paula Gutiérrez (Ex Presidente, Banco Central)
- De Jamaica: Brian Wynter (Presidente, Banco de Jamaica) y Brian Langrin (Economista Jefe, Financial Stability Unit, Banco de Jamaica)
- De México: Guillermo Babatz Torres (Presidente de la Comisión Bancaria y de Valores) y Carlos Serrano (Vicepresidente de Política Regulatoria de la Comisión Bancaria y de Valores)

- De Perú: Javier Poggi (Gerente de Estudios Financieros, Superintendencia de Banca y Seguros y AFP) y Manuel Luy (Jefe del Departamento de Investigación Económica, Superintendencia de Banca y Seguros y AFP)
- De Uruguay: Mario Bergara (Presidente del Banco Central del Uruguay)

El informe también se benefició de los comentarios escritos de Olivier Hassler, así como de conversaciones con expertos en la disciplina, entre ellos, Aquiles Almansi, Timothy Brennan, Anderson Caputo Silva, Jorge Chan-Lau, Loic Chiquier, Joaquín Gutiérrez, Tamuna Loladze, Heinz Rudolph, Ilias Skamnelos y Craig Thorburn.

Agradecemos a Francisco Ceballos y Tatiana Didier por su inapreciable ayuda en la coordinación y montaje de los documentos que constituyen este Estudio Insignia regional 2011. Judith Goff prestó su colaboración sobresaliente en la edición. En diferentes etapas del proyecto, hemos contado con el excelente apoyo en la investigación de Matías Antonio, Mariana Barrera, Patricia Caraballo, Francisco Ceballos, Luciano Cohan, Juan Miguel Cuattromo, Federico Filippini, Ana Gazmuri, Julian Genoud, Laura Malatini, Lucas Núñez, Paula Pedro, Virginia Poggio, Juliana Portella de Aguiar Vieira, Gustavo Saguier, Mauricio Tejada, Patricio Valenzuela, Luis Fernando Vieira, Tomas Williams y Gabriel Zelpo. Agradecemos a Erika Bazan

Lavanda y Ruth Delgado por su competente colaboración administrativa.

El trabajo principal del informe regional 2011 consiste en este Informe Insignia, acompañado de un volumen editado con capítulos especializados redactados por diferentes miembros del equipo. Si bien tanto el informe regional como los documentos del volumen editado son producto de un trabajo de equipo, la responsabilidad por su contenido recae, en última instancia, en los autores. Por lo tanto, en algunos casos las opiniones expresadas en este informe regional pueden ser ligeramente diferentes de las expresadas en los documentos de apoyo del volumen editado.

Los documentos del Estudio Insignia Regional 2011 están disponibles en el sitio web de la Oficina del Economista Jefe para América Latina y el Caribe, del Banco Mundial (<http://www.worldbank.org/laceconomist>).

Agradecemos a Alberto Magnet, quien estuvo a cargo de la excelente traducción del reporte al español, así como también a Francisco Ceballos, Luciano Cohan, Manuel Fernández Sierra, y Lucas Núñez quienes colaboraron en la revisión de la traducción. Este reporte contó con el apoyo del Gobierno de España, a través del programa Spanish Trust Fund for Latin America and the Caribbean. Agradecemos también la asistencia del personal de la Oficina de Publicaciones del Banco Mundial: Patricia Katayama, Andrés Meneses, Santiago Pombo Bejarano, y Dina Towbin.

# Siglas y abreviaciones

AFP	Administradoras de fondos de pensión
ALC	América Latina y el Caribe
ALIDE	Asociación Latinoamericana de Instituciones Financieras para el Desarrollo
ALM	Administradores de activos–pasivos
APP	Asociaciones público–privadas
ASBA	Asociación de Supervisores de Bancos de las Américas
BCP	Principios Básicos para una Supervisión Bancaria Eficaz del Comité de Basilea
BID	Banco Interamericano de Desarrollo
CAF	Corporación Andina de Fomento
CEBS	Comité Europeo de Supervisión Bancaria
CGD	Centro para el Desarrollo Global
DF	Desarrollo financiero
DR	Certificados de depósitos
DTI	Ratio de la deuda con los ingresos
FDIC	Federal Deposit Insurance Corporation
FHC	Sociedad financiera mixta
FMI	Fondo Monetario Internacional
FSA	Autoridad del Sector Financiero
FSAP	Programas de Evaluación del Sector Financiero
FSOC	Consejo de Supervisión de Estabilidad Financiera
IPC	Índice de precios al consumo
LCH	Letras de Crédito Hipotecario
LCR	Ratio de cobertura de liquidez
LLR	Prestamista de última instancia
LTV	Ratio entre el préstamo y el valor
MBS	Valores respaldados por hipotecas
MOU	Memorándum de entendimiento
NSFR	Ratio de financiamiento estable neto
ONG	Organizaciones no gubernamentales
PCG	Garantía parcial de los créditos

PEVC	Fondos de inversión en capital privado y capital de riesgo
PIB	Producto Interno Bruto
PyMEs	pequeñas y medianas empresas small and medium enterprises
ROA	Return on assets (retorno sobre el capital)
ROSC	Informes sobre el cumplimiento de las normas y códigos
SAP	Sociedades de Ahorro y Préstamo
SBPE	(Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo) Sistema de financiamiento de la vivienda
SHF	Sociedad Hipotecaria Federal
SIFI	Entidades financieras sistémicamente importantes
TBTF	Too-big-to-fail (“demasiado grande para quebrar”)
UDI	Unidad de Inversión
UE	Unión Europea
UF	Unidad de Fomento

# Visión general

1

Los sistemas financieros de la región de América Latina y el Caribe (ALC) se encuentran ante una gran encrucijada. Después de una historia de inestabilidad y crisis recurrentes (una marca registrada de la región), actualmente se encuentran bien situados para una rápida expansión. Desde la última ola de crisis financieras que azotó la región a finales de los años noventa y comienzos de los 2000, los sistemas financieros en ALC han seguido adquiriendo solidez, profundidad y diversidad. El tamaño de los sistemas bancarios ha aumentado, aunque partiendo de una base pequeña. Los mercados de bonos en moneda local han experimentado un auge importante, tanto en volumen como en alcance a lo largo de la curva de rendimiento. Los mercados bursátiles han crecido; y los mercados de derivados –sobre todo los derivados de moneda– han crecido y se han multiplicado. Los inversores institucionales se han vuelto más importantes en relación con los bancos, lo cual ha dado como resultado un sistema financiero más complejo y diversificado. Es importante notar que se ha observado un gran avance en la inclusión financiera, especialmente a través de la expansión de los servicios de pago, de ahorros y de crédito a los hogares de más bajos ingresos y a las microempresas.<sup>1</sup> Como

prueba de su nueva solidez y resistencia, los sistemas financieros de la región, con la excepción de algunos países del Caribe, han podido superar la reciente crisis financiera global notablemente bien.

El progreso en el desarrollo financiero en ALC sin duda refleja mejoras sustanciales en el entorno favorable a los negocios, en una menor volatilidad macroeconómica, monedas más independientes y mejor ancladas, una mayor liberalización financiera, menos descalces de moneda y menor exposición a la deuda externa, una mayor eficacia en la regulación y supervisión y notables progresos en las infraestructuras de los mercados subyacentes (por ejemplo, comercialización, pagos, custodia, compensación y liquidación).<sup>2</sup>

Sin embargo, a pesar de todos estos avances, aún quedan numerosos desafíos. Se sigue observando un persistente contraste entre la intensidad de las reformas del sector financiero que ALC ha implementado a lo largo de los últimos veinte años (lo cual incluye una agresiva liberalización financiera y grandes esfuerzos para adoptar estándares de regulación y supervisión internacionalmente reconocidos), y el tamaño y la profundidad actual de los sistemas financieros de la región. En muchos sentidos –sobre todo el crédito bancario al sector privado y la liquidez del

mercado interno de renta variable— la industria de servicios financieros de la región está subdesarrollada en comparación con estándares internacionales. Se ha producido una expansión en el crédito bancario, pero con un sesgo a favor del financiamiento del consumo más que de la producción. El acceso al financiamiento a largo plazo (ya sea a los hogares, las empresas o la infraestructura) sigue siendo problemático.

Por lo tanto, ahora que ALC entra en una etapa de desarrollo financiero estimulada por entornos favorables que prestan un mayor apoyo y una macroeconomía más estable, ha llegado el momento de hacer un inventario en profundidad de los sistemas financieros de ALC y una evaluación, con miras a futuro, de los principales problemas y políticas del desarrollo financiero de la región. Dicha evaluación es especialmente importante si se considera que los desafíos de asegurar un desarrollo sostenido en un mundo más globalizado, y posiblemente más turbulento, probablemente se modificarán, dando lugar a complejidades que tienen poco que ver con los desafíos tradicionales del pasado. En los años que vienen, los responsables de las políticas en América Latina y el Caribe se enfrentarán a una gama de problemas nuevos para los cuales deben prepararse.

Este informe regional se propone llevar a cabo este inventario y una evaluación con miras a futuro del desarrollo financiero de la región. En lugar de entrar en detalle acerca de asuntos específicos de cada sector, el informe se centra en los grandes temas de arquitectura, las perspectivas generales y las interconexiones. Por lo tanto, el valor agregado del informe reposa sobre su visión holística del proceso de desarrollo, en su amplia cobertura de la industria de servicios financieros (no sólo la banca), en el énfasis puesto en el establecimiento de referencias estadísticas, su perspectiva sistémica y su esfuerzo explícito para incorporar las lecciones de la reciente crisis financiera global. El reporte procede a partir de, y complementa, diversos estudios generales sobre el desarrollo financiero, tanto en los países ALC como en los del mundo desarrollado, que han sido publicados en el

último decenio, incluyendo los estudios del Banco Mundial.<sup>3</sup> Además, el reporte forma parte de una corriente de estudios de desarrollo del sector financiero publicados en 2011, que el Banco Mundial ha emprendido en otras regiones, entre ellas Oriente Medio y el Norte de África, Europa del Este y Asia Central y el África Subsahariana.<sup>4</sup> Por último, este estudio es en gran medida un complemento del reciente Informe Insignia de la Corporación Andina de Fomento (2011) que se centra en el acceso financiero.

Este Capítulo describe la estructura y el alcance de este informe regional. Sin embargo, antes repasa el estado actual del pensamiento en ALC respecto a la política de desarrollo financiero, porque eso contribuirá a definir el panorama del alcance, la estructura y los puntos centrales de este informe.

### La visión convencional del desarrollo financiero y sus limitaciones

Dos grandes experiencias históricas específicas de ALC se encuentran detrás de lo que a lo largo del último decenio se convirtió en la sabiduría convencional acerca del desarrollo financiero en la región. La primera es el dirigismo estatal en el sector financiero que dominó en el continente durante la época de la industrialización por sustitución de importaciones, especialmente en los años sesenta y setenta. Esa experiencia acabó dejando una mala impresión en la región. Arrojó como resultado sistemas financieros atrofiados y altos costos fiscales asociados con bancos públicos mal administrados que allanaron el camino a un cambio radical a favor del desarrollo financiero basado en los mercados. La segunda experiencia son las crisis monetarias y bancarias, tan dolorosas como recurrentes, a menudo devastadoras, que golpearon a la región, especialmente durante los años ochenta y noventa. Estas crisis confirmaron los peligros que los fundamentos macroeconómicos pobres plantean a los sistemas financieros abiertos. Las crisis frustraron y retrasaron el desarrollo financiero durante años, con importantes consecuencias adversas

para el crecimiento, el empleo y la equidad.<sup>5</sup> Además, a medida que los años noventa avanzaron, la ola de liberalización financiera que anunciaba el cambio, que se alejaba del intervencionismo estatal, interactuó de maneras perversas con las vulnerabilidades macro subyacentes, lo cual exacerbó la inestabilidad financiera. El resultado fue que los programas de reformas pusieron un mayor énfasis en los marcos regulatorios y en un entorno institucional favorable, un programa en el que los países de ALC se embarcaron enérgicamente, sobre todo a partir de la segunda mitad de los años noventa.<sup>6</sup>

Estas experiencias – además de un giro intelectual a nivel mundial a favor de la economía de libre mercado– dieron lugar a un consenso relativamente sólido en la región sobre un programa de políticas de desarrollo financiero basado en cuatro grandes iniciativas: conseguir buenas condiciones macroeconómicas, dejar que los mercados financieros respiren, converger hacia los estándares de regulación y supervisión prudencial inspirados en Basilea, y estimular el acceso a los servicios financieros.<sup>7</sup> La primera iniciativa, *conseguir buenas condiciones macroeconómicas*, reflejaba la convicción de que para desbloquear el proceso de desarrollo financiero había que empezar necesariamente con la macroestabilidad. Este objetivo produjo, concretamente, el cultivo de la moneda local como una reserva fiable de valor que pudiera servir de soporte de los contratos financieros. A lo largo de aproximadamente los últimos veinte años, asegurar una inflación estable y baja se convirtió en el primer punto de la agenda para activar el desarrollo financiero. La reforma fiscal y el desarrollo de mercados de bonos públicos en moneda nacional eran vistos como complementos naturales de la reforma monetaria.

El segundo pilar, *dejar que los mercados financieros respiren*, se manifestó inicialmente sobre todo en un rápido proceso de liberalización financiera.<sup>8</sup> Con posterioridad, incorporó esfuerzos para fortalecer las múltiples facetas (institucional, informacional, contractual) del entorno favorable para los negocios. Todo esto se vio naturalmente

acompañado de esfuerzos para potenciar la disciplina de mercado, lo cual incluía una drástica disminución o eliminación de la intervención directa del Estado en las actividades financieras, incluyendo la tendencia del Estado a apresurarse en ir al rescate de instituciones en apuros.<sup>9</sup>

La tercera iniciativa, *converger hacia los estándares de regulación y supervisión prudencial inspirados en Basilea*, se centraba, antes de la crisis financiera global, en los riesgos idiosincráticos e ignoraba los riesgos sistémicos. También favorecía limitar el perímetro de la regulación prudencial a instituciones receptoras de depósitos. Los supuestos subyacentes eran que la solidez de los intermediarios financieros individuales suponía la solidez del sistema financiero, y que los actores sofisticados y bien informados fuera del sistema bancario central se disciplinarían unos a otros.

La cuarta iniciativa, *estimular el acceso a los servicios financieros* para los que cuentan con menos recursos (es decir, pequeños agricultores, microempresarios, pequeñas y medianas empresas (PyMEs) y hogares de bajos ingresos) se añadió decididamente al programa de políticas, aunque más recientemente (aproximadamente al comienzo del milenio). Se vio alentada por el entusiasta apoyo de bancos de desarrollo multilaterales, organizaciones no gubernamentales (ONGs) y fundaciones (como la Bill and Melinda Gates Foundation). También fue impulsada por la revolución microfinanciera en la que ALC desempeñó un papel destacado.<sup>10</sup>

Es evidente que el impulso general de este consenso regional (previo a la crisis) sobre la macroestabilidad y las políticas de entorno favorable para los negocios al mercado ha perdurado y no debería ser ignorado en el futuro. Las reformas emprendidas al amparo de este consenso han dado buenos frutos durante la crisis global reciente.<sup>11</sup> En realidad, en una ruptura con el pasado (y con la posible excepción del Caribe, donde unos pocos grandes conglomerados financieros quebraron) no se registró ninguna crisis de los sistemas bancarios nacionales en ALC.<sup>12</sup> La región evitó las crisis financieras nacionales, incluso cuando

los sistemas financieros del G-7 sufrieron una caída en espiral hasta casi el colapso total, evitado sólo por rescates masivos sin precedentes.

Sin embargo, también es evidente que la crisis financiera global invita a una seria reevaluación, no sólo del programa de políticas sino, aún más importante, de la concepción de desarrollo financiero que las sostenía. La crisis suscitó preguntas acerca de cada una de las cuatro iniciativas básicas mencionadas más arriba. Demostró que la aparente *estabilidad macroeconómica* (por ejemplo, la “gran moderación” de la baja inflación y volatilidad de la producción, acompañada de bajas tasas de interés) pueden contribuir a un desarrollo financiero insostenible. También demostró que la *disciplina de mercado* puede fallar estruendosamente y, paradójicamente, aún más en la tierra de los agentes sofisticados y bien informados (tesoreros de bancos comerciales, bancos de inversión, administradoras de fondos, corredores de bolsa, vendedores de derivados, agencias de calificación, etc.). La crisis brindó evidencias de que con el desarrollo financiero la disciplina de mercado puede, en realidad, disminuir en lugar de verse potenciada por él.

La crisis también demostró que el programa de supervisión inspirado en Basilea tenía grandes defectos, incluyendo el hecho de que este programa se basaba en una gran falacia de composición –dado que la solidez de las partes no garantiza la solidez del conjunto. Demostró que los vínculos entre estabilidad financiera y desarrollo financiero son mucho más complejos de lo que se creía. Finalmente, la crisis hizo aparecer banderas rojas respecto a las políticas que buscan demasiado agresivamente ampliar el *acceso financiero*. Demostró que pueden surgir tensiones importantes entre la inclusión financiera (por ejemplo, el impulso de convertir a todas las familias en dueñas de su propia vivienda) y la sostenibilidad financiera.

Por lo tanto, para medir el desarrollo financiero en ALC en el futuro, se requiere, por un lado, un cuidadoso inventario de dónde se encuentran actualmente los sistemas financieros de la región con respecto a la

dimensión de su desarrollo (en lo que respecta a la profundidad, la diversidad, el acceso, el grado de internacionalización, etc.) así como con el entorno regulatorio e institucional. Por otro lado, precisa una reevaluación del paradigma de desarrollo financiero que ha estado vigente hasta ahora. Como ha demostrado la crisis global, la reevaluación tiene que tener en cuenta dos asuntos fundamentales: que el proceso de desarrollo financiero en sí mismo puede conducir a inestabilidad financiera y que, para evitar dicha inestabilidad, la relación entre los mercados financieros y el Estado tiene que ser repensada.

Estos dos temas tienen una relevancia e importancia cada vez mayor en ALC. Los sistemas financieros de la región están experimentando fuertes presiones expansionistas, fundamentalmente debido al aumento de las entradas de capital, y esto plantea riesgos de excesos financieros y de burbujas –el “lado oscuro (dark side)” del desarrollo financiero. A su vez, esta presión aumenta la prima sobre la calidad de las políticas de desarrollo financiero, lo cual pone de relieve la necesidad de una complementación más efectiva entre el rol de los mercados y el del Estado.

El proyecto de investigación del informe regional 2011 pretende enfrentarse a este doble desafío, a saber, inventario y reevaluación del paradigma del desarrollo financiero, para situar en un terreno más firme el programa de desarrollo financiero de ALC en el futuro. Este Capítulo sintetiza los resultados de un análisis global de la situación, las perspectivas y los desafíos del desarrollo financiero sostenible en la región. Gran parte de la investigación de contexto para este informe se puede encontrar en el reporte afín.<sup>13</sup> Este informe comienza presentando un marco conceptual general del desarrollo financiero que proporciona las líneas clave de intersección y organización para el resto del informe, incluyendo vínculos entre desarrollo financiero y estabilidad financiera. Después, el informe hace inventario de dónde se sitúa el desarrollo financiero de la región mediante (a) un análisis más detallado de algunas de las razones y las consecuencias de las políticas que subyacen a su profundidad bancaria y a

las brechas de liquidez de capital y (b) volver a analizar dos temas que son centrales para su desarrollo financiero: el financiamiento a largo plazo y el rol del Estado en la absorción de riesgo. La última parte de este informe trata de temas de supervisión prudencial, primero haciendo un balance del progreso en la región y luego analizando los desafíos que la región enfrenta con respecto a tres grandes facetas de la supervisión sistémica: política macroprudencial, regulación micro-sistémica y supervisión sistémica.

Las secciones que siguen presentan las principales vertientes que unifican todos los capítulos de este informe.

## Repensar el desarrollo financiero

El informe regional comienza en el Capítulo 2 revisando el concepto y el proceso de desarrollo financiero, algo sobre lo cual, sorprendentemente, se ha escrito poco. El desarrollo financiero trata de la mitigación progresiva de dos tipos básicos de fricciones –*fricciones de agencia* y *fricciones colectivas*. Las fricciones de agencia (asimetría de información y ejecución de contratos) limitan los contratos financieros porque inducen a una falta de alineación de incentivos entre el principal y el agente. Las fricciones colectivas (acción y cognición) traban el desarrollo financiero porque limitan la participación, limitando por ende las externalidades positivas de inmediatez y liquidez que se derivan de intermediarios y mercados profundos grandes, financieramente interconectados. La constante interacción entre estos dos tipos de fricciones –en la medida en que, bajo el estímulo de la competencia y la innovación, los participantes del mercado y las instituciones financieras encuentran modos de disminuirlas o eludirlas– modela la estructura financiera y la hace evolucionar a lo largo del tiempo. La mitigación gradual de las fricciones de agencia contribuye a alentar la participación, es decir, la inclusión financiera. A su vez, al activar externalidades de escala y de red positivas, los beneficios de la participación se vuelven autoreforzantes. Este proceso proporciona amplios indicadores

acerca del orden en que diversas actividades financieras podrían emerger, así como la forma de las trayectorias que probablemente seguirán una vez que emerjan.

Estos patrones se ven ampliamente verificados mediante un análisis econométrico de un amplio conjunto de indicadores financieros. Las actividades financieras en las que las fricciones de agencia pueden ser solucionadas más fácilmente son las primeras en desarrollarse. Las actividades que se ven más profundamente alentadas por la participación tienen trayectorias de desarrollo más convexas y aumentan rápidamente una vez que el desarrollo económico y financiero alcanza un cierto umbral. Los préstamos al gobierno emergen antes que los servicios bancarios básicos, que a su vez emergen antes que los mercados de capitales. Los inversores institucionales aparecen en diversas etapas del proceso, reflejando factores de las políticas así como otros elementos componentes del proceso de desarrollo. Al mismo tiempo, las actividades más estrechamente vinculadas con el desarrollo de los mercados –y que, por lo tanto, se benefician más de las externalidades positivas de la interconectividad (renta variable, bonos corporativos, fondos de inversión)– son las más convexas.

Sin embargo, el desarrollo financiero también tiene un lado oscuro, debido a que la mitigación aparentemente exitosa de las fricciones de agencia desata fallas letales de acción colectiva –externalidades negativas, parasitismo o fallas de coordinación– o desata una segunda ronda de fallas de agencia, de la misma manera que más autopistas exacerban la congestión al aumentar el tráfico. Al contrario, las externalidades positivas de una mayor participación en el mercado en los tiempos buenos pueden convertirse en externalidades negativas crecientes y en otras fallas de acción colectiva en los tiempos malos. En cualquiera de los dos casos, los problemas surgen de brechas existentes entre los costos y los beneficios privados y sociales, que los mercados no pueden gestionar por sí solos. Por lo tanto, el desarrollo financiero basado en el mercado puede conducir endógenamente a una grave inestabilidad financiera.

(Desde luego, las intervenciones del Estado mal orientadas también pueden iniciar o empeorar las dinámicas perversas).

Esta interacción de fricciones exige una respuesta doble de las políticas. Al diseñar una buena política de desarrollo financiero, el Estado tiene que ser consciente de las consecuencias para la estabilidad, potencialmente adversas y más perdurables. Al definir la supervisión prudencial, el Estado necesita hacerlo no sólo desde una perspectiva idiosincrática sino también desde una perspectiva sistémica que establezca tres tipos de conexiones: entre las partes y el todo, a lo largo del tiempo (para integrar la dinámica del proceso) y entre las fuerzas del lado brillante (bright side) (el desarrollo financiero) y las del lado oscuro (la inestabilidad financiera).

### ¿Dónde se sitúa ALC?

La narrativa anterior esboza el amplio panorama conceptual y las principales vertientes sobre las que se elabora este informe regional. Los Capítulos 3 a 5 ofrecen una descripción global del estado actual del desarrollo financiero en América Latina y el Caribe. En el Capítulo 3 se compara sistemáticamente ALC7 con otras regiones y con otros países en ALC.<sup>14</sup> El Capítulo llega a la conclusión de que los sistemas financieros de la región se han vuelto más profundos de maneras que son congruentes con los amplios patrones descritos en el Capítulo 2. Se ha producido una transición desde un modelo fundamentalmente basado en los bancos a un modelo más completo e interconectado en el que los mercados de bonos y de renta variable han aumentado tanto en tamaño absoluto como relativo. Los inversores institucionales (los fondos de inversión, los fondos de pensiones, las compañías aseguradoras, etc.) juegan un rol más central; y el número y sofisticación de los participantes ha aumentado. Al mismo tiempo, el perfeccionamiento de la administración monetaria ha permitido un cambio importante en la naturaleza del financiamiento, hacia plazos más largos y hacia la moneda local.

Sin embargo, el Capítulo 3 también llega a la conclusión de que los sistemas financieros de ALC siguen siendo subdesarrollados en algunos aspectos clave. Incluso después de controlar por un número de posibles determinantes económicos y estructurales, incluido el tamaño, en el Capítulo 3 se llega a la conclusión de que los bancos en ALC prestan menos y cobran más de lo que debieran. La falta de crédito bancario interno está compensada sólo parcialmente por otros tipos de financiamiento, especialmente financiamiento fuera de las fronteras. El crédito al consumo ha crecido a expensas del financiamiento de las empresas y para la vivienda. Además, los mercados internos de renta variable en ALC son ilíquidos y están sumamente concentrados, y los seguros están relativamente subdesarrollados. Si bien los inversores institucionales son sofisticados y grandes, una parte importante de sus carteras sigue estando asignada a bonos públicos y depósitos bancarios. Además, hay una gran heterogeneidad en la región, donde el resto de ALC está sustancialmente menos desarrollado que ALC7.

El Capítulo 4 aborda algunos aspectos de la globalización financiera. Llega a la conclusión de que a pesar de que ALC lideró un fuerte proceso de internacionalización financiera durante los años noventa, su integración financiera internacional tendió a estabilizarse a lo largo de la década siguiente, a diferencia de otras economías emergentes. Concretamente, ha habido una disminución importante en la participación de los bonos emitidos por el sector público externo y una expansión de los mercados de bonos públicos locales. Sin embargo, si bien el financiamiento de renta variable ha tendido a orientarse hacia los mercados domésticos, especialmente en las economías avanzadas, para ALC se ha situado cada vez más en el exterior. Por otro lado, en contraste con otras economías emergentes, las inversiones en las firmas en ALC siguen estando dominadas por las inversiones extranjeras directas (IED), más que por carteras de renta variable, lo cual es congruente con los defectos de los mercados locales de renta variable. Al mismo tiempo, la integración financiera internacional de ALC se ha

vuelto más segura, en la medida en que han disminuido los pasivos de deuda y las reservas han aumentado.

A pesar de que la falta de financiamiento no es un problema general (de hecho, muchos países han impuesto o están pensando en controles sobre las entradas de capital) aún queda un largo camino por andar en lo que respecta a la ampliación y profundización de la participación y la inclusión financiera, un tema que es abordado en el Capítulo 5. La mayoría de los indicadores disponibles de la inclusión financiera señalan que ALC7 no tiene un desempeño claramente inferior comparado con sus pares, especialmente cuando se trata de servicios de pagos, de ahorros y de microfinanciamiento. Sin embargo, los mercados de capital siguen estando sumamente concentrados, lo cual indica que el acceso es muy desigual entre unas empresas y otras. A pesar de que la mayoría de los países de ALC7 han adoptado programas de políticas globales para promover la inclusión financiera, la atención prestada a este programa ha sido más visible en el resto de la región. Las áreas que necesitan una atención especial son el financiamiento de las PyMEs, la disminución del costo de los servicios financieros y la reforma de los derechos del acreedor.

Los Capítulos 6 y 7 analizan la severidad de la brecha bancaria y las posibles razones y las potenciales implicaciones de políticas de la brecha de renta variable, respectivamente, que fueron identificadas en el Capítulo 3. En el Capítulo 6 se sostiene que, en gran medida, la brecha bancaria sencillamente refleja la turbulenta historia financiera de ALC. La región aún no se ha recuperado totalmente de los recurrentes colapsos crediticios de su pasado. Este argumento centra el foco directamente en el lado oscuro y en la necesidad de asegurar la sostenibilidad financiera mediante una buena mezcla de supervisión y de políticas orientadas al desarrollo. Sin embargo, la demanda limitada de crédito (es decir, una falta de proyectos bancarizables) que posiblemente refleje el mediocre crecimiento de la producción en ALC, también parece explicar una parte no desdeñable de la brecha. Aquí, desde luego, las posibles respuestas de

las políticas van mucho más allá del sector financiero. Sin embargo, las políticas financieras que inducen al crecimiento, como aquellas que facilitan préstamos con plazos de vencimiento más largos para las PyMEs o los proyectos de infraestructura, también parecen estar a la orden del día. Superar la brecha bancaria también tiene que ver con abordar las restantes fricciones de agencia. Resulta interesante notar que en ALC el principal cuello de botella residual es contractual (ejecución de los contratos, derechos de los acreedores) más que informacional.

A continuación, el Capítulo 7 vuelca la atención hacia la brecha de ALC en la liquidez del mercado doméstico de renta variable. Llega a la conclusión de que tanto las fricciones de agencia como de acción colectiva contribuyen a explicar la brecha de liquidez de capital. La sustitución de capital doméstico por extranjero bajo el atractivo de un mercado más grande (más líquido y conectado) es una primera razón evidente. El mayor volumen de negocios de las acciones más grandes desplazadas al exterior tiene en ALC un efecto adverso especialmente fuerte sobre la liquidez del mercado doméstico de acciones. Como sucede en gran medida con la brecha bancaria, la historia de turbulencia macroeconómica y financiera de la región parece tener algo que ver con este resultado atípico, aunque por razones específicas que aún deben ser dilucidadas. La preponderancia de los fondos de pensiones de comprar y retener, en relación con agentes institucionales más activos, como los fondos de inversión, y la debilidad en la gobernanza corporativa, también parecen haber jugado cierto rol.

Las lecciones para las políticas sobre cómo promover los mercados de renta variable (facilitando así el acceso al mercado) son todo un desafío. Es evidente que se debe lidiar con las externalidades de participación, dado que la iliquidez engendra iliquidez. Sin liquidez, la salida es difícil y la revelación de precios es pobre, lo cual desalienta la entrada. Sin embargo, la mezcla habitual de políticas potenciadoras de la liquidez probablemente conducirá sólo a mejoras modestas, aunque

son siempre bienvenidas puesto que reducen la fragmentación de las emisiones, potenciando la compensación y liquidación de títulos, organizando sistemas de préstamos y empréstitos de títulos. Los esfuerzos para mejorar aún más los derechos de propiedad, la información, la ejecución y la gobernanza, pueden contribuir al desarrollo del mercado interno de renta variable, aunque al mismo tiempo pueden favorecer una migración aún mayor de la comercialización de acciones en el extranjero. Debido al rol dominante del tamaño (de los mercados y de las emisiones) en el desarrollo del mercado bursátil, las perspectivas para las economías pequeñas son especialmente difíciles. En este contexto, será necesario llevar a cabo una evaluación realista de los costos y beneficios de la integración global *vs.* la integración regional de la actividad del mercado bursátil. Otras preguntas clave son si para facilitar el desarrollo del mercado en las emisiones primarias de renta variable, los países más pequeños de ALC deberían ser más estrictos o más ligeros en lo que respecta a los estándares de gobernanza corporativa y si, como resultado, deberían aceptar un mercado secundario menos líquido. Hasta ahora, no hay respuestas claras. Sin embargo, hay una certeza: no bastará con un programa de políticas inspirado en estándares internacionales y convencionalmente orientado a la estabilidad.

### La promoción del lado brillante

Los siguientes dos Capítulos, 8 y 9, estrechan el foco sobre dos temas básicos del desarrollo financiero sostenible: el financiamiento a largo plazo y el rol del Estado en la absorción del riesgo. Si bien ALC ha realizado un gran progreso en el alargamiento de los contratos (sobre todo en los contratos de deuda pública) aún se puede conseguir un progreso considerable. Concretamente, las esperanzas puestas en los fondos de pensiones para contribuir a hacer los plazos de vencimiento más largos y superar la falta de liquidez, aún no se han materializado plenamente. Los fondos de pensiones de aportaciones definidas siguen teniendo sus carteras

concentradas en bonos del sector público, en depósitos bancarios de corta duración y en títulos líquidos. Al mismo tiempo, con la eliminación de las compañías aseguradoras especializadas, el sector público sigue siendo la única entidad capaz de proporcionar, garantizar o potenciar directamente el financiamiento a largo plazo. Todo esto está ocurriendo en un entorno en el que la región está inundada de fondos invertibles, lo cual es tanto más desconcertante. Es evidente que el largo plazo es más difícil de lo que suele creerse.

El Capítulo 8 analiza los problemas del financiamiento a largo plazo y analiza las opciones de políticas disponibles en ALC utilizando el mismo par de lentes –fricciones de agencia y fricciones colectivas– utilizados a lo largo del informe. En lo que respecta a las fricciones de agencia, quizá el tema más dominante en la región (un tema relevante para los fondos de pensiones como para los fondos de inversión) consiste en cómo alinear mejor los incentivos de los administradores de activos con los de los inversores. Los Estados tendrán que encontrar maneras de ayudar a promover la disciplina de mercado, facilitando la comparación del desempeño de los administradores de activos, aunque sin exagerar el acento puesto en los rendimientos de corto plazo. La utilización de referencias del ciclo de vida y la estimulación de los fondos de pensiones de aportaciones definidas a imitar el comportamiento inversor de los fondos de pensiones de beneficio definido debería ayudar. Al mismo tiempo, los Estados necesitan encontrar maneras razonables de proporcionar más orientación y desempeñar el papel de “hermano mayor” para los inversores y para resolver los problemas de protección del consumidor y la racionalidad limitada que caracteriza a la industria de fondos de pensiones, aunque sin minar los incentivos de monitoreo ni promover el riesgo moral.

En lo que respecta a las fricciones colectivas, una primera vía que los gobiernos pueden seguir consiste en promover la participación del mercado y, por lo tanto, la liquidez, al seguir mejorando el entorno favorable para los negocios o la infraestructura

comercial. Sin embargo, los responsables de las políticas en ALC tienen que ser realistas a propósito de la viabilidad (y deseabilidad) de depender de una solución al estilo de Estados Unidos, que utiliza los mercados secundarios para alinear los deseos de los inversores de tener una opción de salida con las necesidades de financiamiento a largo plazo de los prestatarios. Como se señala en el Capítulo 7, esta solución depende fundamentalmente del tamaño. Además, puede conducir al lado oscuro. Las brechas entre los intereses privados y sistémicos pueden ampliarse en la medida en que los agentes privados se vuelven cada vez más parasitarios (*freeriders*) en cuestiones de liquidez y relajan sus esfuerzos de monitoreo. De otra manera, se pueden generar graves problemas de incentivos si los gobiernos se comprometen demasiado a ser los proveedores de liquidez de última instancia. Por lo tanto, una segunda vía clave para lidiar con las fricciones colectivas consiste, en lugar de promover la participación, en hacerla obligatoria. En realidad, cuando se combina con una industria dinámica de anualidades, la industria de fondos de pensiones privadas obligatorias proporciona una de las palancas más prometedoras para el desarrollo del financiamiento a largo plazo en la región. Sin embargo, tendrían que ser eliminados los problemas de diseño que en muchos países actualmente funcionan como una traba para vincular pensiones y seguros.

El Capítulo 9 procede a un nuevo análisis del rol del Estado en la absorción del riesgo financiero, un tema que ha llegado a tener una mayor figuración después de la crisis global. Una vez más, el Capítulo analiza este tema desde la perspectiva de las fricciones subyacentes. Comienza recordando al lector que a lo largo del último medio siglo, aproximadamente, ALC ha vivido grandes oscilaciones de paradigma, desde el dirigismo estatal hasta el *laissez-faire* del mercado y, eventualmente, ha llegado a una visión más ecléctica. A lo largo de este tiempo, las fricciones de agencia y las externalidades sociales –independientemente de que los bancos públicos de primer piso tengan un mejor o peor desempeño en el cumplimiento de su tarea de integrar las

dimensiones sociales del préstamo– permean el debate. Un debate paralelo surgió a propósito del de segundo piso de los bancos públicos en la provisión de garantías.

Por lo tanto, el Capítulo 9 revisa con cierta profundidad la justificación conceptual de la absorción de riesgo financiero por parte del Estado. Primero, llega a la conclusión de que la aversión al riesgo, un factor rara vez destacado, es crucial para las garantías. Sin la aversión al riesgo, ningún programa de garantías, ya sea privado o público, puede justificarse. El Capítulo llega a la conclusión de que, dada la aversión al riesgo, las externalidades por sí solas justifican los subsidios pero no las garantías; y las fricciones de agencia por sí solas justifican las garantías privadas pero no las públicas. Por lo tanto, las garantías públicas se pueden justificar solo ante la presencia de aversión al riesgo y sólo si se añade las fricciones de acción colectiva (participación) –que limitan el alcance de repartir el riesgo a través de los participantes del mercado –a las fricciones de agencia –que concentran el riesgo a través de requisitos de capital en riesgo. Por lo tanto, es la ventaja natural del Estado para resolver fricciones de acción colectiva (en lugar de fricciones de agencia) lo que justifica las garantías públicas (más que privadas). Por lo tanto, el Estado está naturalmente llamado a servirse de sus ventajas con el fin de complementar a los mercados, en lugar de sustituirlos.

Al centrarse en el rol del Estado desde esta perspectiva, se hace alusión a un programa de políticas que es tan amplio como espinoso. Una consecuencia clave es que los Estados, antes de proporcionar garantías, deberían agotar los esfuerzos para facilitar el reparto del riesgo mediante garantías privadas y el reparto del riesgo privado. El Estado puede promover la participación sin asumir riesgos mediante políticas que directamente suavizan las fricciones (donde, por ejemplo, un banco de desarrollo actúa como coordinador), o mediante políticas que obligan o gentilmente presionan a la participación, como en el caso de las aportaciones obligatorias a los fondos de pensiones administrados privadamente, que fueron analizados más arriba. Dadas

las externalidades positivas, el Estado también puede utilizar subsidios bien orientados en sus objetivos como parte de este tipo de intervención.

El Capítulo 9 evalúa la razón de ser y el alcance de los programas de garantías públicas. Destaca la necesidad de que estos programas vuelvan a centrar su razón de ser más directamente en torno a la aversión al riesgo y en las fricciones de agencia o colectivas con las que un programa interactúa. Una pregunta elemental en este sentido es dar cuenta de (e incorporar al precio) los riesgos ocultos que pueden explicar por qué el propio sector privado no puede ofrecer las garantías. Cuanto más intente el Estado desplazar la frontera del riesgo, mayor será el alcance, en principio, de la intervención del Estado, pero también mayor será la necesidad de cautela. Por lo tanto, en el Capítulo se mencionan maneras mediante las cuales el riesgo para los contribuyentes puede ser limitado y la gobernanza pública mejorada. Éste es, a todas luces, un terreno rico para futuros análisis en ALC, así como en otras regiones.

### Lidiando con el lado oscuro

A la vez que retardaba su desarrollo financiero, la turbulenta historia macrofinanciera de ALC también ha estimulado los esfuerzos para replantear la regulación y la supervisión, es decir, la supervisión prudencial. En un momento en que muchos supervisores de países desarrollados estaban empeñados en suavizar la intermediación a través de regímenes más favorables al mercado y amortiguadores menos onerosos en liquidez y capital, muchos países ALC iban en la dirección opuesta. Sin embargo, el Capítulo 10 demuestra que si bien el progreso era general, también era desigual, tanto entre regiones como entre áreas. En una comparación mediante un análisis econométrico de las evaluaciones de los principios básicos de Basilea, tomando en cuenta los últimos trece años (un ejercicio que, desde luego, tiene sus limitaciones), los países ALC6 (ALC7 menos Argentina) generalmente tienen mejor desempeño que otros países, incluso

después de controlar por diversos niveles de desarrollo económico. Los países no ALC6 tuvieron un desempeño algo peor. También hay importantes diferencias en las áreas de supervisión, donde algunos temas son comprensiblemente más difíciles de abordar que otros.

Dos temas básicos en relación con el marco legal –la *independencia de los supervisores bancarios y su protección legal*– surgen de diversas fuentes como algo aún problemático en muchos países ALC. En materia regulatoria, también hay cierta desigualdad. Muchos países aún no han cumplido plenamente con las normas mínimas internacionales de Basilea I sobre requisitos de capital, y la implementación de Basilea II, por ende, ha sido limitada. Sin embargo, en muchas áreas, incluida la regulación del riesgo de crédito, se ha realizado un importante progreso. En temas básicos de supervisión, los países ALC6 tienden a tener mejor desempeño que el resto de ALC, lo cual señala que una implementación efectiva podría ser un problema fundamentalmente en los países de menores ingresos. En cualquier caso, se ha realizado un importante progreso en la región, incluyendo lo que se refiere al cambio a una supervisión basada en el riesgo. Por último, en lo que respecta a la *supervisión consolidada y transfronteriza*, un tema complejo, que hasta cierto punto prefigura los desafíos de la supervisión sistémica, la mayoría de los países ALC han tenido dificultades. Aquí también ALC6 supera a sus referencias; sin embargo, las estructuras conglomeradas opacas, la alta conglomeración, la alta concentración de la propiedad y una cooperación y coordinación insuficiente entre supervisores se combinan para que el desafío sea aún más difícil. Una cooperación transfronteriza eficaz también sigue siendo un gran desafío, tanto más en ALC debido a la importancia de la banca extranjera.

En resumen, ALC tiene actualmente unos fundamentos mucho mejores sobre los cuales construir y lidiar con los nuevos desafíos de la supervisión sistémica. Estos desafíos implican conectar las partes y entender cómo una puede afectar a las demás, construyendo

una capacidad proactiva para lidiar con la dinámica de los mercados del lado oscuro, y pensando en las políticas para el desarrollo y prudenciales como en dos caras de una misma moneda. Debido a los plazos y a la dinámica de más largo plazo, ahora es el momento para pensar en el futuro. Además, dado que la mayoría de países ALC se encuentran actualmente en medio de un periodo de auge, como resultado de la mezcla, potencialmente peligrosa, del crecimiento acelerado de Asia y las bajas tasas de interés del mundo desarrollado, en cualquier caso no hay demasiado tiempo para meditar. Afortunadamente, ALC va un paso por delante. Sus amortiguadores prudenciales actualmente son altos; los supervisores de ALC han dado pasos importantes en aras del perfeccionamiento de la supervisión tradicional; y las numerosas crisis del pasado en ALC han dado a sus supervisores una clara ventaja.

El Capítulo 11 revisa los beneficios y desafíos potenciales de la política macroprudencial en ALC. El Capítulo parte de un análisis comparativo detallado de los ciclos financieros. Revela que los ciclos del crédito en ALC generalmente son más prolongados y bruscos que los de otros países emergentes e industrializados. De la misma manera, las fluctuaciones cíclicas en el apalancamiento bancario, los precios de la vivienda y las tasas de cambio reales también exhiben una mayor amplitud en ALC, especialmente en la recesión. La probabilidad incondicional de una crisis bancaria y la frecuencia de aterrizajes forzosos después de los auges del préstamo, también es más alta. Finalmente, es más probable que los auges más importantes acaben mal. Estos hechos reflejan la historia de inestabilidad macroeconómica de la región, y dan a entender que el manejo de los riesgos financieros a lo largo del ciclo representa una preocupación aún mayor para las políticas en ALC que en otros países.

Al pensar en las políticas para manejar el riesgo sistémico a lo largo del ciclo, el principal objetivo no debería ser eliminar el ciclo financiero sino conseguir que el sistema financiero sea más resistente y lidiar con las externalidades que amplifican los ciclos y

que promueven una acumulación excesiva de riesgo. Se debería otorgar una prioridad de primer orden al establecimiento de objetivos realistas a lo largo de diversos niveles de ambición, desde eliminar el actual carácter procíclico de las regulaciones tradicionales, hasta construir sistemas financieros resistentes a las fluctuaciones cíclicas y hasta evitar las fluctuaciones cíclicas en sí. Se necesita llevar a cabo más investigación y aportar pruebas. Cómo medir la acumulación de riesgo es un desafío especialmente difícil. En las regiones emergentes como ALC, es probable que sea necesario un monitoreo muy estrecho de las aceleraciones del crédito para desenmarañar los peligrosos auges del crédito de la deseable profundización financiera a largo plazo. La búsqueda para desarrollar un marco robusto de políticas macroprudenciales se enfrenta a ciertos problemas no resueltos, entre ellos, la necesidad de encontrar un equilibrio adecuado entre amortiguar el sistema financiero y mitigar el ciclo; entre los activadores y objetivos específicos de cada institución y los de la totalidad del sistema; entre instrumentos basados en el precio y los basados en la cantidad; y entre las reglas y la discreción.

En muchos de estos asuntos, ALC no se encuentra rezagada. En realidad, en muchos países ALC ya se han introducido disposiciones contracíclicas o requisitos de capital. Y varios países han utilizado los requisitos de reservas proactivamente para contribuir a gestionar las entradas de capital y el ciclo del crédito. Finalmente, muchos países de ALC han introducido, en un pasado reciente, regulaciones para limitar los riesgos asociados con las exposiciones a las divisas, que también son de naturaleza sistémica y similares en espíritu a las regulaciones sistémicas que actualmente son materia de debates para manejar los ciclos del riesgo.

El Capítulo 11 también señala que pueden ser necesarias reformas en la gestión monetaria, así como en la gestión macroprudencial. Ante las recientes evidencias que muestran que las bajas tasas de interés de las políticas promueven la búsqueda de ganancias y estimulan a los bancos a desplazar la frontera del riesgo, es posible que una contracción

monetaria oportuna también contribuya a mantener normas prudentes de préstamos durante el auge. Este enfoque podría llevar a permitir que la inflación se mantenga por debajo de su objetivo a medida que los desequilibrios financieros se acumulan, y que suceda al revés cuando éstos menguan. Sin embargo, al mismo tiempo, una gestión macroprudencial más activa puede contribuir a aliviar parte de la presión de la política monetaria, ayudando así a reconciliar inflación y objetivos de tasa de cambio bajo cuentas de capital abiertas, un problema que a muchos presidentes de bancos centrales en ALC les toca muy de cerca. El despliegue contracíclico de la política fiscal, desde luego, contribuiría a alcanzar la estabilidad financiera.

En el Capítulo 12 se cambia el punto de enfoque desde conectar el sistema a lo largo del tiempo a conectar las partes con el conjunto —es decir, desde la gestión macroprudencial a la regulación microsistémica. El Capítulo comienza repasando problemas asociados con el establecimiento del perímetro externo de la regulación. A pesar de que los perímetros regulatorios ya están ampliamente generalizados en ALC, el tema sigue siendo relevante porque los problemas de fronteras —el incentivo para llevar la intermediación a los ámbitos menos regulados— siguen existiendo y porque al abarcar más de la cuenta con los recursos existentes se puede acabar comprometiendo la eficacia de la supervisión, transmitiendo un sentido no justificado de comodidad y, posiblemente, alimentando el riesgo moral.

Por lo tanto, para economizar recursos, algunos países han recurrido a los modelos auxiliares de supervisión delegada para las cooperativas de crédito más pequeñas. Otra forma de delegación podría consistir en permitir que esas entidades que se financian a sí mismas sólo a partir de intermediarios regulados estén exentas de la regulación prudencial. Otro enfoque consiste en otorgar al supervisor autoridad estatutaria para ampliar fácilmente el perímetro en cuanto lo justifiquen las circunstancias (como en la Ley Dodd–Frank). Sin embargo, ejercer esos

poderes discrecionales es un desafío particular debido al marco legal administrativo de la región. Otra tarea de grandes dimensiones se origina en el hecho de que el riesgo sistémico que se acumula fuera del sistema financiero puede acabar contaminando al sistema a través de su impacto en los mercados en que participan tanto las empresas financieras como las no financieras, o a través de la propiedad común.

Sin embargo, el arbitraje regulatorio también puede llevarse a cabo dentro del perímetro de regulación cuando se regula a silos diferentes de manera diferente. En realidad, las licencias otorgadas a los intermediarios en la región ALC tienden a tener un alcance pequeño en una estrecha gama de actividades lícitas, normalmente separando la banca comercial de la banca de inversión, así como separando los seguros de la banca. Sin embargo, el actual enfoque de silo se ve obstaculizado por las debilidades de la regulación consolidada, que ha sido tratada en el Capítulo 10. Un enfoque para lidiar con este problema consiste en adoptar un enfoque plenamente uniforme basado en el riesgo, en el que todas las entidades están igualmente reguladas, lo que a la larga conduce a licencias universales. Sin embargo, en un enfoque de este tipo hay inconvenientes potenciales: técnicamente, es todo un desafío, podría potencialmente llevar a una pérdida de diversidad que podría volver más frágil al sistema, y fomentar la aparición de entidades financieras sistémicamente importantes (SIFI —*Systemically important financial entities*) a las que se considera “demasiado grandes para quebrar.”

En realidad, en la región hay numerosas SIFIs y parece haber algún consenso sobre la necesidad de regularlas de manera diferente. Sin embargo, la implementación de ese trato diferencial será bastante difícil debido a los datos y a los requisitos analíticos. La crisis global también ha puesto de relieve la necesidad de darles una solución a las instituciones financieras no viables, especialmente las SIFIs, de una manera no desestabilizadora. Si bien las crisis del pasado reciente han llevado a la introducción en numerosos países

de ALC de sofisticados marcos de solución de quiebras bancarias, dichos marcos en su mayoría no han sido sometidos a prueba. De hecho, los ejercicios de simulación de crisis llevados a cabo en diversos países han demostrado tener importantes defectos, tanto en los instrumentos como en los procesos. Además, el desarrollo de sistemas de solución de quiebras para los conglomerados financieros (incluyendo los que operan en el terreno transfronterizo) está recién dando sus primeros pasos.

El Capítulo 13 cierra el informe regional abordando la supervisión sistémica, un tema al que probablemente no se ha prestado suficiente atención hasta ahora, a pesar de que es un elemento crucial para una supervisión sistémica eficaz. El Capítulo comienza analizando la relación entre regulación y supervisión. Las tensiones y la complementaridad inherentes entre regulación y supervisión constituyen una parte esencial del debate de “reglas *vs.* discreción.” A partir de ahí, el principal desafío consiste en inyectar suficiente discreción en el proceso de supervisión (en un contexto de rendición de cuentas apropiado) pero sin relajar las regulaciones hasta el punto en que la supervisión prudencial acabe perdiendo todo poder. Esto último es un desafío incluso mayor para los países regidos por el derecho romano-germánico, como los de América Latina, donde los supervisores tienden a verse limitados a adoptar sólo medidas ya especificadas en leyes y regulaciones.

Un segundo problema clave es cómo combinar de la mejor manera y mezclar una perspectiva de arriba hacia abajo con un análisis de abajo hacia arriba. En realidad, una de las flaquezas en el análisis de la debilidad financiera publicado por los bancos centrales ha sido a menudo la ausencia de la perspectiva de los supervisores de lo que está ocurriendo en las instituciones individuales. La coordinación necesaria para que este proceso tenga éxito hasta el nivel del personal técnico, desde luego, no es trivial, sobre todo en países donde la supervisión de arriba hacia abajo se lleva a cabo fuera del banco central. Un problema estrechamente relacionado (aunque conceptualmente diferente) es el énfasis

relativo puesto en la supervisión *extra situ* (o a distancia) *vs.* la supervisión *in situ*. Se podría pensar que la supervisión sistémica, dado que tiene que ver más con el bosque que con los árboles, es más a distancia que *in situ*, pero es poco probable que eso suceda. Al contrario, la supervisión sistémica exige una revisión de la supervisión *in situ*, destacando sus aspectos complementarios con el análisis a distancia.

La crisis global también exige una revisión del rol de los indicadores financieros basados en el mercado y la dependencia de la disciplina de mercado. La pregunta clave que surge de la crisis no es si la disciplina de mercado es buena o mala, sino cómo deberían los supervisores hacer mejor uso de las señales de mercado. Cuando esas señales de un mercado débil constituyen una grave limitación, la pregunta clave es cómo los responsables de las políticas pueden contribuir a elaborar instrumentos (como la deuda subordinada) que contribuyan a poner un precio al riesgo, facilitando así el descubrimiento del riesgo. A menos que se vean apoyados de alguna manera por el Estado (o incluso quizá subsidiados) estos instrumentos sencillamente podrían resultar demasiado caros para ver la luz del día. Por lo tanto, un importante programa de investigación para la región es contribuir a diseñar, introducir y apoyar dichos instrumentos.

Un requisito clave para una disciplina de mercado adecuada es el análisis y la información. Dado que gran parte de la información es un bien público, también hay buenos argumentos para que las agencias de supervisión la suministren más en abundancia, incluyendo aquella información (así como un mejor análisis de la misma) que versa sobre el sistema en su conjunto, cómo está cableado e interconectado y cuáles son los riesgos para el futuro. Cuando detectan los riesgos, los supervisores no sólo deben informar y orientar sino también ver la necesidad de adoptar medidas.

La implementación exitosa de una supervisión sistémica requerirá habilidades de construcción de primer orden, lo cual implica un salto cuántico, no una mejora marginal.

También exigirá disposiciones de organización adecuadas. La necesidad de una mejor coordinación ente la gestión monetaria y prudencial con una perspectiva sistémica señala naturalmente que el banco central tendrá que desempeñar un rol de primera línea. Sin embargo, a medida que los bancos centrales asuman este rol, debería velarse para que su independencia no se vea comprometida. Lo que más importará será establecer unas disposiciones adecuadas sobre la toma de decisiones y la coordinación entre agencias. Si se crea un consejo de supervisión sistémica o de estabilidad financiera, un factor importante consistirá en asegurar su capacidad de rendición de cuentas. Por último, se debe estimular al personal de las diferentes agencias para trabajar en conjunto. Además de coordinar en su país de origen, los supervisores también tendrán que coordinar mejor entre países. En ALC, la importancia de los bancos extranjeros hace de esto una prioridad aún más importante.

## Notas

1. ALC fue, en realidad, un actor destacado en la revolución mundial del microfinanciamiento, que decididamente modificó el microfinanciamiento, desde una actividad basada en las ONG, intensiva en donaciones, hasta un negocio bancario rentable y comercialmente viable.
2. Los programas de reformas en el sector financiero en ALC se apoyaron a menudo en los documentos del Programa de Evaluación del Sector Financiero (FSAP - *Financial Sector Assessment Program*), emprendidos en conjunto por el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial en diversos países en la región desde 1998, así como en la asistencia técnica (lo cual incluye el contexto de las operaciones de préstamos) proporcionadas por estas instituciones. La exhaustiva documentación FSAP, que incluye informes por país y revisiones del programa, se puede encontrar en <http://worldbank.org/fsap>. Una documentación relativamente detallada de las reformas relacionadas con los mercados de capitales emprendidas por ALC durante los años noventa y comienzos del milenio puede encontrarse en de la Torre, Gozzi, and Schmukler (2007a). El Capítulo 10 de este informe documenta el progreso en ALC con respecto a la supervisión bancaria.
3. Entre los recientes estudios generales del sector financiero en ALC se encuentra el informe regional del Banco Interamericano de Desarrollo (BID, 2005) titulado: *Unlocking Credit: The Quest for Deep and Stable Bank Lending*, que se centra en la banca; el estudio regional del Banco Mundial (2006) titulado: *Emerging Capital Markets and Globalization: The Latin American Experience*, que se centra en los mercados accionarios; el libro de Stallings y Studart (2006), *Finance for Development: Latin America in Comparative Perspective*; y el informe regional del Banco Interamericano de Desarrollo, 2007, titulado: *Living with Debt: How to Limit the Risks of Sovereign Finance*. Entre los estudios generales relevantes sobre temas del desarrollo del sector financiero, con un enfoque global (en lugar de regional), se encuentran dos informes de investigación de las políticas del Banco Mundial: *Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World* (Banco Mundial 2001) y *Finance for All? Policies and Pitfalls in Expanding Access* (Banco Mundial 2007).
4. Ver “*Financial Access and Stability for the MENA Region: A Roadmap*,” un informe regional del Banco Mundial sobre el sector financiero en Oriente Medio, “*Financing Africa: Through the Crisis and Beyond*,” un informe conjunto del African Development Bank, el Ministerio de Cooperación Económica y Desarrollo de Alemania y el Banco Mundial, y el *Global Financial Development Report*, un Informe Insignia del Banco Mundial coordinado por el Economista Jefe del FPD, de próxima publicación en 2012.
5. La incertidumbre que produce la volatilidad macroeconómica –inflación especialmente alta e impredecible– fue perjudicial para el desarrollo financiero, sobre todo para los de plazos de vencimiento más largos. Erosionó el valor del dinero como una reserva de valor, condujo a una acumulación progresiva de descalces de moneda y de duración. Los inflexibles regímenes de tasa de cambio, adoptados en parte para disminuir las expectativas de inflación, acabaron exacerbando la volatilidad de la tasa de interés y los descalces de moneda y se volvieron vulnerables a los ataques autocumplidos. Esta experiencia agravó la propensión de la región a los colapsos monetarios asociados

- con posiciones fiscales insostenibles. Por su parte, los descalces generalizados (de moneda, de duración y de plazos de vencimiento) aumentaron la fragilidad de los sistemas financieros ante los trastornos monetarios, la volatilidad de la tasa de interés y las corridas sobre los bancos. Además, las crisis financieras repetidas condujeron a múltiples cambios en la propiedad. Al facilitar el ingreso de banqueros a menudo no preparados, inadecuados o escasamente capitalizados, algunas reprivatizaciones de sistemas bancarios a su vez agravaron la fragilidad del sistema financiero. Además de sus principales efectos adversos –y muy conocidos– sobre el crecimiento y el empleo, las crisis financieras han demostrado ser sumamente regresivas para la distribución del ingreso y de la riqueza (ver Halac y Schmukler 2004).
6. Para una documentación detallada de las reformas del sector financiero emprendidas en ALC durante los años noventa, ver de la Torre, Gozzi, and Schmukler (2006 y 2007b).
  7. Se puede encontrar una discusión sobre la evolución de las políticas de desarrollo financiero en América Latina y el Caribe, junto con referencias relevantes a la abundante literatura sobre el tema, en de la Torre, Gozzi, and Schmukler (2006).
  8. Para una caracterización del debate sobre la secuenciación de la liberalización financiera, junto con las referencias relevantes, ver el Capítulo 4 de de la Torre y Schmukler (2007).
  9. Este paradigma microeconómico respalda al Banco Mundial (2001).
  10. Ver, por ejemplo, Armendariz de Aghion y Morduch (2005); Robinson (2001); Sengupta y Aubuchon (2008); y Yunus (2003).
  11. Ver, por ejemplo, de la Torre *et al.* (2010b), IMF (2010), y Porzecanski (2009).
  12. Según el Banco Interamericano de Desarrollo (2005), en la historia reciente, la región de América Latina y el Caribe ha tenido la incidencia más alta de crisis bancarias en el mundo. Concretamente, 27% de los países de ALC (35% si se excluye el Caribe) sufrieron crisis bancarias *recurrentes* durante el periodo 1974-2003, comparado con el 13% en el África subsahariana, 11% en Europa del Este y Asia Central, 8% en el Este Asiático y el Pacífico y 0% en los países de altos ingresos de la OCDE.
  13. El reporte afín es un volumen editado que contiene 11 capítulos especializados y diversos apéndices, elaborados por diferentes miembros del equipo que elaboró este informe regional. Los capítulos del volumen editado serán materia de referencia más adelante, en las partes de este informe con que se corresponden de manera relevante. El conjunto del estudio insignia (este Capítulo, el volumen editado y un conjunto más amplio de gráficos y cuadros) se puede encontrar en el sitio web de la Oficina del Economista Jefe para la Vicepresidencia Regional de América Latina y el Caribe (<http://www.worldbank.org/laceconomist>).
  14. El grupo ALC7 comprende Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, y Uruguay. Uruguay ha sido incluido pero la República Bolivariana de Venezuela no, fundamentalmente porque hay muchos más datos para el primero que para el segundo.



# El desarrollo financiero: El lado brillante, los patrones, las trayectorias y el lado oscuro

## 2

¿Qué es el desarrollo financiero (DF) y cuán predecible es? ¿Sigue una única o múltiples trayectorias? ¿Cuáles son las secuencias y las formas de las trayectorias de desarrollo seguidas por diversos indicadores del desarrollo financiero?<sup>1</sup> Para abordar estos temas, este Capítulo introduce los hilos básicos que aparecerán en este informe.<sup>2</sup> Éste presenta un marco conceptual de DF basándose en una sencilla tipología de fricciones. Utilizando este marco, el Capítulo analiza y explica algunos de los patrones y trayectorias del DF y aborda algunos de los males del DF que justifican y modelan el rol del Estado y su respuesta en términos de políticas. De esta manera, el Capítulo establece los fundamentos necesarios para evaluar el DF de ALC e identificar los desafíos de las políticas que surgirán en el futuro. Las nociones más relevantes de este Capítulo son las siguientes:

- Las fricciones que perjudican la contratación financiera y, por lo tanto, el DF, se pueden clasificar en fricciones de agencia, lo cual limita el alcance de la delegación, y fricciones colectivas, que limitan el alcance de la participación.
- Cada una de estas amplias clases de fricciones pueden ser analizadas bajo dos paradigmas, que se definen dependiendo de la fricción relevante y su interacción con supuestos relativos a la naturaleza de la información y al grado de racionalidad. Por lo tanto, los dos paradigmas de agencia son *ejecución costosa de los contratos* (EC) e *información asimétrica* (IA); los dos paradigmas colectivos son *acción colectiva* (AC) y *cognición colectiva* (CC).
- La estructura financiera refleja los esfuerzos de los agentes económicos para encontrar la trayectoria de menor resistencia en torno a las fricciones. A su vez, el DF (la evolución de la estructura financiera a lo largo del tiempo) refleja la progresiva erosión de las fricciones, acelerada por la innovación, los rendimientos de escala y los efectos de red.
- Por lo tanto, la hipótesis es que el orden de aparición de las actividades financieras debería reflejar la intensidad de las fricciones a las que están expuestas y normalmente debería correlacionarse con efectos de escala y con la forma (convexa o cóncava) de las trayectorias de desarrollo.
- De hecho, estos patrones están ampliamente verificados en términos empíricos cuando se analiza un conjunto de indicadores de desarrollo financiero. Así, la deuda pública, la banca y los mercados de capitales se desarrollan secuencialmente y

bajo trayectorias crecientemente convexas. Sin embargo, hay ciertos indicadores de DF cuyas trayectorias son notables y constituyen excepciones bastante reveladoras.

- No todos los indicadores de DF siguen la misma trayectoria en todos los países, lo cual es un reflejo de las políticas de desarrollo específicas de cada país, de la dependencia de la trayectoria, el salto de etapas, los ciclos y colapsos y los saltos cuánticos de desarrollo endógenos.
- La misma disminución progresiva de fricciones que subyace al “lado brillante” del DF también puede contribuir a alimentar las tensiones y las fisuras que eventualmente salen a la superficie bajo la forma de crisis financieras (es decir, el lado oscuro de las finanzas).
- El lado oscuro puede manifestarse como el resultado de al menos tres procesos y sus interacciones: la disminución de las fricciones de agencia que desata fallas letales de la acción colectiva o alimenta fricciones de agencia de segunda generación; la disminución de las fricciones de acción colectiva en tiempos favorables que desencadena graves fallas de acción colectiva en tiempos malos; o la disminución de fricciones de agencia o fricciones colectivas que generan problemas de cognición colectiva.
- Es necesario formular advertencias evidentes, ya que el análisis en este Capítulo es, en su mayor parte, un ejercicio de economía positiva con datos limitados; por lo tanto, más que concluyente, es un análisis sugerente.

La primera Sección aborda el marco conceptual (el lado brillante del DF). Las Secciones 2 y 3 aplican este marco a la evidencia empírica del DF, teniendo en cuenta los patrones y las trayectorias dinámicas, respectivamente. En la Sección 4, se analiza el lado oscuro del DF. La Sección 5 está dedicada a las conclusiones.

## El lado brillante

El desarrollo financiero trata del desgaste progresivo de las fricciones que perjudican la contratación financiera. Si viviéramos en un mundo sin fricciones al estilo del mundo

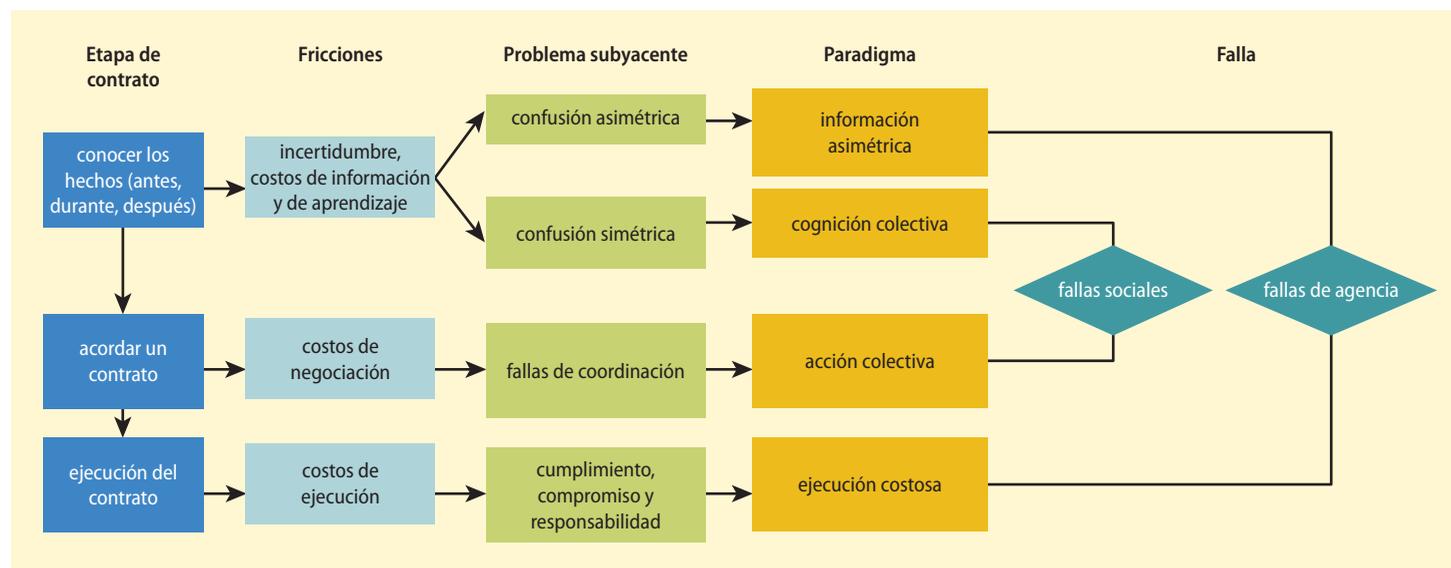
de Arrow-Debreu y sus mercados completos, los riesgos estarían total y eficazmente internalizados en el sistema de precios, los proveedores de fondos o seguros tratarían directamente en el mercado con los usuarios de fondos o seguros y ninguno de los dos tendría que recurrir a los proveedores de servicios financieros. Sin embargo, en el mundo real, debido a las fricciones, los mercados y la capacidad de contratar son incompletos e imperfectos, abriendo así un amplio espectro para que el sistema financiero agregue valor a la sociedad.

Hay dos tipos básicos de fricciones que dificultan las transacciones financieras: las *fricciones de agencia* y las *fricciones colectivas*. A su vez, cada tipo se subdivide en dos categorías; una se refiere a las fricciones informativas (lo cual incluye la capacidad limitada de los agentes para procesar y comprender la información, así como su capacidad limitada para obtenerla); otra se refiere a lo que podemos definir vagamente como fricciones relacionales, es decir, la capacidad de los agentes para ponerse de acuerdo y actuar a partir de acuerdos financieros beneficiosos colectivamente y para ejecutar contratos bilaterales (Cuadro 2.1). Así, esta simple dicotomía contiene cuatro paradigmas, dos de los cuales – *la información asimétrica* (IA) y *la ejecución costosa* (EC) – están asociados con las fricciones de agencia, y otros dos – *acción colectiva* (AC) y *cognición colectiva* (CC) – están asociados con las fricciones colectivas. También se pueden asociar los cuatro paradigmas con las diferentes etapas por las que pasa un contrato financiero, desde la redacción del contrato hasta su negociación y ejecución (Gráfico 2.1).<sup>3</sup>

**CUADRO 2.1 Una simple tipología de paradigmas**

	Toda la información / Plena racionalidad	Información incompleta / Racionalidad limitada
<b>Enfoque bilateral</b>	Ejecución costosa (EC)	Información asimétrica (IA)
<b>Enfoque multilateral</b>	Acción colectiva (AC)	Cognición colectiva (CC)

**GRÁFICO 2.1 Fricciones, paradigmas y fallas**



Fuente: Autores.

Las fricciones de agencia dificultan el DF porque limitan la capacidad de los individuos para delegar y celebrar contratos bilateralmente. Las fricciones de información asimétrica conducen a un desajuste de los incentivos entre el “principal” y el “agente” – el agente (por ejemplo, el banquero, el gestor de activos, el deudor) puede utilizar su ventaja informativa para actuar de maneras que no favorecen los intereses del principal (por ejemplo el depositante, el inversionista en fondos de inversión, el prestamista).<sup>4</sup> Esto, a su vez, puede activar las comúnmente llamadas fallas de mercado, como la selección adversa, el riesgo moral y la evasión de obligaciones, y los falsos informes. Las fricciones de asimetría informativa limitan los contratos financieros a aquellos donde los agentes arriesgan sus propios recursos (“*skin in the game*”) y/o donde el principal puede seleccionar y monitorear adecuadamente al agente. Las fricciones de ejecución de contratos conducen a un desajuste de los incentivos debido a un compromiso imperfecto – una situación donde el agente es incapaz de comprometerse de manera creíble a honrar el contrato.<sup>5</sup> El compromiso imperfecto limita de esta manera los contratos financieros a aquellos que pueden ser efectivamente colateralizados.

En cambio, las fricciones colectivas dificultan el DF porque limitan la participación – es decir, limitan la inclusión financiera definida en términos generales. La participación puede aumentar a lo largo del margen intensivo – es decir, los mismos actores participan en más transacciones financieras– y del margen extensivo – es decir la inclusión de nuevos actores en la actividad financiera. Gran parte de los beneficios de la actividad financiera se deben a la reducción de los costos de transacción y el aumento en la liquidez y los beneficios de la diversificación de riesgos que resultan de acuerdos multilaterales en los que participan numerosos agentes. Estos acuerdos pueden ser ya sea de mercado, donde las transacciones pueden llevarse a cabo en torno a una sencilla plataforma de comercialización, o de una institución financiera (un banco, una compañía de seguros, un fondo de inversión) que ofrece servicios cuyos beneficios son

repartidos entre un gran número de clientes. Cuanto más alto el número de participantes, mayores serán los beneficios de la participación. Sin embargo, la participación se ve perjudicada por fricciones cognitivas (uno no participa en una actividad si no la entiende bien) así como por fricciones de acción colectiva, que normalmente condicionan el establecimiento y la operación de acuerdos multilaterales.<sup>6</sup>

Por lo tanto, los participantes del mercado que desean participar en una contratación financiera deben encontrar la vía de menor resistencia en torno a estas fricciones y a las fallas de mercado asociadas. Una vez que se toma la decisión de participar en contratos financieros, las respuestas privadas para lidiar con las fricciones pueden dividirse en dos subconjuntos; las respuestas que procuran disminuir las fricciones mismas (adquiriendo información, utilizando colaterales, delegando) y las respuestas que procuran disminuir la exposición a estas fricciones (diversificando y compartiendo el riesgo, comprando seguros y cobertura, conservando la liquidez). A su vez, el Estado intenta facilitar estas respuestas privadas mediante un conjunto de intervenciones públicas progresivamente más intrusivas; (i) la provisión de una infraestructura informacional y contractual básica (es decir, servicios públicos que facilitan la contratación privada); (ii) regulaciones e impuestos (internalización de externalidades o protección del consumidor); (iii) coordinación pura (involucramiento catalítico, prestamos sistémicos de última instancia, participación obligatoria); (iv) absorción de riesgos y reparto del riesgo (garantías del Estado); y (v) la provisión directa de servicios financieros por parte del Estado.

Los diferentes componentes del sistema financiero contribuyen a lidiar con las fricciones de diferentes maneras. Se puede pensar, por ejemplo, en la necesidad de obtener información. Los mercados de capitales proporcionan señales de precio e incentivan la revelación de información por parte de las empresas prestatarias. Los bancos zanján la brecha informacional generando información privilegiada. Los gestores de fondos lo hacen

monitoreando los activos comercializables. Los facilitadores del mercado (auditores, agencias de calificación y oficinas de crédito) venden información y análisis especializados. Un segundo ejemplo es la necesidad de disminuir los riesgos mediante la diversificación; los mercados de capitales permiten a los inversores comprar activos con diferentes perfiles de riesgo, algo que consiguen los bancos, las compañías de seguros y los gestores de activos mediante la agrupación (*pooling*). Finalmente, está la necesidad de liquidez; los mercados de capitales proporcionan liquidez permitiendo a los participantes liquidar activos a costos bajos, y los bancos ofrecen depósitos que pueden ser redimidos al valor nominal.

Por lo tanto, la *estructura financiera* es una fotografía instantánea, en un determinado momento, de la verdadera constelación de servicios financieros cuyo fin es lidiar con las fricciones.<sup>7</sup> A su vez, el desarrollo financiero es la evolución de la estructura financiera a lo largo del tiempo. Una temprana solución de las fricciones de acción colectiva (por ejemplo, mediante la introducción de los bancos centrales) permite los pagos básicos y los servicios de custodia. A partir de allí, se sigue una evolución fija que va del “financiamiento basado en las relaciones” al “financiamiento impersonal.”<sup>8</sup> En las etapas inferiores del DF, los mercados financieros solucionan las fricciones de agencia apoyándose en garantías no comercializables y fijas, es decir, en transacciones basadas en relaciones. A medida que el entorno informacional y contractual mejora, la información privada se vuelve pública y otros tipos de colaterales se vuelven disponibles y negociables, permitiendo al DF liberarse progresivamente de la tiranía de las conexiones. De la misma manera, a medida que la información se vuelve más abundante y los acuerdos de gobernanza mejoran, los costos de selección y monitoreo disminuyen y se puede recurrir cada vez más a terceros (agencias de calificación, analistas de mercado, consultores de inversiones, auditores externos), a métodos estadísticos (sistemas de puntuación, cálculos de valor en riesgo) y a normas de contabilidad y divulgación.

La disminución progresiva de las fricciones de agencia contribuye a impulsar la participación. A su vez, al fomentar las externalidades de escala y de red positivas, los beneficios de la participación (liquidez, eficiencia, etc.) se autofortalecen. Así, en la etapa más madura del DF, se produce un salto cuántico en la participación, a medida que más clientes, actores y transacciones se vuelcan a los mercados cada vez más desarrollados, complejos e interconectados. La creciente participación también aumenta la profundidad en la que las instituciones financieras y los mercados de capitales se complementan mutuamente. Todo el proceso es agilizado por la innovación financiera, un motor importante del DF que refleja y canaliza las fuerzas de la competencia, la desregulación y el arbitraje regulatorio y fiscal, así como los avances teóricos u operativos.<sup>9</sup>

La *inclusión financiera* sigue un proceso en gran medida análogo al del DF. La exclusión financiera es causada por una mezcla de fricciones de agencia – el inversionista o prestatario marginal se enfrenta a problemas más graves de asimetría informativa o falta de colateral– y fricciones colectivas – si muchos inversores o prestatarios marginados deciden participar, podrían disminuir los costos de participación y permitir que la participación aumentara y los mercados financieros mejoraran. Por lo tanto, la inclusión financiera crecerá progresivamente a medida que las innovaciones o un mejor entorno favorable para los negocios erosionen progresivamente ambos tipos de fricciones.

## Los patrones

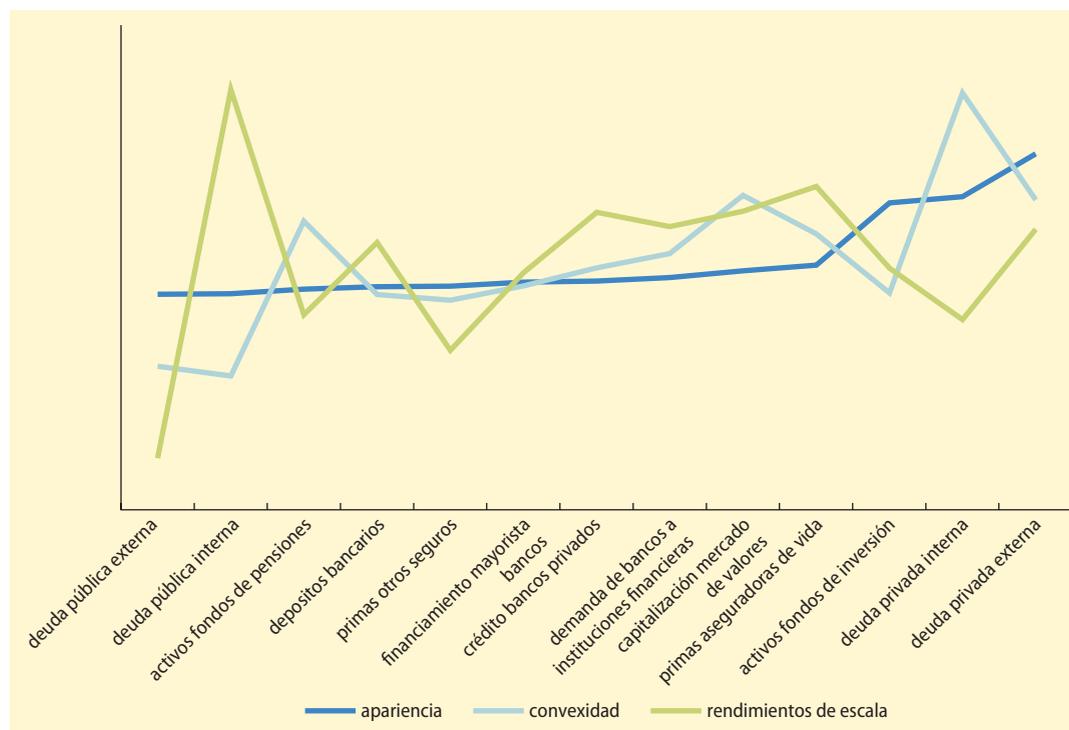
La progresiva disminución de las fricciones de agencia y colectivas proporciona indicadores generales acerca del orden en que es probable que emerjan diversas actividades financieras y la forma de las trayectorias que probablemente seguirán una vez que emerjan. El orden de aparición de las actividades financieras debería reflejar la intensidad de las fricciones a las que están expuestas. Además, dado que las actividades que arrojan los rendimientos de escala más altos, deberían

ser generalmente las que están expuestas a las fricciones colectivas más intensas, los efectos de escala deberían correlacionarse con el orden en que las actividades financieras aparecen y la forma (convexa o cóncava) de su trayectoria de desarrollo. Desde luego, se pueden observar desviaciones de estos patrones básicos como respuesta a decisiones políticas, demandas del mercado o conexiones entre el desarrollo de diversas actividades e instrumentos.

A pesar de que el periodo para el cual hay datos disponibles es más bien breve, estos patrones se ven ampliamente verificados a través del análisis econométrico.<sup>10</sup> Esto es lo que hacen de la Torre, Feyen e Ize (2011) basándose en un amplio ejercicio

comparativo aplicado a una batería de indicadores de desarrollo financiero.<sup>11</sup> Los resultados de tres patrones clave – orden de aparición, convexidad y rendimientos de escala – se muestran en el Gráfico 2.2, donde las actividades figuran ordenadas por el nivel de ingreso per cápita en el que aparecen.<sup>12</sup> Los resultados totales coinciden con lo que se podría esperar. Las actividades financieras menos proclives a las fricciones emergen y se desarrollan antes. Las actividades que están sujetas a fuertes fricciones requieren más tiempo. Algunas actividades (como los mercados de deuda y de renta variable) se ven fuertemente impulsadas por efectos de escala y de red, que dan lugar a una forma convexa de las trayectorias después de

**GRÁFICO 2.2 Apariencia, convexidad y rendimientos de escala de trayectorias de indicadores de DF**



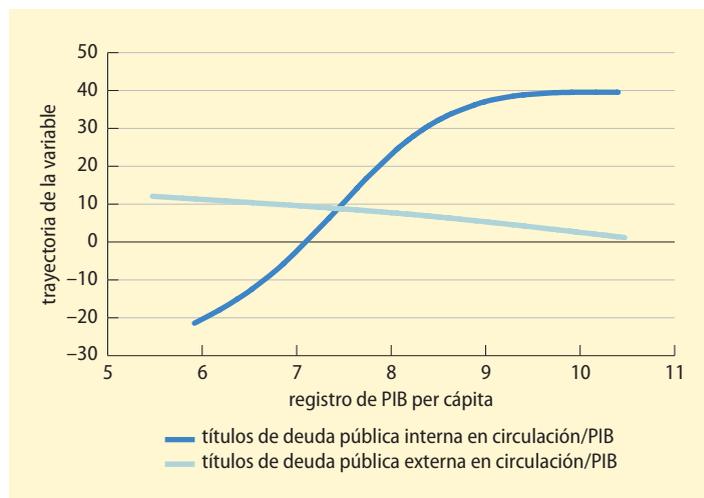
Fuente: de la Torre, Feyen e Ize 2011. Este gráfico representa tres características importantes de los indicadores de desarrollo financiero seleccionados y sus trayectorias, a saber, orden de aparición, grado de convexidad y rendimientos de escala. La "apariencia" calcula el nivel del PIB per cápita en el que el indicador de DF se vuelve relevante. Los valores más altos (a lo largo del eje vertical) para la recta de apariencia implican que el indicador comienza a desarrollarse con niveles más altos de desarrollo económico. La "convexidad" captura la velocidad a la que crece el indicador de DF según aumenta el ingreso per cápita. Los valores positivos (negativos) implican que el indicador acelera (desacelera) en niveles más altos de desarrollo económico. Los "rendimientos de escala" es la medida en que se beneficia el indicador de DF de los efectos de escala como derivados, por ejemplo, del tamaño más grande de la población. Los valores más altos para esta variable indican que el indicador DF en cuestión gana más a partir de efectos de escala.

alcanzar algún tipo de umbral de reducción del nivel de fricción. Sin embargo, también hay algunos importantes valores atípicos – como la deuda pública o privada, para la cual los rendimientos de escala no son coherentes con el orden de aparición o con la forma de las trayectorias de desarrollo. Los principales patrones estilizados (y posibles razones para las desviaciones de los patrones) serán abordados a continuación.

*La deuda pública.* En escena aparece tempranamente el endeudamiento del gobierno (Gráfico 2.2), dado que los gobiernos son los primeros en superar las fricciones elementales de agencia. Debido al tamaño pequeño de los mercados internos en niveles bajos de desarrollo económico, lo cual refleja fricciones colectivas, los préstamos al gobierno se producen inicialmente en el exterior y en moneda extranjera.<sup>13</sup> A medida que se desarrollan los mercados locales y aumenta el ingreso per cápita, la deuda externa disminuye y es remplazada por deuda interna (mayoritariamente en moneda local). De hecho, la deuda pública interna se desarrolla en una etapa relativamente más temprana de lo que sería coherente con los altos rendimientos de escala. Esto puede deberse a que los gobiernos están dispuestos a pagar una prima para satisfacer sus necesidades financieras o porque el mercado de deuda de un gobierno es un bien público que contribuye a desarrollar una política monetaria o a desarrollar otros mercados financieros. La deuda pública interna sigue una trayectoria en forma de S, reflejando las limitaciones de solvencia que eventualmente limitan su tamaño en relación con el PIB (Gráfico 2.3).

*Los servicios bancarios.* La siguiente actividad financiera es la de los servicios bancarios (Gráfico 2.2). El financiamiento minorista (los depósitos bancarios) emerge antes que el crédito. Los servicios de depósitos bancarios inicialmente responden a una temprana necesidad de servicios sencillos de custodia y de pagos. Los bancos tienen más dificultades para prestar que para atraer fondos. A medida que la intermediación evoluciona de los préstamos basados en las relaciones al financiamiento impersonal,

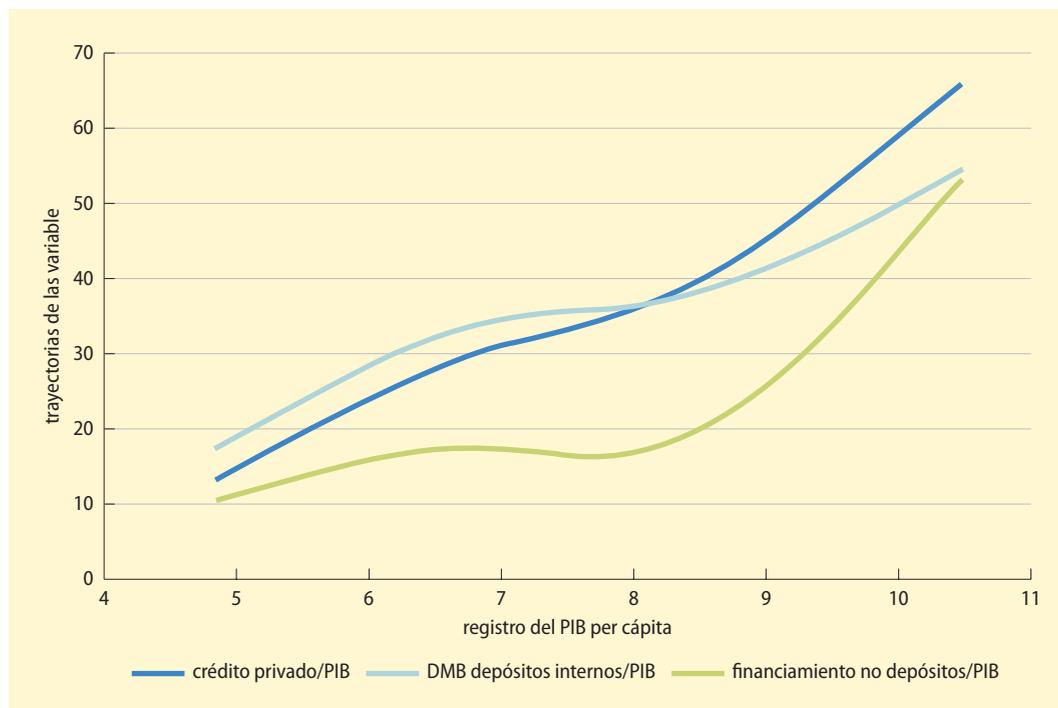
**GRÁFICO 2.3** Trayectorias para la deuda pública: Externa e interna



Fuente: de la Torre, Feyen e Ize 2011.

el crédito privado aumenta a lo largo de una trayectoria convexa, es decir, alcanza a los depósitos a lo largo del tiempo y eventualmente supera el financiamiento al por menor a medida que el financiamiento mayorista (no depósitos) compensa la baja (Gráfico 2.4). Los préstamos a otras instituciones financieras siguen a los créditos privados y son altamente convexos. Todos estos aspectos están relacionados. A medida que disminuyen las fricciones de agencia, los inversores minoristas son cada vez más capaces de volcarse hacia instrumentos del mercado con mayores rendimientos o para tener sus fondos gestionados por administradores de activos o inversores institucionales en lugar de bancos. Al mismo tiempo, los bancos prestan cada vez más, incluidos los préstamos entre instituciones.<sup>14</sup> La alta convexidad de estas actividades refleja la reducción, cargada de externalidades, de las fricciones de acción colectiva asociadas con una mayor participación (hay más actores y los mismos actores participan en más actividades) y con financiamientos más complejos.

*Los mercados de capitales.* Después de los servicios bancarios, vienen los mercados de capitales (Gráfico 2.2). Los títulos de deuda privada siguen a la renta variable. La

**GRÁFICO 2.4** Trayectorias de indicadores bancarios: Financiamiento minorista y mayorista y crédito privado

Fuente: de la Torre, Feyen e Ize (2011).

aparición tardía de los mercados de capitales y la fuerte convexidad de su trayectoria de desarrollo son, por supuesto, claras manifestaciones de la complejidad de las fricciones de agencia y de la acción colectiva. En particular, los mercados de deuda privada aparecen tardíamente en escena a pesar de sus limitados rendimientos de escala, lo cual sugiere que, a diferencia del caso de la deuda pública, cuyo crecimiento está fundamentalmente limitado por efectos de masa crítica, las fricciones de información y de ejecución de contratos (más que fricciones de acción colectiva) son la limitación más importante.<sup>15</sup> Se podría decir que el hecho de que los bonos corporativos se desarrollan después de las acciones se debe a que las firmas en crecimiento pueden inicialmente sustituir la deuda bancaria por deuda de mercado, pero tendrán que emitir acciones en algún punto, pase lo que pase.<sup>16</sup>

*Los inversores institucionales.* Éstos aparecen en diferentes etapas del proceso de DF

(Gráfico 2.3). Los fondos de pensiones emergen tempranamente y los fondos de inversión tardíamente. Los seguros surgen en algún punto intermedio, pero los seguros de no vida surgen antes que los seguros de vida. El hecho de que los fondos de pensiones aparezcan tempranamente en los datos refleja el rol clave jugado por las recientes reformas de las pensiones. Los fondos de inversión aparecen tardíamente a pesar de que no se enfrentan a rendimientos de escala crecientes (es decir, no están limitados por el tamaño del mercado) porque la disponibilidad de los activos comercializables es una condición previa para su desarrollo. La aparición tardía de los seguros de vida en comparación con los de no vida se debe en parte a que estos últimos se ven afectados por las políticas, por ejemplo, los seguros obligatorios para los vehículos motorizados. En cambio, la aparición de los seguros de vida depende del desarrollo de los mercados de capitales y, por lo tanto, está

más sujeto a fricciones de acción colectiva.<sup>17</sup> Los seguros de vida tardan más tiempo en florecer debido a la necesidad de invertir en activos comercializables y debido a la necesidad de que las generaciones interactúen intergeneracionalmente. Pero una vez que florecen, siguen una acentuada trayectoria convexa.

## Las trayectorias

Es poco probable que las trayectorias del DF sean únicas, es decir, es poco probable que actualmente los países de menores ingresos respeten la trayectoria trazada en el pasado por los países de mayores ingresos. Hay diversas razones por las que esto puede ser así. La primera y evidente razón, aunque digna de ser mencionada, son las *políticas específicas de cada país*. Éstas podrían ser políticas que influyen en la arquitectura financiera, como el endeudamiento del sector público (que refleja fundamentalmente la política fiscal) o los activos de los fondos de pensiones y los proveedores de renta vitalicia (que reflejan las decisiones políticas en relación con la organización del sistema de seguridad social). Sin embargo, diversas políticas públicas pueden influir en la trayectoria del DF de un país, entre ellas, la calidad de las políticas que promueven el sector financiero y, en términos más generales, la calidad y los límites de la gestión económica que, al influir en el ritmo de crecimiento de un país, afectará naturalmente su desarrollo financiero. En efecto, de la Torre, Feyen e Ize (2011) llegan a la conclusión de que la calidad del entorno informacional y favorable a los contratos, así como el crecimiento promedio del PIB en los tres decenios anteriores, son determinantes importantes de la trayectoria real del crédito privado y de otros indicadores clave del DF.

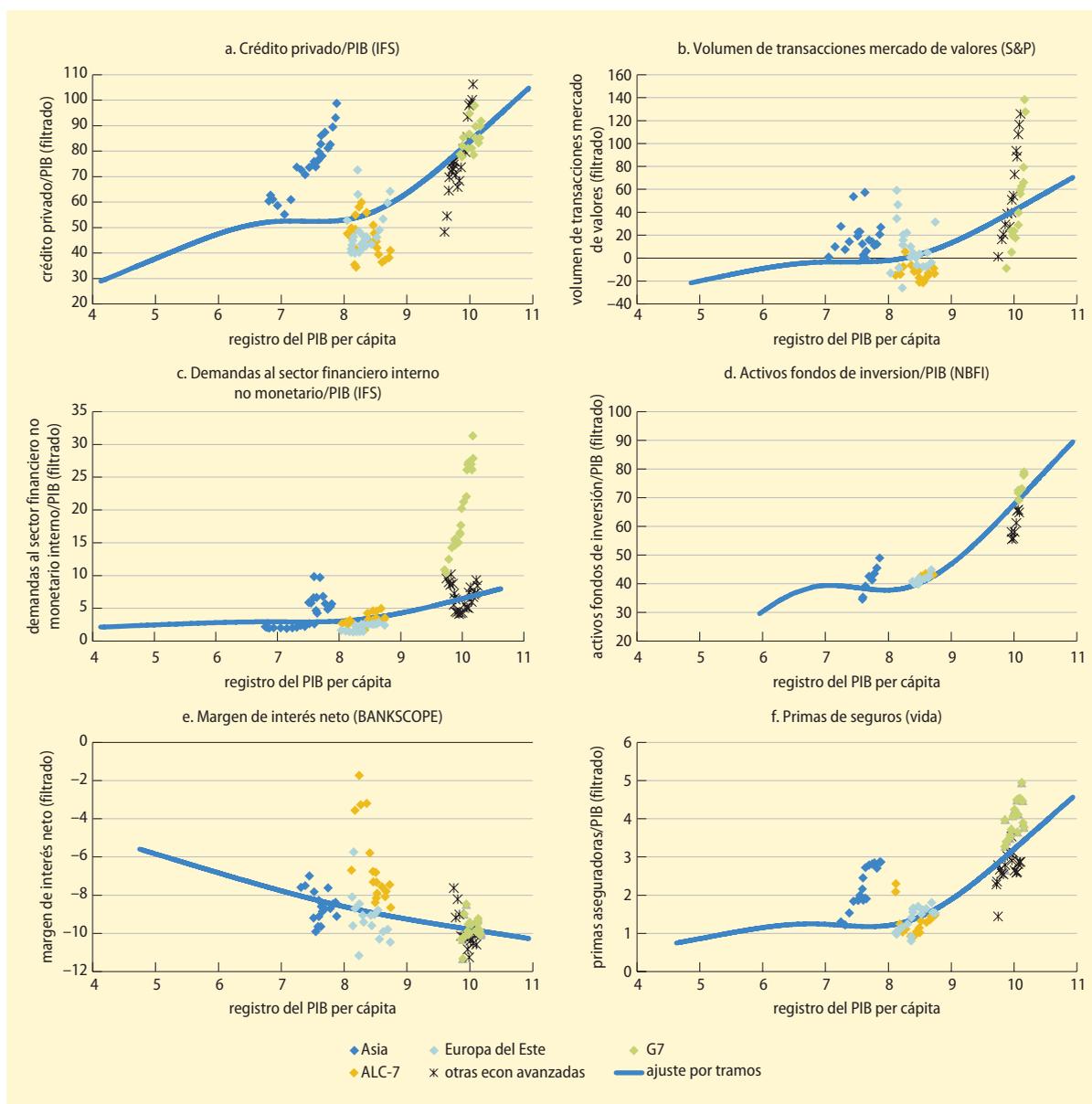
Una segunda razón es la *dependencia de la trayectoria*, que resulta del hecho de que el crecimiento de la producción es en sí mismo una función del DF y que las reglas y acuerdos institucionales se autofortalecen (North 1990). Dado que el DF de hoy depende de la producción actual, que a su vez depende del DF de ayer, las condiciones iniciales importan. Por lo tanto, las trayectorias del DF

pueden variar de país a país, especialmente aquellos servicios financieros que dependen en gran medida de instituciones locales que no son comercializables de un país a otro. De la Torre, Feyen e Ize (2011) llegan a la conclusión de que las instituciones ejecutoras de los contratos explican una parte significativa de la desviación de las trayectorias individuales en relación con las referencias transversales, y que los beneficios de contar con mejores instituciones contractuales siguen aumentando con el nivel de desarrollo financiero y económico.

Una tercera razón es el salto de etapas. Es muy probable que éste sea el resultado de innovaciones financieras que son transferibles de un país a otro. Por lo tanto, afecta a aquellos servicios financieros que no dependen demasiado de instituciones locales (no comercializables).<sup>18</sup> Las trayectorias dinámicas seguidas en el Gráfico 2.5 por los márgenes de los intereses netos de los bancos –que, con la excepción de los países de altos ingresos, cruzan la trayectoria transversal en un ángulo agudo– son probablemente un indicio de ese salto de etapas. Además, de la Torre, Feyen e Ize (2011) encuentran pruebas de que las mejoras informacionales son fáciles de transferir de un país a otro siempre y cuando se apoyen en tecnologías importables, pero que las fricciones contractuales no pueden ser solucionadas mediante inversiones tecnológicas e importaciones.<sup>19</sup>

Una cuarta razón son los *ciclos y colapsos financieros*. Los ciclos del crédito pueden dar lugar a desviaciones de corto plazo de las tendencias en las trayectorias de crecimiento. Como se ilustra en el Gráfico 2.5, esto es claramente lo que ocurre con el crédito privado en los países de ingresos bajos y medios, que han atravesado ciclos pronunciados durante el periodo de observación.<sup>20</sup> Los colapsos pueden tener un impacto adverso incluso más fuerte en la profundidad financiera, sobre todo en la profundidad crediticia, algo de lo que los sistemas bancarios, particularmente, pueden tardar un largo tiempo en recuperarse. De la Torre, Feyen e Ize (2011) señalan que esto es lo que sucede realmente. La volatilidad en sí misma no es un problema para

GRÁFICO 2.5 Indicadores de profundidad financiera: Trayectorias de desarrollo dinámicas y transversales



Fuente: de la Torre, Feyen e Ize 2011.

el DF; más bien, el problema son los colapsos financieros. También es notable que la probabilidad de colapso aumenta a medida que el crédito privado “supera el rendimiento” de su referencia agregada de un país a otro. Esto es un recordatorio importante de que el desarrollo financiero y la estabilidad financiera

interactúan de maneras complejas, reflejando la permanente dualidad entre el lado brillante y el lado oscuro (ver más abajo).

Por último, una quinta razón son los *saltos cuánticos endógenos* en el DF en el extremo superior de la escala de ingresos. Como queda ilustrado en el Gráfico 2.5, esto es evidente en

las trayectorias dinámicas seguidas por diversos indicadores de profundidad financiera que siguen trayectorias sumamente convexas. Para todos estos indicadores, las trayectorias dinámicas en los países ricos recortan la referencia transversal agregada desde abajo y crecen a lo largo de una pendiente positiva aguda. Esta “explosión” de actividad financiera señala que una vez que los países alcanzan cierta etapa de desarrollo económico y financiero las externalidades positivas de un aumento de la participación “desatan” una reacción en cadena secundaria de actividad financiera, tanto dentro de cada país como entre países. Saber si dichas explosiones son estables y sostenibles es una pregunta abierta, dados los males y el lado oscuro del financiamiento que ahora examinaremos.<sup>21</sup>

## El lado oscuro

Hay dos tipos de males financieros (éstos son las fallas para formar mercados completos y para lograr equilibrios eficientes). El primero se refiere a las fallas para reducir las fricciones básicas que perjudican al DF. Esto puede reflejar una incapacidad para resolver las fricciones de agencia o las fricciones colectivas (participación). Las fricciones y fallas de agencia siguen dominando la literatura sobre el DF y representan la mayor parte del debate en torno a las políticas. Pero las fricciones y fallas colectivas son al menos igual de importantes. La incapacidad para disminuir las fricciones de agencia pueden darse en el nivel del inversionista (reflejando su incapacidad para monitorear o su falta de interés para hacerlo), en el nivel del prestatario (reflejando problemas de gobernanza) o en algún punto intermedio (reflejando problemas de incentivos y de capital en riesgo (“*skin in the game*”) en algún nivel de la pirámide de la supervisión). La incapacidad de solucionar las fricciones de participación es, desde luego, una realidad rutinaria en los sistemas financieros menos desarrollados y justifican el rol constructivo de la infraestructura financiera y catalítica del Estado. Sin embargo, también puede darse en los sis-

temas bien desarrollados, especialmente en el proceso de repartir los riesgos.<sup>22</sup>

El segundo tipo de mal financiero no proviene de la incapacidad del sistema financiero para disminuir las fricciones. Al contrario, es el desarrollo financiero aparentemente exitoso que resulta de una reducción de las fricciones de agencia y de participación —un proceso que normalmente es potenciado por la innovación— que en sí mismo puede conducir endógenamente a problemas de inestabilidad y de insostenibilidad, incluso en ausencia de riesgos morales sociales provocados por el gobierno. Así, el DF a menudo puede producirse de un modo frágil, o incluso auto-destructivo, que entra en conflicto con la estabilidad financiera. Este resultado endógeno es lo que se define como el “lado oscuro del financiamiento.”

El lado oscuro del financiamiento tiene tres modos básicos. En el primer modo, la disminución exitosa de las fricciones de agencia se encuentra, paradójicamente, en el origen del problema, y puede desatar fallas letales de la acción colectiva como externalidades negativas no internalizadas, parasitismo o fallas de coordinación catastróficas. Por ejemplo, la disponibilidad de información pública y la disminución de la capacidad de apropiarse de los ingresos a partir de información privada estimulan a los inversores al parasitismo. En lugar de quedarse quietos e invertir en análisis y monitoreo, puede que más bien inviertan a corto plazo y se fíen de la liquidez del mercado para abandonar a la primera señal de posibles problemas.<sup>23</sup> Sin embargo, la disminución de las fricciones de agencia también puede activar una segunda ronda de fallas de agencia, así como la construcción de más autopistas puede empeorar la congestión al aumentar el tráfico. Por ejemplo, como se ha demostrado en la crisis global, la creciente dependencia de tercerizar el monitoreo para disminuir las fricciones de información, junto con la facilidad para retirarse, puede dar lugar a una cadena de transacciones compleja y opaca, donde los agentes tienen poco o nada que arriesgar, creando así una nueva generación de fricciones de agencia.<sup>24</sup>

En el segundo modo del lado oscuro, la disminución exitosa de fricciones de la acción colectiva debido a una creciente participación es, también paradójicamente, lo que desata los problemas. Las externalidades positivas de una mayor participación del mercado en tiempos buenos se convierten en externalidades negativas severas y en otras fallas de la acción colectiva en tiempos malos. Si bien la participación del mercado es una situación en la que todos ganan, dado que potencia la profundidad y la liquidez, retirarse del mercado en tiempos de tensión puede ser óptimo en el plano individual pero perjudicial en el plano social, dado que origina espirales de venta forzosa y pérdidas de liquidez autocumplidas.<sup>25</sup>

En cualquiera de los dos casos, los problemas surgen de importantes brechas entre los costos y beneficios privados y sociales, que los mercados por sí solos sencillamente no pueden gestionar. Al contrario, las actividades financieras en que los individuos se involucran como autoprotección en los buenos tiempos no funcionan en los malos tiempos. Los individuos y las instituciones individuales no internalizan las implicaciones sociales o sistémicas adversas de sus actos. Por ejemplo asegurarse a sí mismo vendiendo riesgo a los demás (mediante, por ejemplo, las permutas por incumplimiento crediticio -CDS o *Credit Default Swaps*) puede efectivamente ocasionar una fragilidad sistémica a través de riesgos interconectados y conducir al contagio y a espirales descendentes acentuadas en tiempos malos, cuando el riesgo de cesación de pagos se vuelve sumamente correlacionado y el valor de las garantías se desploma. O, de otra manera, la mayor participación en la dimensión intensiva (los mismos intermediarios participan en más transacciones y se convierten en gigantes financieros) puede hacer que se dispare el riesgo moral social al aumentar ampliamente los costos sociales de las fallas de las instituciones individuales mediante los síndromes de “demasiado grande para quebrar” o “demasiado interconectado para quebrar.”

Sin embargo, el lado oscuro tiene todavía un tercer modo en el que la reducción exitosa

de las fricciones de agencia o de participación crea problemas de cognición colectiva. La bonanza asociada con el DF alimenta un ánimo colectivo de optimismo que sitúa al sistema en una trayectoria de desequilibrio. Esto se ve normalmente amplificado por los efectos de largo alcance de las innovaciones financieras (por ejemplo, la titularización) que desata brotes de exuberancia, aunque no se entiendan bien todas las implicaciones de las innovaciones. Los cambios de ánimo primero acentúan el cambio alcista; una vez que el sentimiento del mercado cambia y la euforia se convierte en desesperación, las alteraciones del ánimo empeoran el colapso.<sup>26</sup>

Los tres tipos de males exigen respuestas de las políticas, lo cual es, desde luego, la principal razón para abordarlos en este informe. Las fricciones de agencia que se encuentran en el corazón de los temas de gobernanza y de gestión de activos serán abordadas en los Capítulos 6–8. El rol del Estado en la solución de las fricciones de participación y en mejorar el reparto de riesgos será abordado en el Capítulo 9. El lado oscuro es materia de los Capítulos 10–13, los cuatro capítulos que conforman la sección de supervisión prudencial de este informe.

## ¿Puede haber exceso de financiamiento?

Antes de cerrar este Capítulo vale la pena enfatizar un rasgo adicional importante de las trayectorias de desarrollo. La contrapartida de las trayectorias convexas de indicadores del DF (por ejemplo, el del crédito privado sobre PIB) es que *su impacto en el desarrollo real (crecimiento del PIB) debe necesariamente mostrar rendimientos decrecientes*. A menos que la *tasa de crecimiento* del PIB siga acelerándose a medida que aumenta el *nivel* del PIB (una clara imposibilidad dinámica) el impacto del financiamiento en el crecimiento debería necesariamente estabilizarse en algún punto. Ésta es exactamente la conclusión a la que llegan diversos documentos recientes cuando estiman una regresión del crecimiento del producto contra los

indicadores de profundidad financiera.<sup>27</sup> En sí mismo, esto no implica necesariamente que exista algo llamado “financiamiento excesivo.” Si se asume, razonablemente, la no saciedad, siempre debería ser mejor más financiamiento. Sin embargo, a menos que se les vigile mediante políticas públicas adecuadas, las fuerzas del lado oscuro del financiamiento podrían aumentar su fortaleza con el DF, reflejando así el potencial creciente de inestabilidad financiera que resulta de una mayor interconectividad. En ese caso, los beneficios marginales del desarrollo financiero podrían en algún punto volverse más pequeños que los costos marginales de mantener la estabilidad financiera. Si esto ocurriera, arrojaría, desde luego, una luz completamente nueva sobre el debate en torno a las políticas de DF.

## Notas

1. La literatura (sobre todo la literatura empírica) sobre el proceso de desarrollo financiero es relativamente escasa. El hecho de que la estructura financiera está modelada por los esfuerzos de los participantes en el mercado para eludir y disminuir las fricciones que perjudican la contratación financiera no es un concepto nuevo (ver Merton y Bodie 2004). Sin embargo, son pocos los que han intentado analizar estas fricciones sistemáticamente en términos de la manera en que interactúan y lo que esto puede implicar para la dinámica del DF. Resulta interesante señalar que hay más trabajos sobre la medición del impacto del DF en el crecimiento económico que de análisis de cómo el DF se ve afectado por el crecimiento económico (ver Beck y Levine 2005). Cuando se trata del impacto de la estructura financiera en el crecimiento, la literatura, al menos hasta hace poco, normalmente llegaba a la conclusión de que la función importa más que la forma (Demirgüç-Kunt y Levine 1999; y Allen y Gale 2000). Sin embargo, artículos más recientes (como Demirgüç-Kunt, Feyen y Levine, 2011) han estado más cerca de reconocer que podría existir algo como una estructura financiera “óptima”, es decir, que la forma también podría importar.
2. Este Capítulo se basa en gran medida en el documento “Financial Development; Structures and Dynamics”, de Augusto de la Torre, Erik Feyen y Alain Ize.
3. Para más detalles sobre los paradigmas, ver de la Torre e Ize (2010, 2011) y de la Torre, Feyen e Ize (2011).
4. Esta línea de pensamiento sigue las ideas de Spence (1973), Akerlof (1970) y, sobretodo, Stiglitz y Weiss (1981).
5. Esta línea de pensamiento concuerda con las ideas de Holmstrom y Tirole (1998) y Geanakoplos (2009), entre otros.
6. Las fricciones de acción colectiva del lado brillante comprenden externalidades positivas no internalizadas y fallas de coordinación que impiden a los agentes desplazarse hacia un equilibrio superior donde todos estarían mejor. Las fricciones de acción colectiva del lado oscuro (abordadas más abajo) comprenden externalidades negativas no internalizadas, parasitismo, o fallas de coordinación que impiden a los agentes evitar caer en un equilibrio que es peor para el grupo en su conjunto, aunque posiblemente mejor para algunos.
7. La forma y la naturaleza de la estructura financiera está dada por la suma (es decir, los pesos relativos y la composición) y la medida de sofisticación de los mercados y productos (deuda, valores, derivados), intermediarios apalancados (bancos comerciales, bancos de inversión, empresas de seguro, fondos de riesgo, vendedores), gestores de activos no apalancados (agentes de bolsa, fondos de inversión, fondos de pensiones) y facilitadores (empresas de contabilidad y auditoría, agencias de calificación, asesores de inversión, emisores de hipotecas, etc.).
8. Ver Rajan y Zingales (2003).
9. En realidad, la historia del DF está marcada por grandes olas de innovación. Considérese, por ejemplo, el rol en el ascenso exponencial del financiamiento en el mundo occidental partiendo de la invención de la banca italiana (basada en notas de intercambio relacionadas con el comercio) por los Medici a finales del siglo XIV; o la introducción de sistemas de pago basados en cuentas corrientes, banca de reserva fraccional y banca central durante el siglo XVII; o el desarrollo del mercado de bonos del Estado, cuyas semillas ya se adivinan a finales de la Edad Media; o la invención de las sociedades anónimas de responsabilidad limitada a comienzos del siglo XVII y la aparición explosiva de las bolsas; o el surgimiento de los seguros marítimos y los seguros de vida en la segunda mitad del siglo XVII; o el desarrollo de la titularización y productos derivados en la segunda mitad del siglo XX.

- Para una visión en profundidad y entretenida de la historia de las finanzas en el mundo occidental, ver Ferguson (2008). Para una visión recientemente actualizada de las raíces y la dinámica de la innovación financiera, ver Lerner y Tufano (2011). Sobre el rol de la competencia y la desregulación en el DF, ver Rajan y Zingales (2003). Entre los ejemplos de los grandes descubrimientos teóricos y metodológicos que han influido profundamente en el DF, se encuentra la contabilidad de partida doble, la teoría de probabilidad, los cuadros de esperanza de vida y la ciencia actuarial y la teoría de la valoración de opciones, de Black-Scholes.
10. Sorprendentemente, la secuencia derivada de este análisis transversal coincide en términos generales con aquella encontrada en los países individuales a través de los estudios históricos sobre el proceso de desarrollo financiero. La literatura sobre la historia de las finanzas en el mundo occidental es nutrida. Ver Ferguson (2008) y Rajan y Zingales (2003).
  11. Los autores utilizan una base de datos financiera mundial elaborada sobre la base de datos disponibles públicamente del Banco Mundial (FinStats 2009), que abarca 40 indicadores clave de desarrollo financiero para un gran número de países durante el periodo 1980-2008 (la cobertura y la calidad de los países varía). Las trayectorias de referencia se calculan tomando en cuenta no solo el ingreso per cápita, como se ha hecho tradicionalmente, sino también varios factores exógenos, tanto a las políticas como al propio proceso de DF, incluyendo el tamaño y la densidad de la población, los coeficientes de dependencia por edad y ciertas características específicas de cada país (como la condición de centro financiero *offshore* o gran exportador de petróleo). Las trayectorias se calculan utilizando regresiones por cuantiles, con el fin de mitigar los efectos de los factores atípicos. Para mitigar los efectos de amplificación de las burbujas financieras y las espirales descendentes, en lugar de llevar a cabo una estimación tradicional por panel (que mezclaría variaciones entre países y a lo largo del tiempo), el método utilizado se sirve de las medias de un IDF para cada país y a lo largo de todo el periodo de la muestra, y calcula una regresión transversal para esas medias por país. Esto se convierte en la trayectoria de referencia (transversal) con la cual se puede comparar las trayectorias seguidas por países individuales o grupos de países a lo largo del tiempo. Algunas de estas comparaciones se recogen en el Capítulo 3 de este informe.
  12. El nivel de PIB per cápita en el que los servicios financieros empiezan a aparecer se mide mediante la intercepción de las trayectorias transversales con el eje horizontal. Para limitar las distorsiones de la cola inferior cuando un ajuste no lineal se impone a los datos, para estos cálculos solo se utiliza un término lineal de PIB per cápita. La convexidad se mide mediante el coeficiente del PIB per cápita cuadrático cuando los indicadores financieros son regresados contra el PIB per cápita y su cuadrado. Los efectos de escala se miden mediante el coeficiente del tamaño de población en las regresiones controladas.
  13. Ésta es, desde luego, la premisa básica de la literatura del “pecado original”, que se centra en la incapacidad de los fondos soberanos y empresas de las economías emergentes para emitir deuda a largo plazo denominada en su moneda nacional. Para un análisis relevante y sugerencias para la “redención” ver Eichengreen y Hausmann (1999), Calvo y Reinhart (2002), Eichengreen y Hausmann (2002), Eichengreen, Hausmann y Panizza (2005). El hecho de que el mejor marco institucional extranjero facilita la aplicación es un componente importante de la historia del “pecado original” (ver de la Torre y Schmukler 2004).
  14. La alta convexidad del financiamiento al por mayor y de los préstamos interbancarios pueden ser vistos como el análogo del crecimiento del rápido auge del financiamiento al por mayor y la interconectividad bancaria. Ver Shin (2010).
  15. Por lo tanto, si bien la liquidez del mercado es fundamental para el desarrollo del mercado de bonos del sector público, es mucho menos relevante para el desarrollo de mercados de bonos corporativos.
  16. El hecho de que los mercados de valores tienen una ganancia posible ilimitada también puede contribuir a explicar su temprana aparición incluso en condiciones de altas fricciones de agencia.
  17. Los rendimientos de escala anormalmente bajos (negativos) de los seguros de accidentes y riesgos reflejan el predominio de los seguros de comercio exterior en las pequeñas economías abiertas y explican la participación

- desproporcionadamente alta del total de seguros de accidente. Ver Feyen, Lester y Rocha (2011).
18. Piénsese, por ejemplo, en los casos de los servicios de tarjeta de crédito y banca electrónica. Estos servicios se encuentran actualmente en la mayoría de países desarrollados y si bien cubren una fracción más pequeña de la población adulta, su funcionalidad y calidad son comparables a las de los países desarrollados. En ambos casos, los países menos desarrollados han sido capaces de saltar etapas porque es relativamente fácil importar y adaptar la tecnología asociada y porque los servicios no dependen demasiado de las instituciones contractuales locales.
  19. De la Torre, Feyen e Ize (2011) sostienen que la calidad del entorno informacional (información crediticia) es *cóncava con respecto al ingreso pero está sujeta a efectos de escala*. Por el contrario, la calidad del entorno contractual (derechos del acreedor y de propiedad) es *convexa pero no está sujeta a efectos de escala*. Esto sugiere que las fricciones informacionales son en su mayor parte de naturaleza tecnológica. Debido a los costos físicos, son más fáciles de implementar en los países más grandes. Además son solventes con inversiones adecuadas e importaciones de productos acabados del exterior. Además una vez que las inversiones requeridas están funcionando, hay retornos decrecientes para las nuevas mejoras informacionales a medida que aumentan los niveles de desarrollo. Al contrario, las fricciones contractuales no pueden ser solucionadas mediante inversiones tecnológicas o importaciones, sino que son fundamentalmente institucionales y reflejan fricciones de acción colectiva que son más difíciles de resolver, independientemente del tamaño del país. Por su parte los beneficios de contar con mejores instituciones continúan aumentando con el nivel de desarrollo económico.
  20. Si bien el Gráfico 2.5 muestra el PIB per cápita, en lugar del tiempo, en el eje horizontal, las dos variables están muy correlacionadas porque el PIB per cápita normalmente aumenta a lo largo del tiempo. Por lo tanto, los bruscos movimientos hacia arriba y hacia abajo del crédito privado en Europa del Este y en la región de ALC que aparecen en el gráfico 2.5 se pueden interpretar fácilmente como ciclos dinámicos pronunciados.
  21. Haldane (2010a) y Turner (2010) han señalado que la explosión del financiamiento antes de la crisis en los países de altos ingresos fue precisamente producto de esa dinámica.
  22. Éste es el tema principal del Capítulo 9 de este informe.
  23. Huang y Ratnovski (2011) demuestran que el lado oscuro del financiamiento bancario al por mayor domina cuando los activos de los bancos son más de financiamiento impersonal y comercializables.
  24. Ver Aschcraft y Schuerman (2008) y Gorton y Metrick (2010).
  25. Ver Shleifer y Vishny (2011).
  26. La importancia de los cambios de ánimo para las burbujas financieras y el pánico tiene sus raíces en los espíritus animales de Keynes y en los escritos de Hyman Minsky sobre las crisis financieras (ver Minsky 1975). Más recientemente, fue popularizado por Kindleberger (1989) y Shiller (2006).
  27. Deidda y Fattouh (2002) opinan que el DF tiene un impacto positivo pero estadísticamente insignificante en el crecimiento en países con bajos niveles de desarrollo económico, y un impacto positivo y estadísticamente significativo en el crecimiento en países con altos niveles de desarrollo económico. Rioja y Valev (2004) opinan que no hay una relación estadísticamente significativa entre el financiamiento y el crecimiento cuando hay bajos niveles de DF, que hay una fuerte relación positiva en niveles intermedios de DF y que hay un efecto más débil pero todavía positivo con altos niveles de DF. Arcand, Berkes y Panizza (2011), opinan que el financiamiento en realidad comienza teniendo un efecto negativo en el aumento de la producción cuando el crédito al sector privado supera el 110% del PIB. Este resultado coincide con el de De Gregorio y Guidotti (1995), que descubrieron que en los países de altos ingresos el DF se correlacionaba positivamente con el aumento de la producción durante 1960-1985, pero que la correlación se volvía negativa en el subperiodo 1970-1985.



# El desarrollo financiero interno: ¿Dónde se encuentra ALC?

## 3

**E**ste Capítulo describe el estado del desarrollo financiero interno en ALC.<sup>1</sup> Proporciona evidencia sistemática sobre cómo ha evolucionado el sector financiero de ALC y donde se sitúa en relación con el pasado y con otras regiones. El análisis se centra en la profundización financiera y en la provisión de servicios financieros. Los aspectos relacionados con la solidez y la estabilidad –aunque claramente vinculados a la profundización financiera, como se ha analizado en el Capítulo 2– son tratados en los Capítulos 6–10 en lugar de hacerlo aquí. El estado de la globalización financiera y la inclusión financiera, dos aspectos complementarios clave del desarrollo financiero, serán abordados en los próximos dos capítulos. Las conclusiones principales son las siguientes:

- Los sistemas financieros de ALC han mejorado substancialmente a lo largo de los dos últimos decenios en maneras que coinciden con la secuencia y las trayectorias descritas en el Capítulo 2.
- Los mercados de bonos y acciones han especialmente ganado terreno, los inversores institucionales juegan actualmente un rol central, han surgido nuevos mercados e instrumentos, se han alargado los plazos de vencimientos y se ha reducido la dolarización.
- Sin embargo, aún quedan brechas importantes en el desarrollo de la región, tales como la profundidad y la eficiencia (medida a través de los márgenes de los tipos de interés) de la intermediación bancaria, la liquidez de los mercados internos de renta variable y la profundidad de los productos de seguros.
- Estas diferencias son preocupantes porque coinciden con algunos de los indicadores financieros que han demostrado ser los mejores predictores del crecimiento del producto en el futuro y porque, con la excepción de los márgenes bancarios, hay escasos indicios de una convergencia hacia sus niveles de referencia, tales como los determinados mediante el nivel de desarrollo económico de la región y sus características estructurales básicas.
- Otros aspectos preocupantes son la obstinadamente alta concentración en las emisiones y en las operaciones del mercado de bonos y acciones, y la capacidad limitada de los inversores institucionales para ampliar sus carteras más allá de aquellas inversiones más seguras y de mayor liquidez.
- También se observa una heterogeneidad sustancial en el desarrollo financiero de la

región, donde los países más pequeños y de menores ingresos que no pertenecen a ALC7 generalmente se encuentran rezagados en relación con ALC7.<sup>2</sup>

- Sin embargo, numerosos casos exitosos de desarrollo, como el del mercado de renta variable de Brasil y el mercado de bonos y la industria de rentas vitalicias de Chile, pueden ser ejemplos edificantes para otros países de la región.

El resto del Capítulo se estructura de la siguiente manera: la primera Sección presenta la metodología; la segunda Sección sintetiza las principales conclusiones; las Secciones 3, 4 y 5 se centran en los mercados bancarios, de renta fija y de renta variable, respectivamente; la sexta Sección discute mercados y productos alternativos y la séptima Sección versa sobre los nuevos actores (Cuadro 3.1).

## La metodología

El Capítulo se centra en ALC7 y, en la medida de lo posible, se incluyen comparaciones con grupos de las economías más pequeñas de ALC, a saber, los países del Caribe, América Central (incluyendo la República Dominicana), centros *offshore* (Bahamas, Barbados y Panamá) y los países de América del Sur.<sup>3</sup> Otras regiones y países emergentes, tales como Asia, China, Europa del Este e India, son utilizados como grupos de economías comparables. Los países del G-7 y otras economías desarrolladas

proporcionan puntos de referencia más amplios.<sup>4</sup>

Para echar luz acerca de cómo son intermedios los fondos y cuán ampliamente son utilizados, proporcionamos evidencias desde ambos lados del mercado de crédito y nos focalizamos tanto en los mercados como en las instituciones financieras. Investigamos también cómo ha evolucionado cualitativamente la actividad financiera (composición de monedas, plazos de vencimientos, composición de los prestatarios, etc.). Llevamos a cabo dos tipos de comparaciones entre países. La primera proporciona comparaciones de diferentes dimensiones de la actividad del mercado a lo largo del tiempo y entre regiones, escalando los indicadores de profundidad mediante el producto interior bruto (PIB) para permitir comparaciones. La segunda se basa en un ejercicio estadístico comparativo que, además del PIB, contempla un cierto número de factores exógenos al desarrollo financiero, lo cual permite una identificación sistemática de las brechas de desarrollo.<sup>5</sup> Para dar una perspectiva más completa, cuando es posible se muestran los resultados de los dos tipos de análisis.

Presentamos pruebas sobre el sector bancario, las instituciones financieras no bancarias y los mercados de capitales. El análisis de los mercados de capitales es especialmente relevante porque se pensaba que muchas de las reformas recientes aumentarían la competencia de éstos con los bancos, disminuyendo el precio del capital y acrecentando el acceso al financiamiento.

**CUADRO 3.1** Lista de países analizados por región

<b>Asia</b>	Indonesia, Malasia, Filipinas, Rep. Korea, and Tailandia
<b>Europa del Este</b>	Croacia, República Checa, Hungría, Lituania, Polonia, Federación Rusa y Turquía
<b>G7</b>	Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Reino Unido y Estados Unidos
<b>Otras economías desarrolladas</b>	Australia, Finlandia, Israel, Nueva Zelanda, Noruega, España y Suecia
<b>ALC</b>	
ALC-7	Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, y Uruguay
América del Sur	Bolivia, Ecuador, Paraguay y Venezuela
América Central	Belice, Costa Rica, República Dominicana, El Salvador, Guatemala, Honduras, y Nicaragua
El Caribe	Jamaica y Trinidad y Tobago
Centros financieros offshore	Aruba, Bahamas, Barbados, Bermuda, Islas Caimán, Antillas holandesas y Panamá

Este cuadro muestra la lista de todos los países analizados en cada región. Algunos de estos países no pueden ser usados en ciertos cuadros y gráficos debido a la no disponibilidad de datos.

Además, se esperaba que los mercados de capitales despegaran, dado que los bancos habían sido actores importantes durante más tiempo. En especial, documentamos las tendencias básicas en los mercados de bonos (corporativos y del Estado) y los mercados de renta variable. También proporcionamos información sobre el desarrollo de otros mercados e instrumentos (más nuevos y menos centrales), como los derivados, la titularización, los fondos privados de renta variable y el crédito de las cadenas minoristas. Además, documentamos la evolución de otros importantes actores financieros, tales como fondos de pensiones, fondos de inversión y empresas de seguros. Dado que las iniciativas desarrollistas cuyo objetivo era completar los sistemas financieros empezaron decididamente a comienzos de los años noventa, el estudio se centra fundamentalmente en la evolución de los mercados financieros a partir de ese período.

## Principales conclusiones

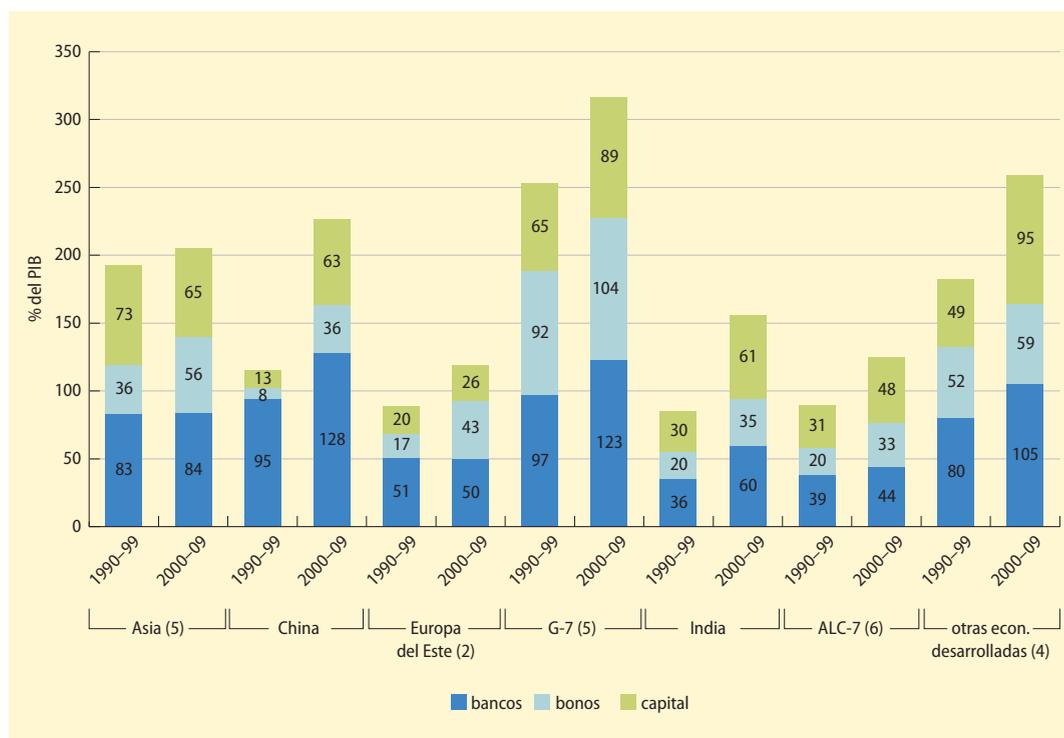
Desde muchos puntos de vista y según lo indicado por diferentes medidas estándar, los sistemas financieros de ALC se han desarrollado y profundizado a lo largo de los dos últimos decenios, en gran medida siguiendo la secuencia descrita en el Capítulo 2. Por lo tanto, su estructura general se ha vuelto más parecida a la de los países desarrollados, con los mercados de bonos y acciones ganando terreno frente al sector bancario. Al mismo tiempo, las instituciones y los mercados se han vuelto más completos y están más interconectados, a la vez que despegan nuevos mercados aunque de manera algo tímida. Los inversores institucionales no bancarios desempeñan ahora un papel mucho más importante (especialmente en los países de ALC que han introducido reformas en el sistema de pensiones al estilo chileno), y el número y la complejidad de los participantes han aumentado (incluso si no se toma en cuenta la creciente participación de los inversores extranjeros). La naturaleza del financiamiento también está cambiando en cierta medida –por ejemplo, la estructura de vencimiento de los bonos tanto privados como

públicos se ha vuelto más larga– aunque a un ritmo lento. Además, ha disminuido la dolarización de los préstamos y bonos.

A pesar de esta profundización general, los sistemas financieros de ALC muestran brechas de desarrollo importantes en diversas dimensiones. Es incluso más sorprendente que no se observe una convergencia hacia el nivel de los índices de desarrollo financiero observados en países más desarrollados o, en todo caso, hacia los niveles de referencia que se podría esperar en países con las características de ALC.<sup>6</sup> El Gráfico 3.1 presenta una visión sinóptica del tamaño total y de la composición de los sistemas financieros. Los activos financieros de ALC en relación al PIB se encontraban entre los más bajos de entre los grupos de países analizados durante el período 2000–2009.<sup>7</sup> Este pobre rendimiento es esencialmente un reflejo de activos bancarios muy limitados. Dichos activos, que representaban el 44% del PIB durante el período 2000–2009, se encuentran por debajo de los niveles constatados en cualquier otra región.

El subdesarrollo de los sistemas financieros de ALC se refleja en numerosos indicadores. En lo relativo a la banca, el crédito privado no alcanza sus niveles de referencia y, aunque hoy en menor medida que en el pasado, sucede lo mismo con los márgenes bancarios. Los mercados de bonos públicos han crecido, pero no tan rápido como en el resto del mundo. Los mercados de bonos privados han aumentado en tamaño y los mercados primarios, de alguna manera, han despegado; pero los mercados siguen siendo relativamente pequeños y faltos de liquidez. Los mercados accionarios están relativamente bien encaminados en cuanto a capitalización, pero muestran rezagos importantes en materia de liquidez. Además, siguen estando muy concentrados en un puñado de grandes empresas. El desarrollo de la industria de seguros sigue retrasado en relación con sus niveles de referencia. Si bien los inversores institucionales son grandes y sofisticados, canalizan una proporción importante de sus fondos hacia el gobierno o los bancos, en lugar de canalizarlos hacia las empresas. Por otro lado, hay una gran heterogeneidad en la región, con los países ALC7 significativamente más desarrollados que el

**GRÁFICO 3.1** Sistemas financieros nacionales



Fuente: Didier y Schmukler (2011a). Este gráfico muestra el tamaño medio y la composición de los sistemas financieros nacionales durante los años noventa y 2000. El gráfico muestra el total de créditos bancarios, la capitalización de bonos y el mercado de capitales como porcentaje del PIB. Los números entre paréntesis corresponden al número de países en cada región.

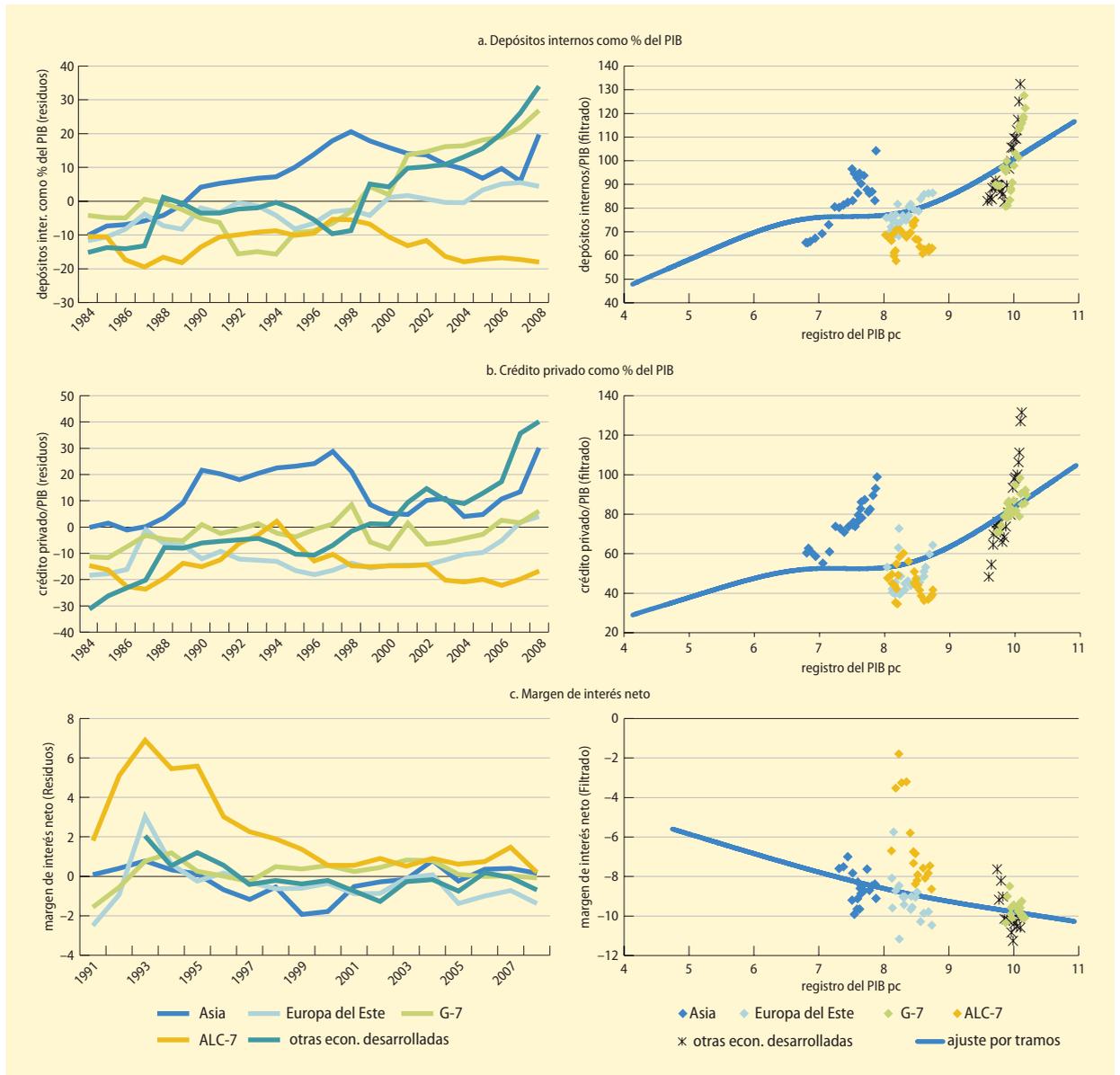
resto. También entre los países de ALC7 hay heterogeneidad. Por ejemplo, Brasil y Chile demuestran un progreso notable en sectores específicos (en el mercado de bonos y de renta variable, respectivamente) que, aunque incompletos, parecen prometedores y podrían ser utilizados como puntos de referencia ejemplares para otros países de la región. En el resto de este Capítulo, revisaremos estas tendencias más en profundidad.

### La banca

Los sistemas bancarios en ALC están rezagados con respecto a su nivel de referencia, ya sea en términos de depósitos o de créditos al sector privado, lo cual es especialmente cierto para ALC7. Las brechas son muy grandes (aproximadamente el 20% del PIB para los depósitos y 22% del PIB para el crédito) y no hay indicios de que se cierren en un futuro cercano (Gráfico 3.2 y Cuadro 3.2).

Debido en parte al rápido crecimiento del crédito personal en el último decenio, estas brechas parecen ahora estar fundamentalmente concentradas en el crédito comercial y, de manera aun más notoria, en el crédito hipotecario, el cual presenta una relevancia relativa considerablemente inferior a aquella de cualquier otra región (Gráfico 3.3a). Por otra parte, si bien los márgenes de intermediación bancaria han disminuido sustancialmente (hasta justo por debajo de un punto porcentual en la última década, comparado con más de tres puntos porcentuales durante la década anterior), siguen estando muy por encima de sus valores de referencia (Gráfico 3.2 y Cuadro 3.2). Los bancos de ALC7 también están volviéndose más concentrados, lo cual contrasta con las tendencias en otras regiones, y en los sistemas bancarios de ALC7 es donde se observa la mayor penetración de bancos extranjeros (Gráfico 3.4). Finalmente, observamos una importante

**GRÁFICO 3.2** Indicadores bancarios en relación con referencias globales



Fuente: de la Torre, Feyen e Ize (2011).

El gráfico muestra los depósitos bancarios internos como % del PIB, el crédito bancario privado como % del PIB y el margen de interés bancario en los grupos de países en relación con sus referencias globales. Los gráficos de la izquierda muestran la evolución de los residuos medianos anuales por grupos de países. Primero, se estima un modelo de regresión transversal sobre los promedios por país, según el PIB per cápita, tamaño y densidad de la población, coeficientes de dependencia por edad de jóvenes y ancianos, una variable dicotómica de centro financiero *offshore*, una variable dicotómica de país en transición y una variable dicotómica de gran exportador de petróleo. Los residuos anuales por país se derivan de las estimaciones transversales utilizadas para calcular las medianas anuales por grupos de países. Los gráficos a la derecha ilustran las medianas anuales por grupos de países de las variables filtradas en relación con el logaritmo del PIB per cápita. El filtrado consiste en eliminar de las observaciones anuales reales por país las contribuciones esperadas de todos los factores excepto el PIB per cápita, utilizando las estimaciones transversales del modelo anterior. Para dar cuenta de las no linealidades del PIB per cápita en la regresión transversal, se utiliza un enfoque de un ajuste en cuatro tramos.

**CUADRO 3.2** Modelo de referencia para los indicadores de desarrollo financiero en ALC (IDFs)

	Valores medios reales (%)		Mediana residuos modelo de regresión			
	Resto de		Resto de ALC		ALC-7	
	ALC	ALC-7	1990-99	2000-08	1990-99	2000-08
Crédito bancos privados	36.0	24.2	-3.9***	-0.8**	-13.6***	-22.5***
Demanda de los bancos sobre el sector financiero nacional	1.1	2.6	-1.3***	-0.4***	-1.1***	-0.2
Créditos bancarios al Estado	3.7	10.0	-5.2***	-5.3***	-4.3***	-1.1
Reclamaciones extranjeras bancos	8.6	2.5	-0.5	2.0	-4.4***	-5.7***
Depósitos internos bancos	37.4	25.4	-10.9***	-4.0***	-13.6***	-20.8***
Fondos no depósitos bancos	18.4	24.3	-3.1	-1.4	-5.1*	-6.5**
Margen de interés neto	4.9	4.8	0.0	1.0***	3.3***	0.9***
Ingresos sin interés/Ingresos totales	25.6	33.5	-9.4***	-4.2***	3.9	1.9**
Total activos financieros bancos/ PIB (excl. reservas)	55.5	65.5	-17.6***	-0.7	-16.7***	-19.5***
Primas seguros de vida	0.3	0.7	-0.3***	-0.3***	-0.7***	-0.4***
Primas seguros no de vida	1.3	1.1	-0.1	0.1***	-0.2***	-0.3***
Activos fondo de pensión	7.5	11.7		-4.3***		-0.7*
Activos fondos de inversión	1.1	5.9		-9.8**		-5.9
Activos empresas aseguradoras	2.1	4.0		-2.9***		-7.7***
Transacciones mercado de valores	2.3	12.6	-3.7	-10.6***	-18.4***	-28.8***
Capitalización mercado de valores	15.7	33.6	-8.5	-7.7***	-7.7	-0.6
Deuda privada nacional acciones	0.6	9.0	-10.1	-12.3	-1.6***	-3.0*
Deuda pública nacional acciones	28.5	19.7	-17.6**	0.7	-21.3***	-12.2***
Reclamaciones extranjeras bancos	17.2	24.5	-2.5**	-3.4	-4.0	0.0*
Deuda externa privada acciones	1.8	4.0	-1.6*	-2.4**	-1.9**	-2.5***
Deuda externa pública acciones	9.6	8.9	-3.0	1.3**	0.9	2.6***
Cartera bruta activos renta variable	0.2	3.1	-4.9***	-0.6***	-0.1	2.4
Cartera bruta activos de deuda	3.7	1.3	-1.0	1.2	0.1	0.0**
Cartera bruta pasivos renta variable	0.4	5.4	-2.3*	-2.2***	1.2**	1.8
Cartera bruta pasivos de deuda	9.2	12.2	16.1***	2.7	-4.9	3.2**
Capital/Activos totales	10.1	11.5	-0.2**	0.5**	0.6***	2.3***
Activos líquidos/Total activos	3.6	12.5	-4.8***	-5.9***	2.4***	5.0***
Capital regulatorio/RWA	14.1	14.4		0.1		2.0***
Capital bancario/Activos	10.0	9.8		0.7		2.2***
ROA	1.5	1.3	-0.4	0.1	0.4***	0.5**

Fuente: de la Torre, Feyen e Ize (2011) Este cuadro muestra los resultados de un modelo de referencia de indicadores de desarrollo. Presenta la media 2000-08 para todos los países ALC y la media residual de ALC para los periodos 1990-99 y 2000-08, respectivamente, derivado del modelo de regresión básico del indicador financiero de interés en: PIB per cápita (cuadrado), tamaño y densidad de la población, variable dicotómica de exportador de petróleo, coeficiente de dependencia por edad, variable dicotómica de centro financiero offshore, variable dicotómica de país en transición, y efectos fijos por año. Los asteriscos corresponden al nivel de significancia de los tests de Wilcoxon de suma de rangos de las diferencias distributivas de los residuos entre ALC y el resto del mundo. Nivel de importancia: \* = 10%; \*\* = 5%, y \*\*\* = 1%.

desdolarización de los préstamos bancarios (Gráfico 3.3b).<sup>8</sup>

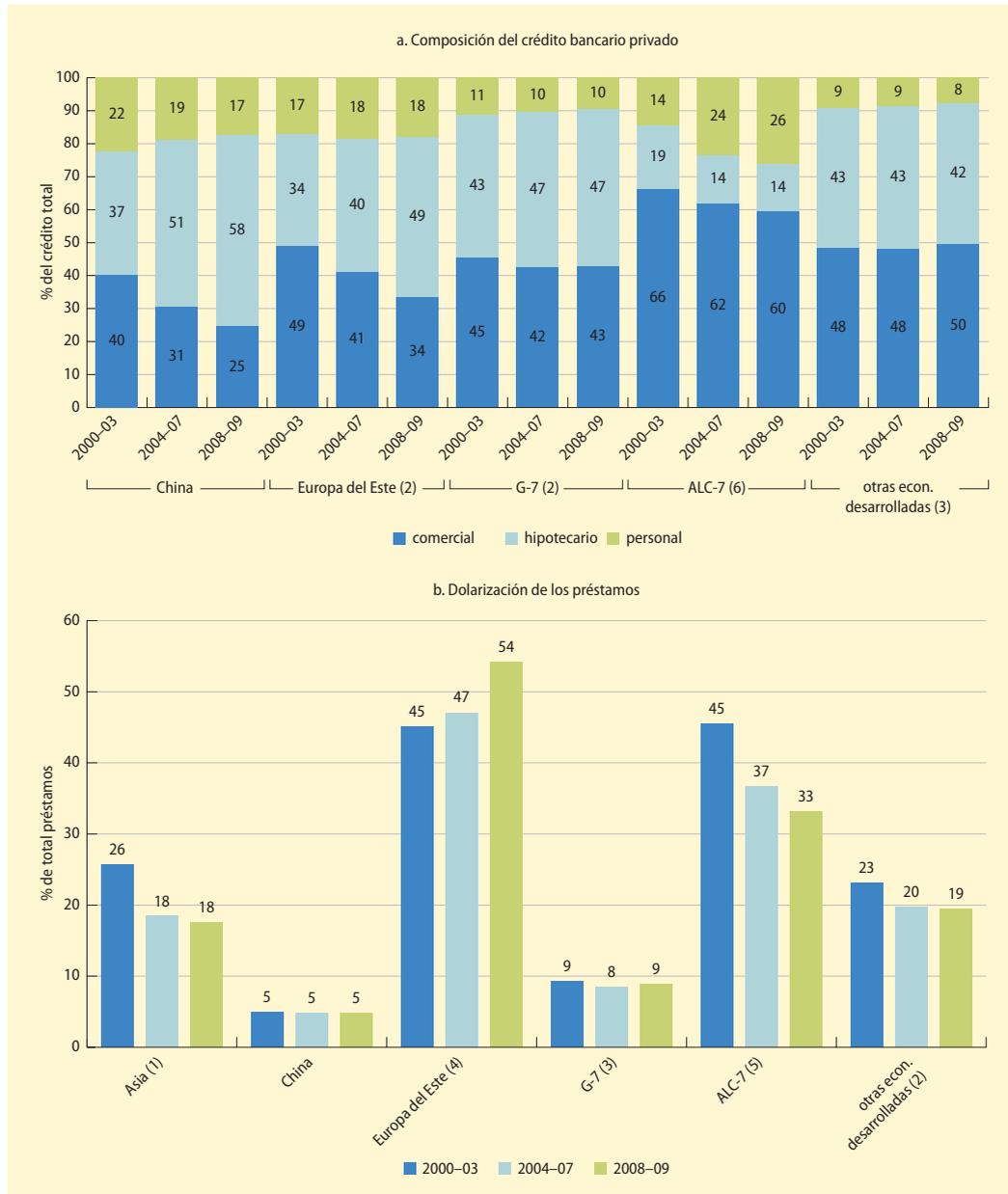
En términos intrarregionales, Chile es el único país de ALC7 que iguala su valor de referencia en lo que se refiere al crédito privado respecto al PIB. Todos los otros países de ALC7 se sitúan muy por debajo (gráfico 3.6). Cuando se compara las subregiones en ALC, los países del Caribe y América Central muestran tendencias similares a ALC7, aunque América del Sur se sitúa muy por detrás de sus vecinos. Sin embargo, los centros offshore son evidentes casos atípicos y muestran

un crecimiento notable, de casi el doble en materia de capacidad bancaria entre los años ochenta y los años 2000 (Gráfico 3.5).

### Los mercados de bonos

Si bien los mercados de bonos en ALC7 han crecido significativamente, tanto la capitalización total como el nivel anual de nuevas emisiones han seguido siendo los más bajos en 2000-2009 entre todas las economías comparables (Gráficos 3.7a y b). De hecho, los niveles de referencia estadísticos

**GRÁFICO 3.3 Crédito bancario**



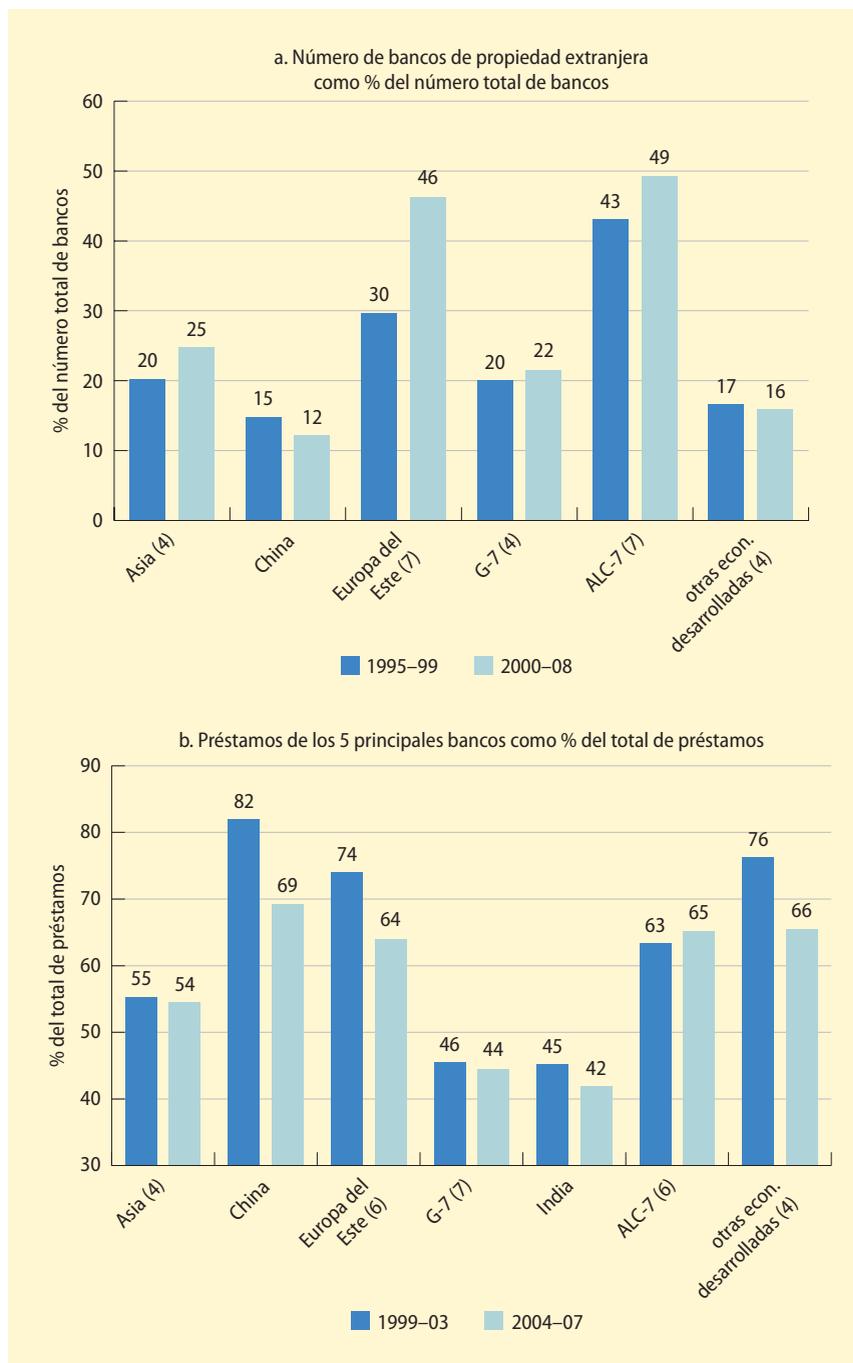
Fuente: Didier y Schmukler (2011a).

El gráfico muestra en el panel A la participación promedio del crédito comercial, hipotecario y personal como porcentaje del total de créditos bancarios. El panel B muestra el alcance de la dolarización de los préstamos bancarios. Los préstamos en divisas aparecen como el porcentaje del total de préstamos promediados entre 2000 y 2009. Los números entre paréntesis muestran el número de países en cada región.

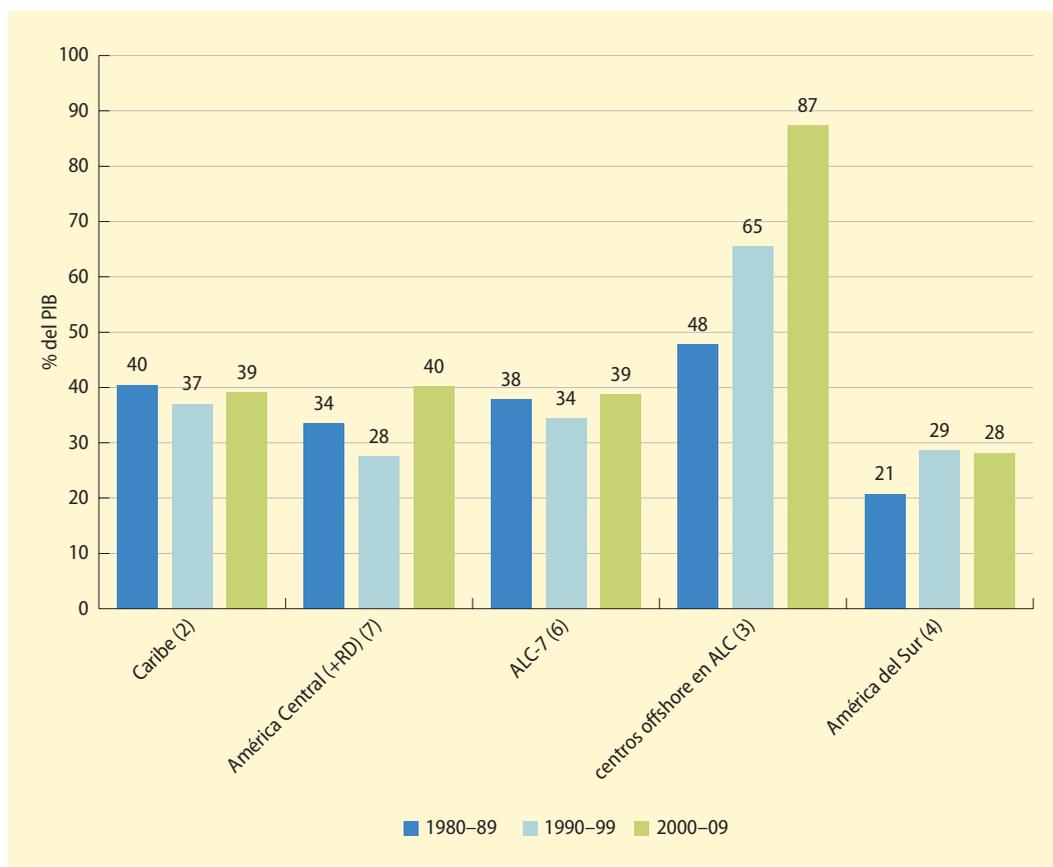
confirman que tanto el mercado de bonos públicos como privados siguen rezagados en relación a sus valores de referencia, aunque los mercados de bonos públicos han compensado una parte sustancial de la diferencia a lo largo de la última década (Cuadro 3.2).

Además, la falta de liquidez sigue siendo una preocupación clave, ya que el volumen de transacciones relativo del mercado de bonos es el más bajo de todas las economías comparables (Gráfico 3.8). Esto sugiere que los mercados primarios de bonos se han

**GRÁFICO 3.4 Propiedad extranjera y concentración de sistemas bancarios**



Fuente: Claessens y van Horen (2009) y Didier y Schmukler (2011a). El gráfico muestra la propiedad y concentración de bancos extranjeros. El Panel A muestra el número promedio de bancos de propiedad extranjera como porcentaje del número total de bancos entre 1995 y 2008. El Panel B muestra el promedio anual del total de créditos otorgados por los 5 bancos principales como porcentaje del crédito total entre 1999 y 2007.

**GRÁFICO 3.5** Total de activos bancarios como porcentaje del PIB en ALC

Fuente: Didier y Schmukler (2011a).

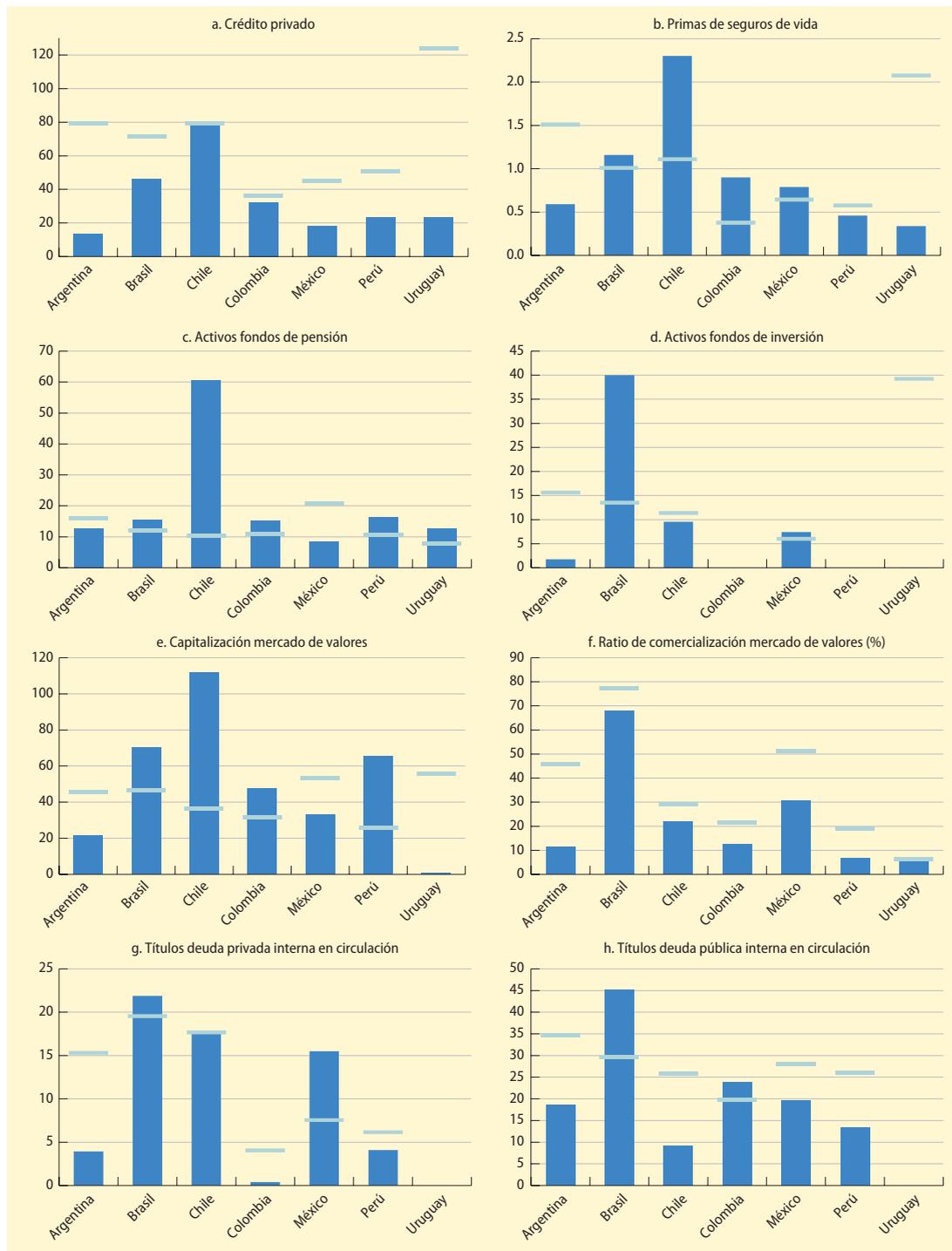
Nota: Este gráfico muestra el promedio total de créditos bancarios como porcentaje del PIB entre 1980 y 2009 en ALC. Los números entre paréntesis muestran el número de países en cada región.

desarrollado bastante más que los mercados secundarios, quizás en parte debido a que los inversores institucionales tienden a comprar y retener (ver Capítulo 6).

Por otro lado, estas tendencias más bien negativas ocultan importantes casos exitosos en algunos países. Por ejemplo, Brasil y México, y en menor medida Colombia, tienen mercados de deuda pública grandes y líquidos con curvas de rendimiento fiables que pueden ser utilizadas para fijar precios a las emisiones de renta fija privadas y para valorar portafolios, además de contribuir a desarrollar los mercados de derivados (Gráfico 3.7c). En realidad, en Brasil y Colombia la capitalización de la deuda pública interna supera sus valores de referencia (Gráfico 3.6). Además, Brasil,

México y Chile igualan o superan sus valores de referencia en lo que respecta a la capitalización de su mercado interno de bonos corporativos (Gráfico 3.6). Chile cuenta con un mercado de bonos corporativos particularmente fuerte que puede utilizarse como un importante punto de referencia para otros países de la región (ver Recuadro 3.1). Junto con la estabilidad macro y la retirada del sector público de los mercados de deuda, esto ilustra el rol de primer orden que pueden jugar los inversores institucionales en la promoción del desarrollo del mercado. El desarrollo más reciente, pero bastante rápido, del mercado de bonos corporativos en Brasil es otra experiencia regional interesante que merece la pena ser estudiada.<sup>9</sup>

**GRÁFICO 3.6** Indicadores financieros en ALC-7 en relación con su referencia



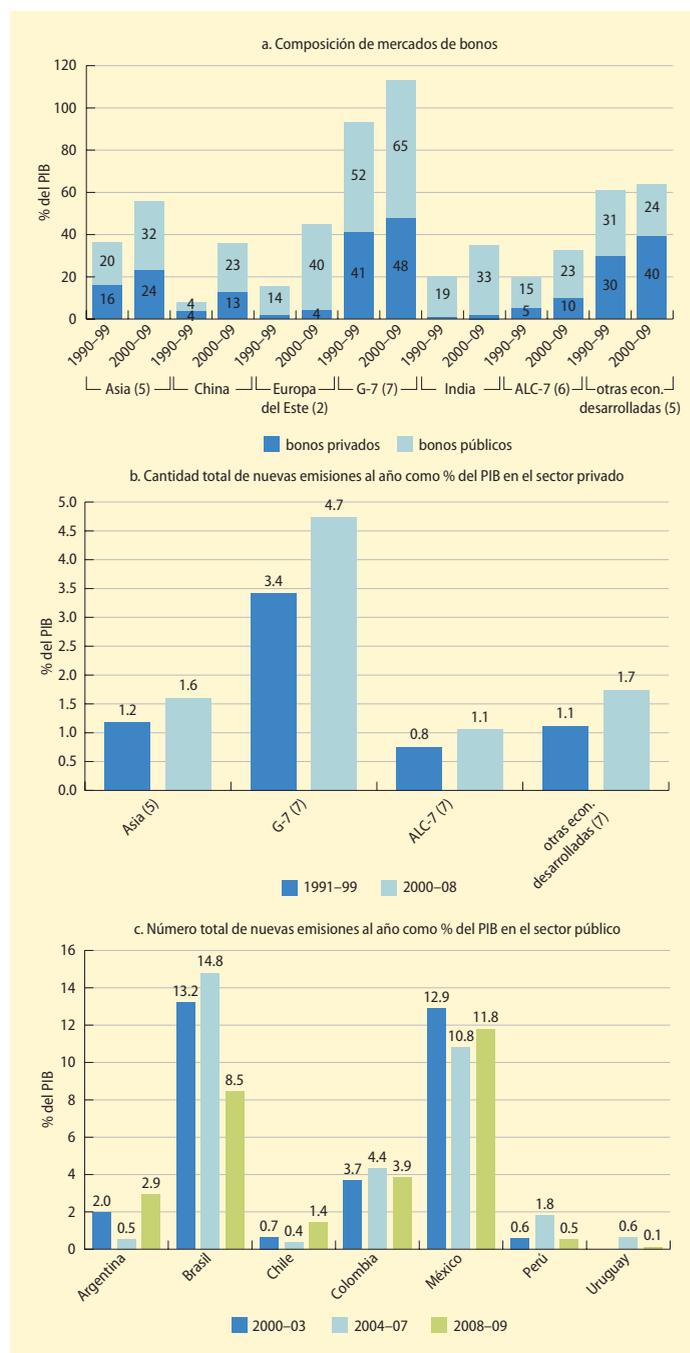
Fuente: de la Torre, Feyen, e Ize (2011). Este gráfico muestra los indicadores financieros para los países individuales de ALC-7 en relación con sus respectivas referencias (mostrado en las columnas).

Por el lado positivo, también merece la pena señalar que los perfiles de vencimiento y de moneda de los bonos en los países ALC7 han mejorado notablemente.<sup>10</sup> El plazo de vencimiento promedio de los bonos del sector privado aumentó de aproximadamente un año entre la década del noventa y la del 2000 (Gráfico 3.9a); el plazo de vencimiento de los bonos del sector público aumentó en 35 meses entre los períodos 2000–2003 y 2008–2009 (Gráfico 3.9b). Al mismo tiempo, la participación relativa de los bonos nacionales (corporativos y del Estado) denominados en (o vinculados a) monedas extranjeras disminuyó significativamente, de 33% durante los años noventa a aproximadamente 25% en la década de 2000 para el caso de los bonos corporativos (Gráfico 3.10).

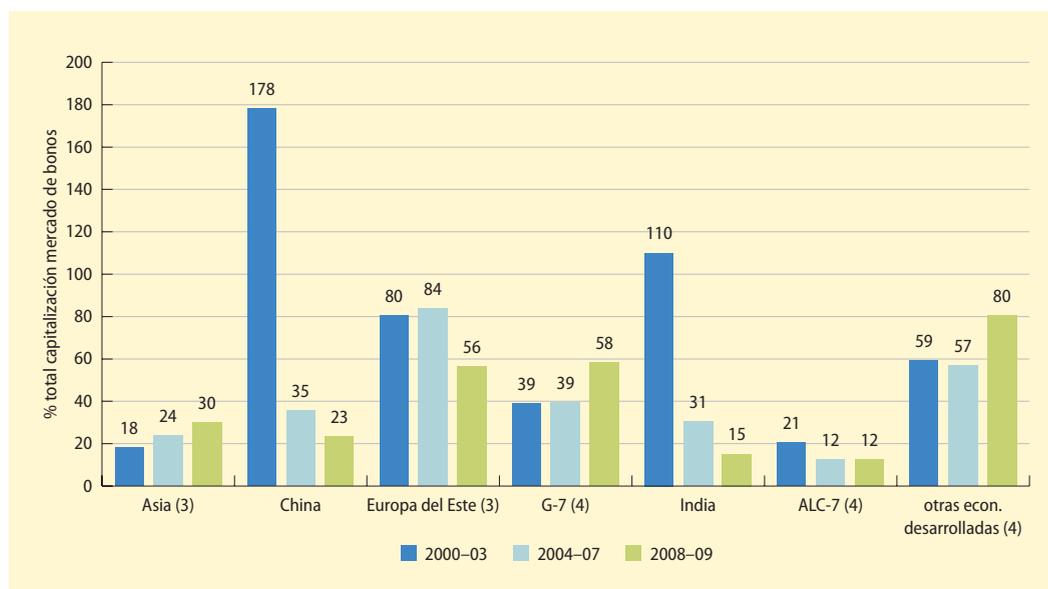
### Los mercados de renta variable

La capitalización del mercado de renta variable en ALC7, como en la mayoría de los mercados emergentes, ha crecido rápidamente durante la última década (Gráfico 3.11a). El ejercicio estadístico de referencia (Cuadro 3.2) confirma que el grupo ALC7 va bien encaminado en lo relativo a la capitalización del mercado de renta variable (al contrario, el resto de ALC se sitúa por detrás de sus valores de referencia). Sin embargo, después de ajustar por los cambios en el precio de las acciones, se observa una expansión mucho más modesta (Gráfico 3.11b). De acuerdo con el hecho de que el aumento en la capitalización del mercado se explique sobre todo por el efecto precio, se ha observado una disminución de la actividad de captación de capitales, lo cual señala un rol de menor importancia del financiamiento mediante renta variable. Las emisiones de renta variable disminuyeron en aproximadamente 70% entre los decenios de 1990 y 2000 (Gráfico 3.12a). El panorama empeora aun más cuando se observa el volumen de transacciones relativo interno, donde los países ALC7 muestran un retraso notable en relación a los valores de referencias globales (unos 29 puntos porcentuales), retraso que aumenta a lo largo del tiempo (Gráfico 3.13 y Cuadro 3.2).

GRÁFICO 3.7 Mercados de bonos primarios



Fuente: Didier y Schmukler (2011a). El panel A muestra el tamaño medio de los bonos privados y públicos en circulación en los mercados internos como porcentaje del PIB entre 1990 y 2009. Los bonos internos se definen como los emitidos por residentes en moneda nacional y dirigidos a los inversores residentes. Los paneles B y C muestran el promedio anual de la cantidad captada en los mercados de bonos internos como porcentaje del PIB. El panel B muestra datos del sector privado entre 1991 y 2008, mientras que el panel C muestra datos del sector público entre 2000 y 2009 para los países de ALC-7. Los números entre paréntesis muestran el número de países en cada región.

**GRÁFICO 3.8** Volumen de negocios del mercado de bonos interno

Fuente: Didier y Schmukler (2011a).

El gráfico muestra el promedio de comercialización del mercado de bonos como porcentaje del total de capitalización del mercado de bonos entre 2000 y 2009. Los datos de la comercialización comprenden bonos privados internos, bonos públicos internos y bonos extranjeros comercializados en las bolsas locales. Los números entre paréntesis muestran el número de países en cada región.

En general, esto sugiere la idea algo inquietante de que cuanto más se han desarrollado los mercados de renta variable de ALC7, más ha disminuido su liquidez.<sup>13</sup> Si bien la brecha en volúmenes de negociación relativa es algo menos severo en el resto de ALC que en ALC7, la misma historia se encuentra en el resto de ALC.

El acceso a los mercados de renta variable también sigue siendo limitado y se concentra en unas pocas empresas. El número de empresas listadas en los mercados de ALC7 es pequeño y ha disminuido a lo largo de la última década (Gráfico 3.12b). El número de empresas que recurren al financiamiento accionario regularmente también es comparativamente pequeño, y solo ocho empresas emitieron acciones en promedio cada año durante los años 2000 (Gráfico 3.12c).<sup>14</sup> Además, no sólo pocas empresas acceden a los mercados de renta variable regularmente, sino que también el grueso del financiamiento accionario se concentra en pocas emisiones. De hecho, la participación de las cinco principales emisiones ha aumentado de 78% a 92% entre los años noventa y los años 2000

(Gráfico 3.14a). Por último, las transacciones en los mercados de renta variable también están sumamente concentradas, donde las cinco empresas principales captan alrededor del 60% de las transacciones (Gráfico 3.14b). Una vez más, también hay una gran heterogeneidad en toda la región, donde los países no pertenecientes a ALC7 tienen normalmente mercados diminutos y faltos de liquidez –con menos de 50 empresas listadas en promedio y con niveles de negociación relativos por debajo del 5% del PIB (Gráfico 3.15). En suma, los mercados de renta variable en la región siguen siendo, en términos generales, pequeños, faltos de liquidez y altamente concentrados.

Dicho esto, no todo el panorama es tan negro. Dentro de ALC, en los países del Caribe y en los centros *offshore* se observan capitalizaciones de mercado considerablemente más grandes y de más rápido crecimiento (Gráfico 3.16). En ALC7, en términos de capitalización del mercado de renta variable, Chile se destaca con claridad, seguido de Perú y Brasil (Gráfico 3.6). En términos de volumen de transacciones relativo doméstico,

### RECUADRO 3.1 El mercado de bonos en Chile

La capitalización del mercado de bonos corporativos en Chile aumentó del 13% del PIB durante los años noventa a 21% en los años 2000. Además, como reflejo de la consolidación fiscal, los bonos del sector privado representan una participación creciente del total de los bonos en circulación (más del 65% en los años 2000). Los mercados primarios de bonos corporativos son sumamente activos, con nuevas emisiones que alcanzan el 3,4% del PIB anualmente. Por otro lado, está aumentando el uso de bonos corporativos. En los años noventa, un promedio de 15 empresas emitían bonos en los mercados nacionales cada año; durante los años 2000, este número aumentó a 63. También el nivel de concentración preocupa menos que en otros países de ALC. Los fondos captados por las cinco emisiones principales durante los años 2000 fueron de aproximadamente 30%, lo cual es comparable con los países del G-7 (33%). Además, las empresas han sido más capaces de explotar el financiamiento a largo plazo, con un vencimiento promedio al momento de emisión de 15,2 años, significativamente mayor que otros países de ALC7 o que los países desarrollados (con un vencimiento medio de 6,8 y de alrededor de 10 años, respectivamente).<sup>11</sup> Estos vencimientos largos están normalmente vinculados a bonos indexados de alto grado de inversión. Sin embargo, la liquidez en los mercados secundarios sigue siendo limitada.

Estos desarrollos deben ser entendidos en el contexto de un fuerte desarrollo de los inversores institucionales, sobre todo fondos de pensiones y empresas de seguros y, en menor grado, fondos de inversión. Estos inversores, especialmente los fondos de pensiones, representan una demanda estable de bonos corporativos debido a su tamaño (aproximadamente del 65% del PIB para los fondos de pensiones y 20% para las empresas de seguros en 2010). Por ejemplo,

los fondos de pensiones poseían alrededor del 50% de los bonos en 2010, y las empresas de seguros poseían otro 32%. De cualquier manera, dado que se trata de actores tan importantes, su conducta de inversión está estrechamente vinculada al desarrollo del mercado de bonos corporativos. Por ejemplo, su gran tamaño normalmente los lleva a invertir grandes cantidades, lo cual limita la demanda potencial en las emisiones más pequeñas.<sup>12</sup> Además, los inversores institucionales chilenos normalmente se inclinan por estrategias de comprar y retener, y guardan los bonos en sus carteras hasta el vencimiento, como se señala en Opazo, Raddatz y Schmukler (2009) y Raddatz y Schmukler (2008), lo cual contribuye a explicar la baja liquidez de los mercados secundarios de bonos corporativos. Además, las actuales restricciones regulatorias a las inversiones en fondos de pensiones limitan su exposición a emisiones que tengan grado de inversión, lo cual contribuye a explicar la baja proporción de bonos corporativos de alto grado en circulación. El largo vencimiento de los bonos corporativos también se puede asociar con la estructura de vencimiento de los pasivos de las empresas de seguros, que les permite llevar a cabo inversiones de largo plazo. La naturaleza de sus pasivos, mayoritariamente indexados por la inflación, también implica una significativa demanda de los bonos vinculados a la inflación.

Los cambios regulatorios que se dieron a comienzos de los años 2000 también han contribuido a estos desarrollos. Las reformas del mercado de capitales, en particular, dotaron a los fondos de pensiones y a las empresas de seguros de más flexibilidad en sus inversiones. Es probable que la consolidación de los marcos macroeconómicos y financieros también haya jugado un rol importante. Sin embargo, aún quedan retos importantes, entre ellos la necesidad de ampliar el acceso de las empresas más pequeñas.

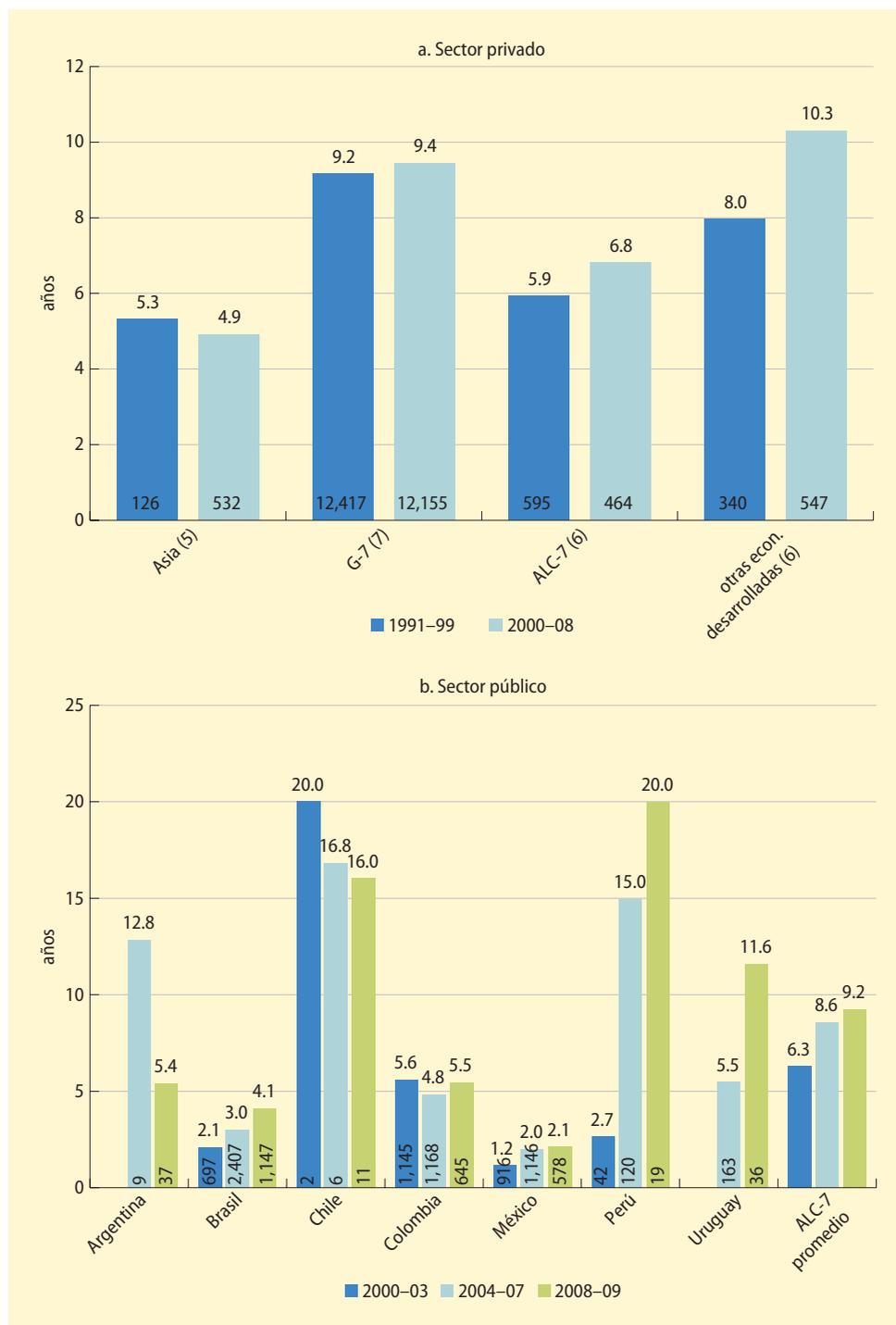
con la excepción de Uruguay (que muestra un nivel igual a su nivel de referencia), todos los países de ALC7 se sitúan por debajo de sus niveles de referencia. En ese grupo, Brasil es el país que más se acerca a éste. Este éxito relativo merece ser señalado (ver Recuadro 3.2). Este hecho puede que refleje, además de una mejor gobernanza (potenciada por el Novo Mercado), el gran tamaño y diversidad del

sector corporativo privado y el gran tamaño de la industria de fondos de inversión.

### Los nuevos actores

Desde la perspectiva del ahorrador, los sistemas financieros de ALC también se han vuelto más complejos. Mientras que en el pasado los bancos capturaban la mayor

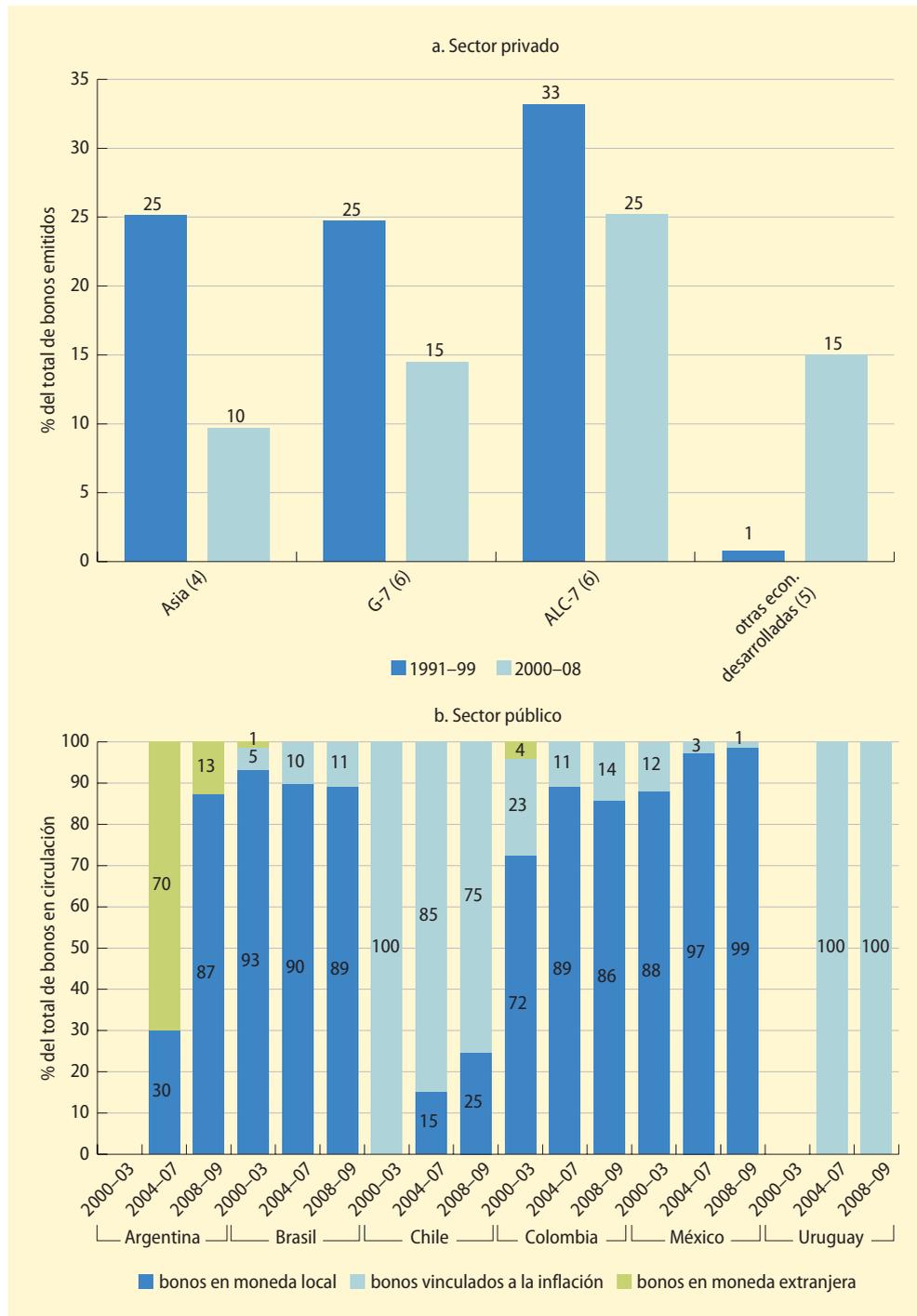
**GRÁFICO 3.9 Plazo de vencimiento promedio de bonos en fecha de emisión en mercados locales**



Fuente: Didier y Schmukler (2011a).

El gráfico muestra el plazo de vencimiento promedio ponderado de las emisiones de bonos al año en los mercados internos, expresados en años. El panel A muestra datos del sector privado para el periodo 1991-2008, y el panel B muestra datos para el sector público para 2000-2009. Los números en la base de las columnas representan el número total de emisiones a lo largo del periodo.

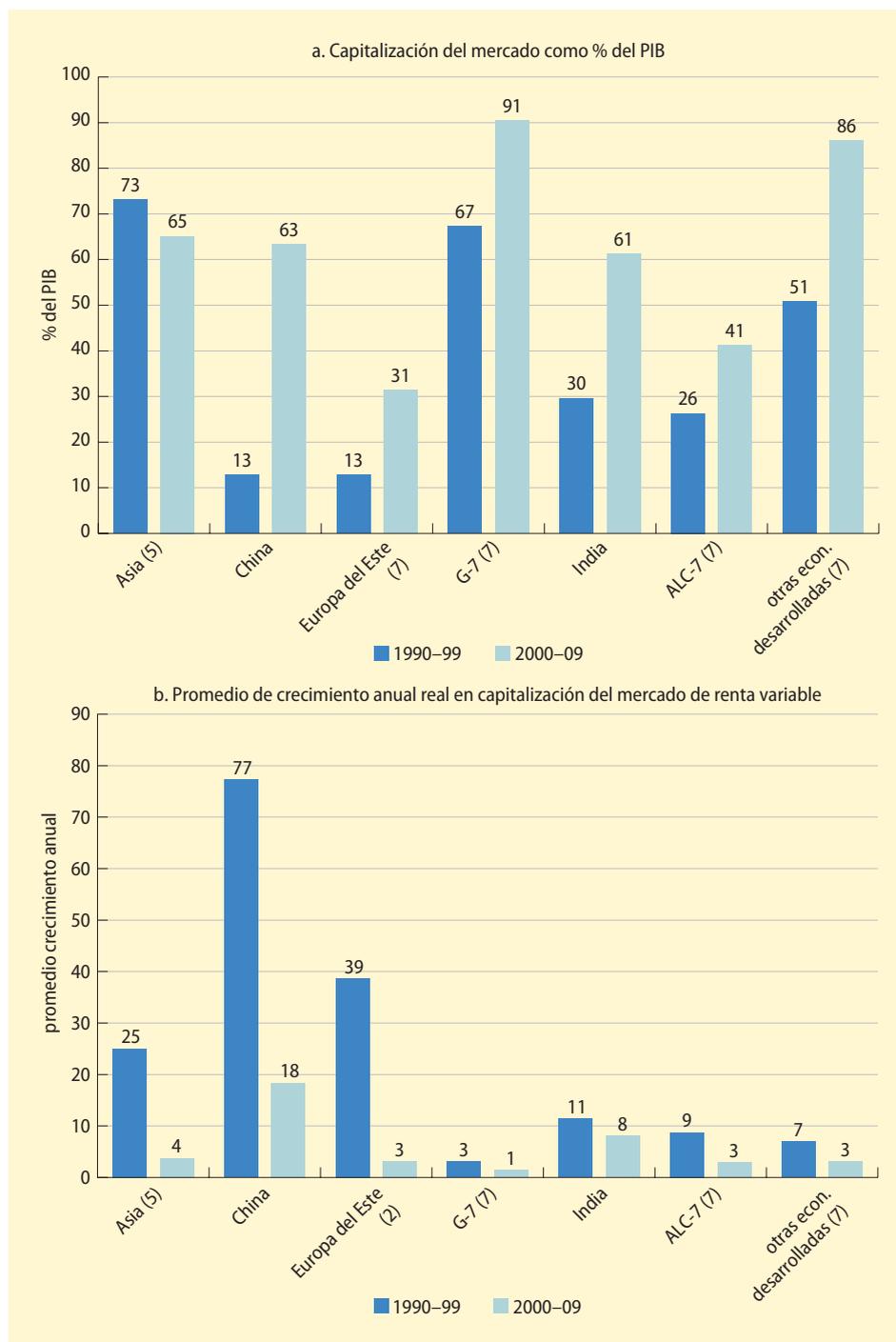
**GRÁFICO 3.10 Composición de las monedas de los bonos en fecha de emisión en mercados locales**



Fuente: Didier y Schmukler (2011a).

El gráfico muestra la composición de monedas de los bonos privados y públicos internos en fecha de emisión. El panel A muestra el promedio de bonos en moneda extranjera como porcentaje del total de bonos emitidos por el sector privado en los mercados internos por año entre 1991 y 2008. El panel B muestra la composición de los bonos públicos internos emitidos como promedio al año (entre bonos en moneda local, en divisas y vinculados a la inflación) para el periodo 2000 y 2009. Los números entre paréntesis muestran el número de países en cada región.

**GRÁFICO 3.11** Tamaño del mercado de renta variable



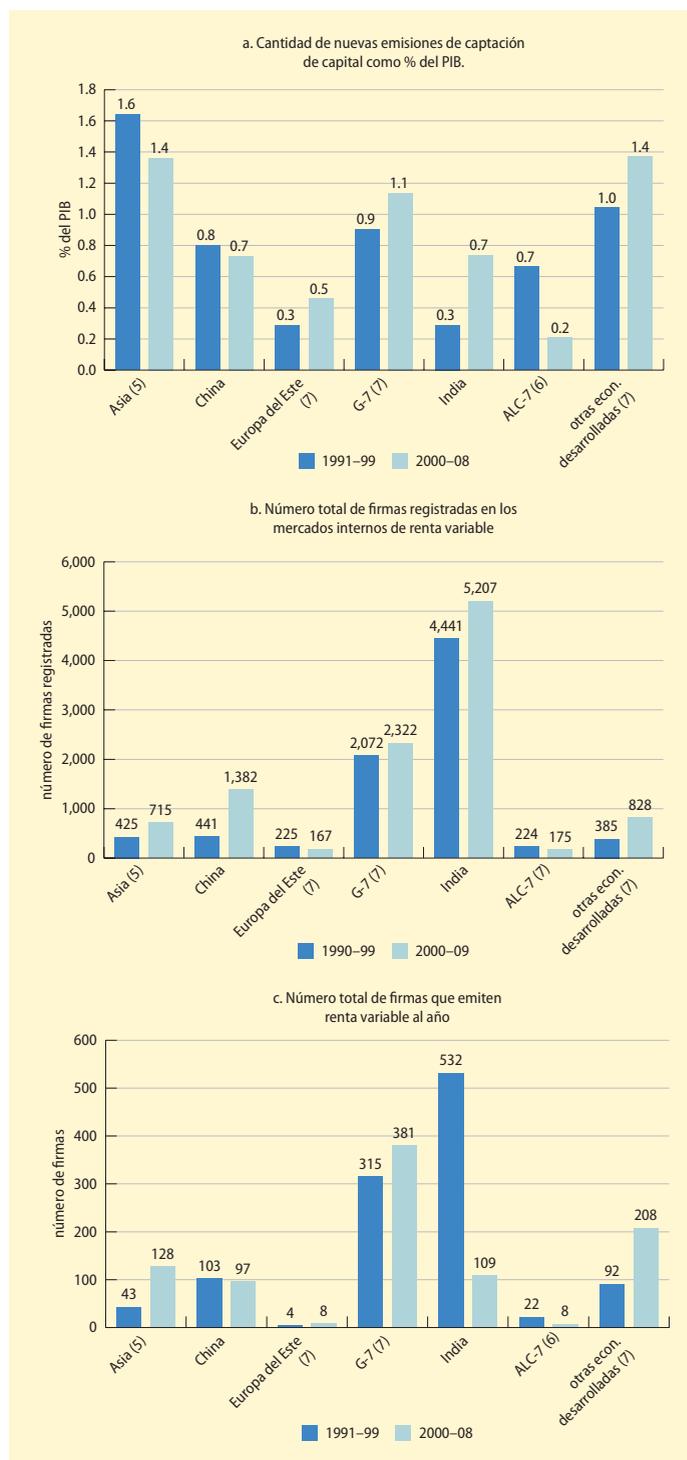
Fuente: Didier y Schmukler (2011a).

El gráfico muestra en el panel A el promedio de capitalización del mercado de renta variable interna como porcentaje del PIB entre 1990 y 2009. El panel B muestra el promedio de crecimiento anual en capitalización del mercado de renta variable interna entre 1990 y 2009. La capitalización del mercado se mide en US\$ y está deflactada por los índices de la bolsa local para medir el crecimiento real. Los números entre paréntesis muestran el número de países en cada región.

parte de la intermediación entre prestatarios y prestamistas, ahora hay una gran diversidad de actores con un conjunto más amplio de instituciones intermediarias de los ahorros, que proporcionan créditos a lo largo de toda la economía y ofrecen una amplia variedad de productos. De hecho, en algunos países emergentes, los inversores institucionales se han vuelto más importantes que los bancos. Debido a las constantes inyecciones que reciben de los inversores subyacentes, los fondos de pensiones, los fondos de inversión y las empresas de seguros representan una demanda estable para los activos financieros nacionales y tienen así un importante rol potencial que jugar en el desarrollo de los mercados de capitales locales. Sin embargo, como se sostiene más abajo, a ALC todavía le queda un largo camino por recorrer en términos de la sofisticación de sus inversores institucionales, ya que la mayoría de los ahorros siguen siendo canalizados hacia depósitos bancarios y bonos del gobierno.

Los activos de los fondos de pensiones representan 20% del PIB en los países ALC7, donde los fondos de inversión y las empresas de seguros representan 10% y 6% del PIB, respectivamente (Gráfico 3.17). En términos generales, comparados con sus valores de referencia estadísticos, los fondos de inversión y los activos de los fondos de inversión y fondos de pensiones privados en los países ALC7 siguen bien encaminados. Sin embargo, los activos de las empresas de seguros se encuentran rezagados (en aproximadamente 8% del PIB) y lo mismo ocurre con las primas de las empresas de seguros de vida y otros seguros (Cuadro 3.2). En ALC, los retrasos parecen ser más importantes, donde tanto los fondos de pensiones como los fondos de inversión se encuentran rezagados. Sin embargo, hay una considerable heterogeneidad en los países ALC7 (y, en líneas generales, en ALC), lo cual refleja en parte las diferencias entre países en materia de entorno institucional y regulatorio. Chile tiene el sistema de fondos de pensiones más desarrollado (llegando al 70% del PIB) mientras que Brasil tiene la industria de fondos de inversión más grande (hasta el 42%

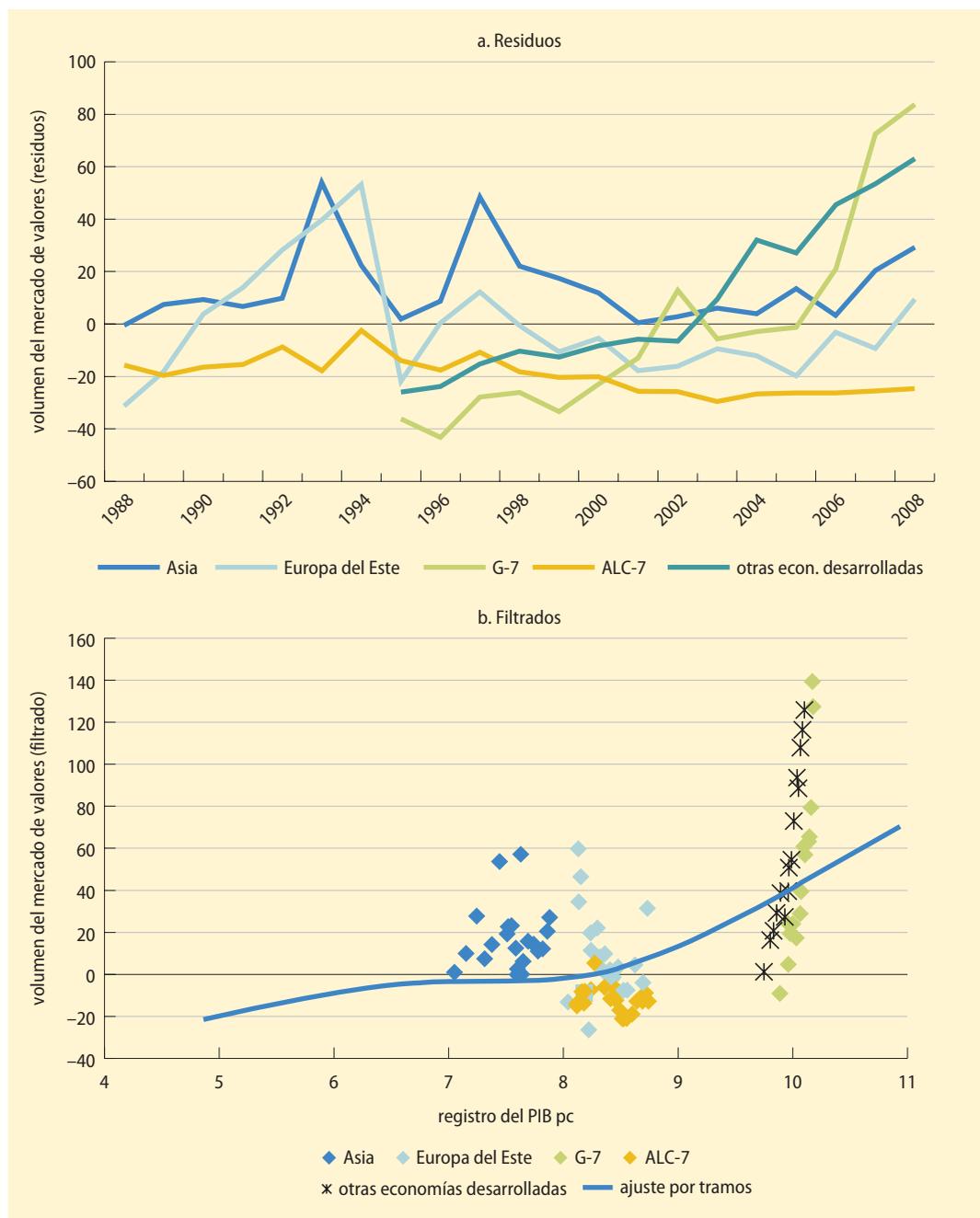
GRÁFICO 3.12 Mercados de renta variable



Fuente: Didier y Schmukler (2011a).

El panel A muestra la cantidad promedio de emisiones de captación de capital de renta variable como porcentaje del PIB entre 1991 y 2008. El panel B muestra el número promedio de firmas registradas entre 1990 y 2009. El panel C muestra el número total de firmas que emiten renta variable entre 1990 y 2009. Los números entre paréntesis muestran el número de países en cada región.

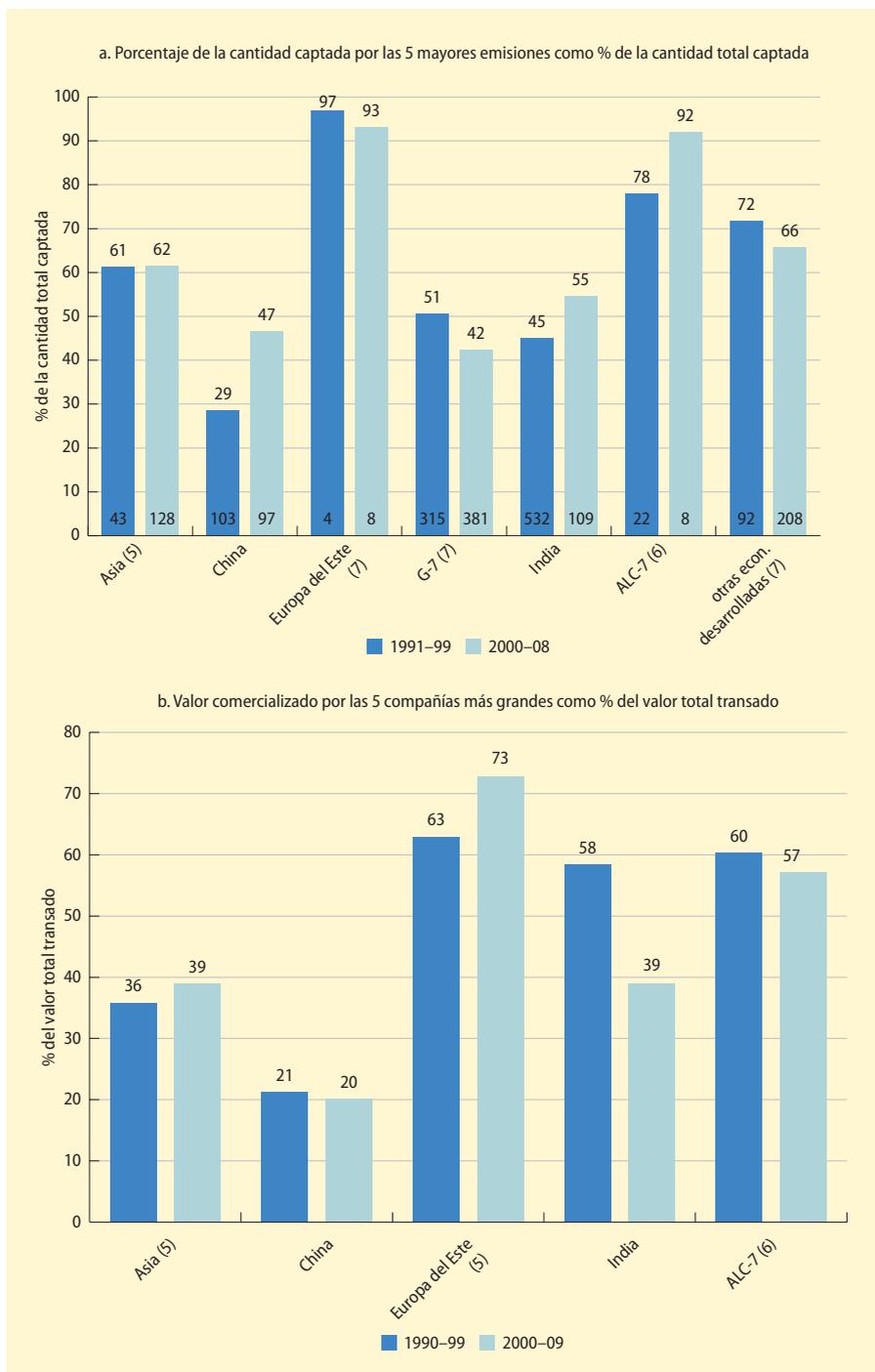
**GRÁFICO 3.13** Volumen de negocios del mercado de valores en relación con las referencias globales



Fuente: de la Torre, Feyen, e Ize (2011).

El gráfico muestra el volumen de negocios del mercado de valores entre grupos de países en relación con sus referencias globales. El gráfico de la izquierda muestra la evolución de las medianas de los residuos anuales por grupo de países. Primero, se estima un modelo de regresión transversal en promedios por país, controlando el PIB per cápita, tamaño y densidad de la población, coeficientes de dependencia por edad de jóvenes y ancianos, una variable dicotómica de centro financiero *offshore*, una variable dicotómica de país en transición, y una variable dicotómica de gran exportador de petróleo. Los residuos anuales por país se derivan de las estimaciones transversales usadas para calcular las medianas anuales de los grupos de países. El gráfico de la derecha muestra las medianas anuales de grupos de países de la variable filtrada en relación con el logaritmo del PIB per cápita. El filtrado consiste en eliminar de las observaciones anuales reales por país las contribuciones esperadas de todos los factores excepto el PIB per cápita, utilizando las estimaciones transversales del modelo de más arriba. Para dar cuenta de las no linealidades del PIB per cápita en la regresión transversal, se utilizó un enfoque de ajuste en cuatro tramos.

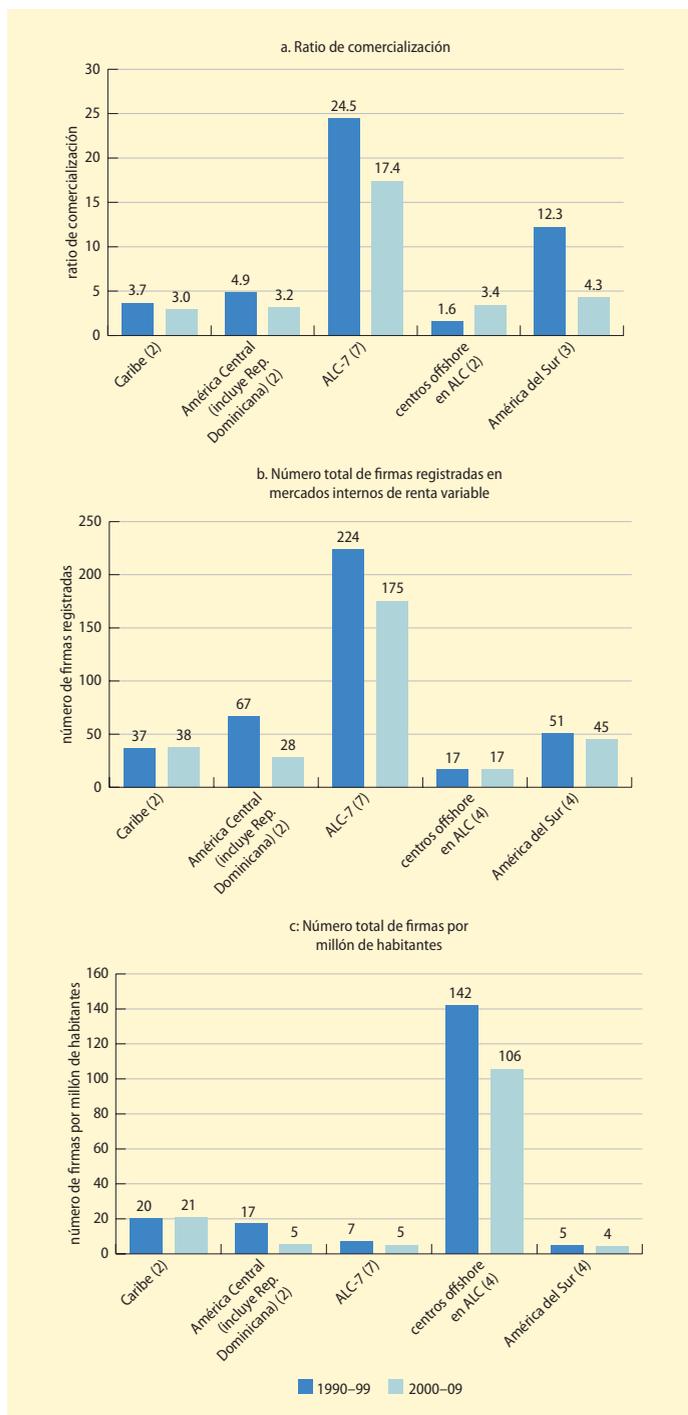
**GRÁFICO 3.14 La concentración en los mercados de renta variable**



Fuente: Didier y Schmukler (2011a).

El gráfico muestra la concentración de la actividad en el mercado de renta variable. El panel A muestra la cantidad promedio captada al año por las cinco principales emisiones como porcentaje del total de emisiones entre 1991 y 2008. Los números en la base de las columnas representan el número promedio de emisiones al año. El panel B muestra el porcentaje promedio del valor comercializado por las 5 compañías más grandes como porcentaje del valor total comercializado al año entre 1990 y 2009. Los números entre paréntesis muestran el número de países en cada región.

**GRÁFICO 3.15 En ALC: Actividad comercial y número de firmas registradas en mercados internos de renta variable**



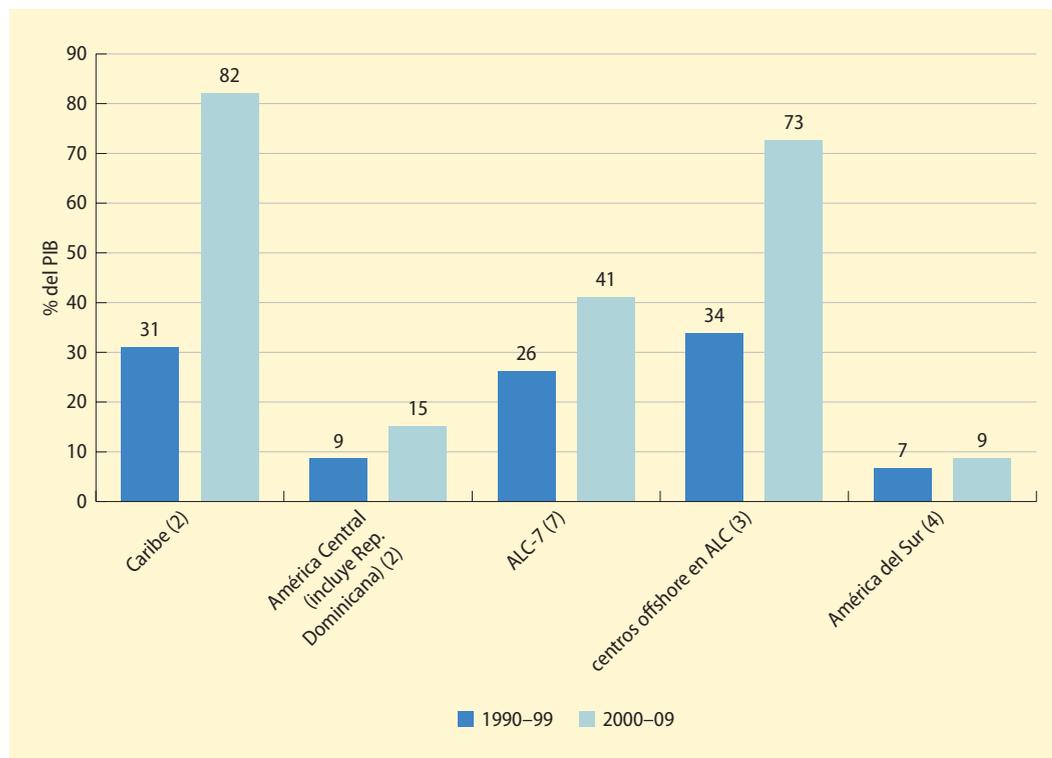
Fuente: Didier y Schmukler (2011a).

El panel A muestra el ratio de comercialización promedio en ALC, definido como el valor total comercializado al año en los mercados internos sobre el total de capitalización del mercado entre 1990 y 2009. Los paneles B y C muestran, respectivamente, el número promedio de firmas registradas y expresado por millón de habitantes en ALC entre 1990 y 2009. Los números entre paréntesis muestran el número de países en cada región.

del PIB). Cuando se examina el rendimiento en relación con los niveles de referencia, Chile es claramente la estrella en lo que se refiere a los fondos de pensiones y a las empresas de seguros, y Brasil en lo referente a los fondos de inversión (Gráfico 3.6). De hecho, Brasil es el único país de ALC donde el tamaño de la industria de fondos de inversión es muy grande y supera a su referencia por un amplio margen.

Sorprendentemente, no obstante, los inversores institucionales concentran una parte importante de sus activos en instrumentos de renta fija, como los bonos públicos y los depósitos, limitando así su rol en el desarrollo de los mercados corporativos de bonos y acciones. En particular, los fondos de pensiones en los países ALC7 invirtieron un promedio de 32% de sus carteras en bonos públicos en 2009, comparado con 40% en Europa del Este, 37% en el Asia emergente, y solo 16% en los países del G-7 (Gráfico 3.18a). Aun así, la concentración de las carteras de los fondos de pensiones en depósitos y bonos del Estado ha disminuido lentamente. También hay una heterogeneidad importante en todos los países de ALC7. En algunos de estos los fondos de pensiones han invertido de manera significativa en títulos del Estado (por ejemplo, Argentina, México y Uruguay) mientras que en otros los fondos de pensiones tienen una mayor participación de depósitos en sus carteras (por ejemplo, Chile y Perú) (Gráfico 3.18c). Al mismo tiempo, la participación de los valores y títulos extranjeros ha ido aumentando lentamente (Gráfico 3.18b).<sup>17</sup>

En las carteras de los fondos de inversión se observan patrones similares. Éstos invierten, en promedio, una parte importante de sus carteras en bonos del Estado e instrumentos del mercado monetario. Sin embargo, al igual que los fondos de pensiones, los fondos de inversión han ido variando progresivamente sus carteras hacia inversiones en renta variable (Gráfico 3.19). En Brasil, por ejemplo, la participación de los bonos públicos disminuyó de 73% a 48% entre 2003-2004 y 2005-2009. En Chile, esta fracción disminuyó de 14% a 6%. Sin embargo, los depósitos bancarios siguieron

**GRÁFICO 3.16** Capitalización del mercado de renta variable como porcentaje del PIB en ALC

Fuente: Didier y Schmukler (2011a).

El gráfico muestra la capitalización del mercado de renta variable como porcentaje del PIB entre 1990 y 2009 en ALC. Los números entre paréntesis muestran el número de países en cada región.

representando una participación sustancial (63%) de su cartera.

Como se verá más en profundidad en el Capítulo 8, estas tendencias señalan que la contribución de los inversores institucionales al desarrollo de los mercados locales quizá no ha sido tan importante como se podría haber esperado. Sin embargo, los casos relativamente más exitosos de Brasil y Chile merecen especial atención. Se requiere una investigación más exhaustiva para medir los efectos que los fondos de inversión brasileños puedan haber tenido en el desarrollo de Novo Mercado y los fondos de pensiones chilenos en el desarrollo de los mercados primarios de bonos corporativos.

Finalmente, los fondos de inversión en capital privado y capital de riesgo (PEVC – *Private equity and venture capital*) también se están convirtiendo en actores importantes en

ALC. Estos fondos son especialmente importantes para financiar a las PyMEs. Debido a la escasez de datos disponibles, solo podemos tener un atisbo de su importancia relativa. No es sorprendente que los fondos PEVC sigan siendo relativamente subdesarrollados en las economías emergentes, especialmente en ALC. Los fondos de capital privados captaron un promedio de US\$4.900 millones por año en ALC, comparados con casi US\$46.000 millones en Asia.<sup>18</sup> Los fondos de capital de riesgo son incluso menos representativos, con un total de US\$ 12.000 millones al año captados en promedio fuera de Estados Unidos y Europa. Sin embargo, aunque pequeños, los fondos PEVC han crecido rápidamente, sobre todo en ALC: en la primera mitad de los años 2000 los fondos PEVC captaron un promedio de US\$1.200 millones en ALC, y en la segunda mitad del decenio, captaron

### RECUADRO 3.2 El mercado de renta variable en Brasil

El mercado de renta variable en Brasil ha atravesado importantes cambios a lo largo de la última década, particularmente introduciendo evidentes mejoras en términos de gobernanza corporativa. En diciembre de 2000, la bolsa de valores de Sao Paulo (Bovespa) creó tres nuevos segmentos de cotización relacionados a la gobernanza corporativa a través de los cuales los emisores podían adoptar voluntariamente prácticas de gobernanza corporativa más allá de las requeridas por la Ley corporativa de Brasil y, en términos más generales, por la regulación del mercado de capitales. Los segmentos de cotización del Bovespa ahora incluyen el tradicional, Nivel 1, Nivel 2 y Novo Mercado. Cada uno de estos segmentos de mercado requiere normas progresivamente más estrictas de gobernanza corporativa.<sup>15</sup> El principal objetivo de la creación de estos segmentos, y especialmente de Novo Mercado, era revertir el debilitamiento de los mercados de renta variable en Brasil que se había observado a finales de los años noventa mediante la promoción de buenas prácticas de gobernanza corporativa tales como el reporte, la transparencia y la rendición de cuentas.<sup>16</sup> De hecho, los mercados de renta variable

se han vuelto más líquidos y menos concentrados, y hay más empresas que emiten acciones. Estas tendencias señalan que el perfeccionamiento en gobernanza y en protección de los inversores bien puede haber dado sus frutos.

A pesar de un tímido comienzo, debido fundamentalmente a diversos eventos adversos externos, el Novo Mercado despegó hacia mediados de los años 2000 y el número de empresas listadas en estos nuevos segmentos de gobernanza corporativa del Bovespa ha aumentado sostenidamente a lo largo del tiempo. La creación del Novo Mercado también ha sido bien recibida por los inversores extranjeros. Durante 2004–2006 la participación extranjera en los segmentos de gobernanza corporativa captó, en promedio, el 70% de las ofertas de acciones. Santana (2008) sostiene que el Novo Mercado ha permitido a las empresas brasileñas, y particularmente a las nuevas empresas, acceder al capital extranjero sin tener que estar listado en bolsas de valores internacionales. Por ejemplo, entre los 27 IPOs entre 2004 y la primera mitad de 2006 en el Bovespa, solo dos empresas aparecían listadas simultáneamente en la Bolsa de Valores de Nueva York.

US\$7.700 millones. El crecimiento sostenido requerirá una regulación adecuada y normas de reporte rigurosas. Esto último se percibe como un tema especialmente relevante en ALC, ya que el acceso a información precisa y objetiva en el caso de las empresas privadas no es fácil. En este contexto, las diligencias debidas *ex ante*, los análisis de valuación y el monitoreo comercial *ex post*, clave para esta industria, pueden ser más bien difíciles.

#### Los mercados y productos alternativos

Siguiendo la tendencia global, los países de ALC han visto el desarrollo de formas menos tradicionales de financiamiento. En esta sección, pasaremos revista brevemente

a algunos de los más importantes: los derivados, el factoraje, las cooperativas y las cooperativas de crédito, el financiamiento por cadenas comerciales minoristas, los fondos cotizados en bolsa y la titularización. Estos demuestran que la actividad financiera se está volviendo más compleja y que los mercados tradicionales captan hoy en día sólo una parte del financiamiento. Desafortunadamente, el alcance de este análisis está limitado por la disponibilidad de los datos.

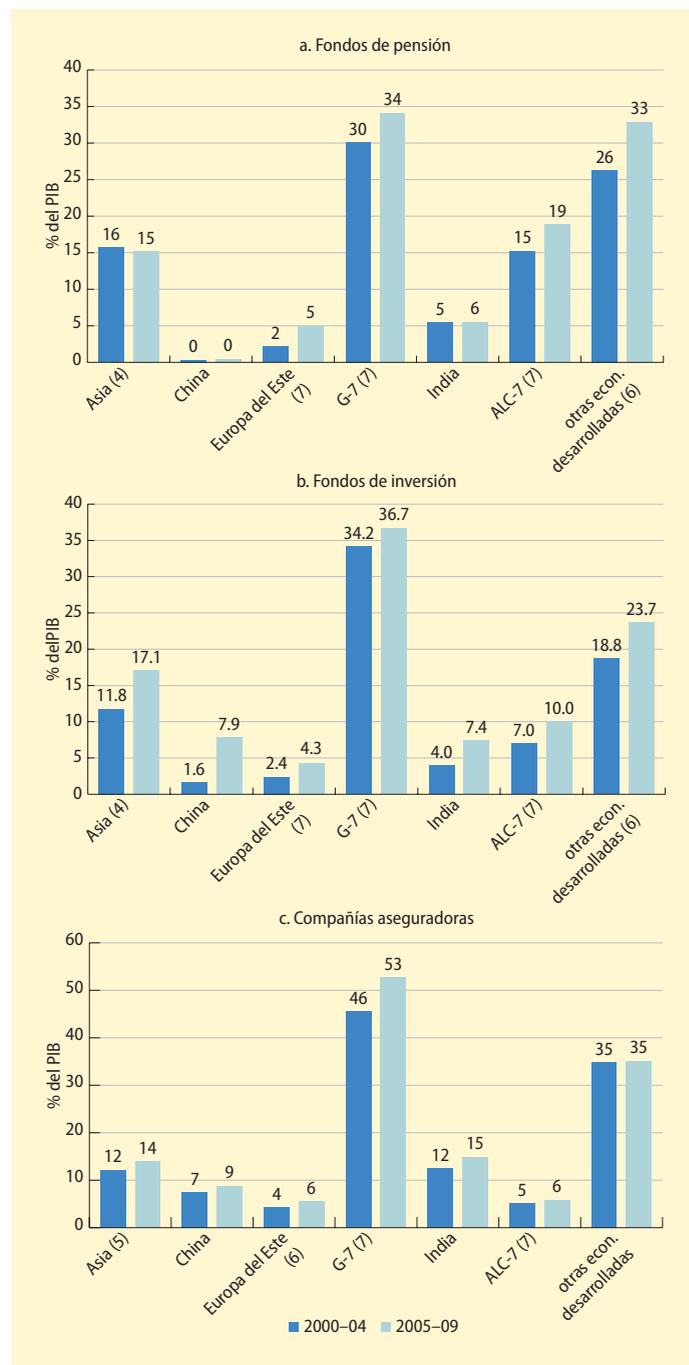
Mientras que el volumen de transacciones de derivados de tipo de cambio ha aumentado en dólares, en realidad ha permanecido estable como porcentaje del PIB en la mayoría de los países desde finales de los años noventa. Por otro lado, el volumen de transacciones en contratos de tasa de interés se duplicó como

porcentaje del PIB en los años 2000, en comparación con los años noventa, en la mayoría de las regiones emergentes, con una tasa de crecimiento de 213% para los países ALC7 (Gráficos 3.20a y b). Sin embargo, los mercados de derivados son en general relativamente ilíquidos, con un volumen de transacciones agregada que representa sólo una pequeña fracción del volumen de transacciones en los países desarrollados. Así, el volumen de transacciones relativa en contratos de tipo de cambio es de alrededor de un 1,1% del PIB en ALC, comparado con 7,3% del PIB en los países del G-7. Además, la transacción de contratos de tipo de cambio ocurre casi exclusivamente (98%) en dólares.

El factoraje es otro ejemplo de una industria en rápida expansión.<sup>19</sup> Esta expansión ha ocurrido mayormente en las economías emergentes, incluidos los países de ALC7 donde el factoraje representó el 2,6% del PIB en 2008–2009 (Gráfico 3.20c). Chile y México son ejemplos de un desarrollo particularmente rápido. En estos países, las facturas pueden ser transadas en mercados tradicionales o en mercados online. El factoraje en Chile es uno de los más voluminosos entre las economías emergentes, con un volumen acumulado de 12.000 millones de euros en 2009 (10,7% del PIB) y unos 14.000 usuarios.<sup>20</sup> El mercado de factoraje en México también es importante, con un volumen total de la industria estimado en casi €11.000 millones en 2007 (casi 2% del PIB). En 2011 el banco mexicano de desarrollo NAFIN (Nacional Financiera) creó un mercado *online* para los servicios de factoraje llamado Cadenas Productivas, que está demostrando tener bastante éxito.<sup>21</sup> Este programa de factoraje inverso es relativamente grande, y ha otorgado US\$11.800 millones de financiamiento en 2008, lo cual representa una parte importante del mercado de factoraje en México.<sup>22</sup>

El crédito de las cadenas comerciales minoristas (fundamentalmente grandes tiendas) es otro caso interesante de competencia con los bancos. Está aumentando rápidamente en ALC, y Chile es un ejemplo particularmente notable. En años recientes, las grandes tiendas más importantes se han convertido en

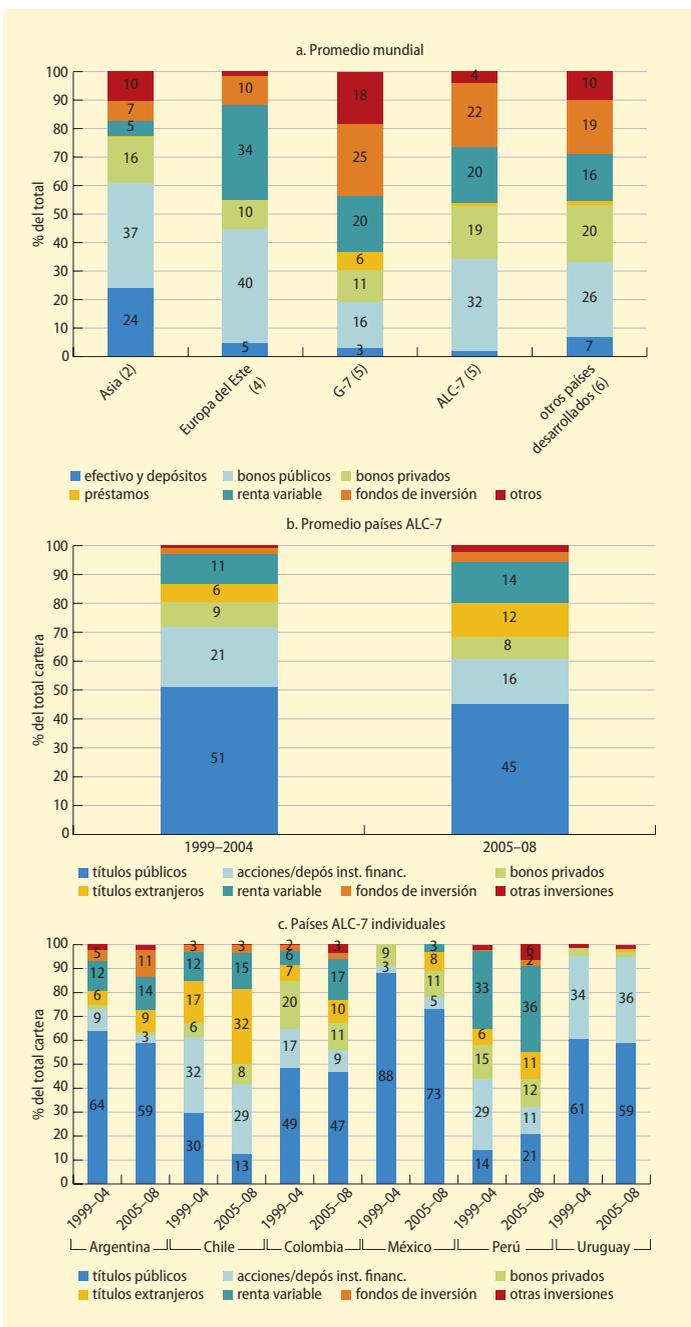
**GRÁFICO 3.17 Activos de los fondos de pensión, fondos de inversión y compañías aseguradoras**



Fuente: Didier y Schmukler (2011a).

El gráfico muestra el total de activos de los inversores institucionales, a saber, fondos de pensión (Panel A), fondos de inversión (Panel B), y compañías aseguradoras (Panel C). El panel A muestra el promedio de activos de los fondos de pensión como porcentaje del PIB entre 2000 y 2009. El panel B muestra el promedio de activos de los fondos de inversión como porcentaje del PIB entre 2000 y 2009. El panel C muestra el promedio de activos de las compañías aseguradoras como porcentaje del PIB entre 2000 y 2009. Los números entre paréntesis muestran el número de países en cada región.

**GRÁFICO 3.18 Composición de las carteras de fondos de pensión**



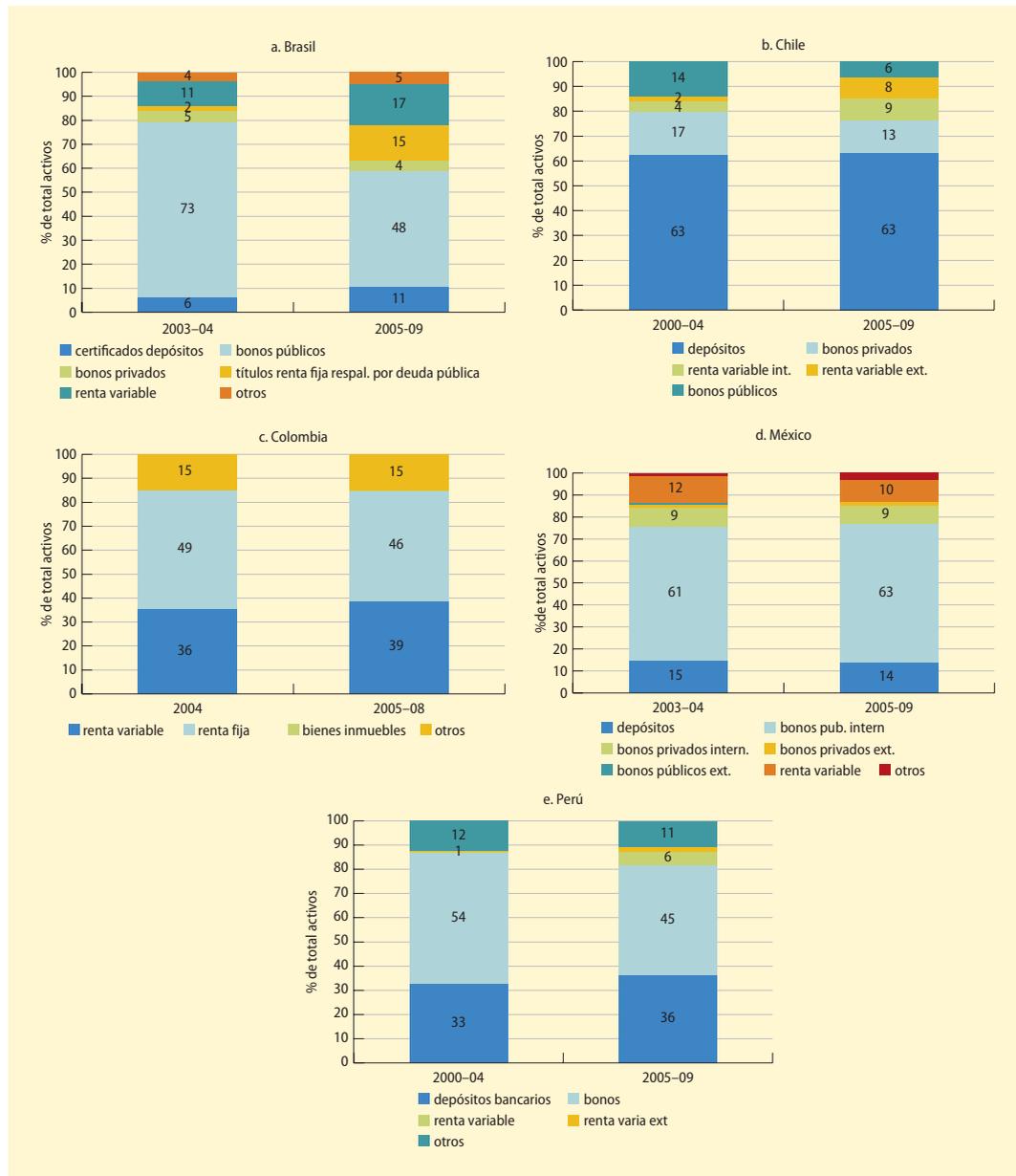
Fuente: Didier y Schmukler (2011a). El gráfico muestra en el panel A la composición más reciente de cartera de fondos de pensión para la información más reciente disponible, en su mayoría, 2009. El panel B muestra la composición promedio de las inversiones en fondos de pensión como porcentaje del total de cartera entre 1999 y 2008 para los países de ALC-7, excluyendo a Brasil, y el panel C muestra los datos de los países individuales.

proveedores no desdeñables de crédito a los hogares. Aunque los bancos siguen siendo la principal fuente de financiamiento para los hogares chilenos, representando el 68% del total de las deudas financieras de los hogares, el crédito de las cadenas comerciales minoristas a hogares representa el 11% del total de la deuda financiera de los hogares, el 17% del total de la deuda de consumo, y el 35% de la deuda no bancaria (Gráfico 3.21b).<sup>23</sup> El modelo ha tenido tanto éxito que las cadenas chilenas lo están exportando a otros países en ALC. Las cooperativas financieras y las cooperativas de crédito presentan otra alternativa al financiamiento bancario.<sup>24</sup> Sin embargo, los préstamos de estas instituciones normalmente representan solo una pequeña fracción del total. En los países ALC7 son incluso más pequeñas que en otras economías emergentes, y representan solo el 0.7% del PIB, comparado con el 2% en Asia y 1,7% en India (Gráfico 3.21a).

Otro producto que actualmente experimenta un rápido desarrollo son los fondos cotizados en bolsa (ETF –*Exchange-traded funds*). Los ETFs son carteras negociables compuestas no solo de acciones sino también de materias primas y bonos. Facilitan la diversificación de las carteras, poseen rasgos similares a las acciones (como la transparencia y la fijación frecuente de precios así como la facilidad de comercialización), y tienen bajos costos de transacción. Los ETFs han crecido considerablemente en países desarrollados y emergentes por igual a lo largo de los últimos años. En ALC, estos productos han crecido en países como México. Los ETFs también están ganando terreno en los mercados secundarios, con una participación creciente del comercio total en los mercados bursátiles (Gráfico 3.21c).

Por último, la titularización también ha aumentado. El financiamiento estructurado creció muy rápido en los países desarrollados a lo largo de la última década, y Estados Unidos ha sido el principal mercado.<sup>25</sup> Sin embargo, la crisis financiera global de 2008 propinó un golpe al financiamiento estructurado y la emisión neta mundial cayó de US\$2 billones en 2007 a menos de US\$400.000

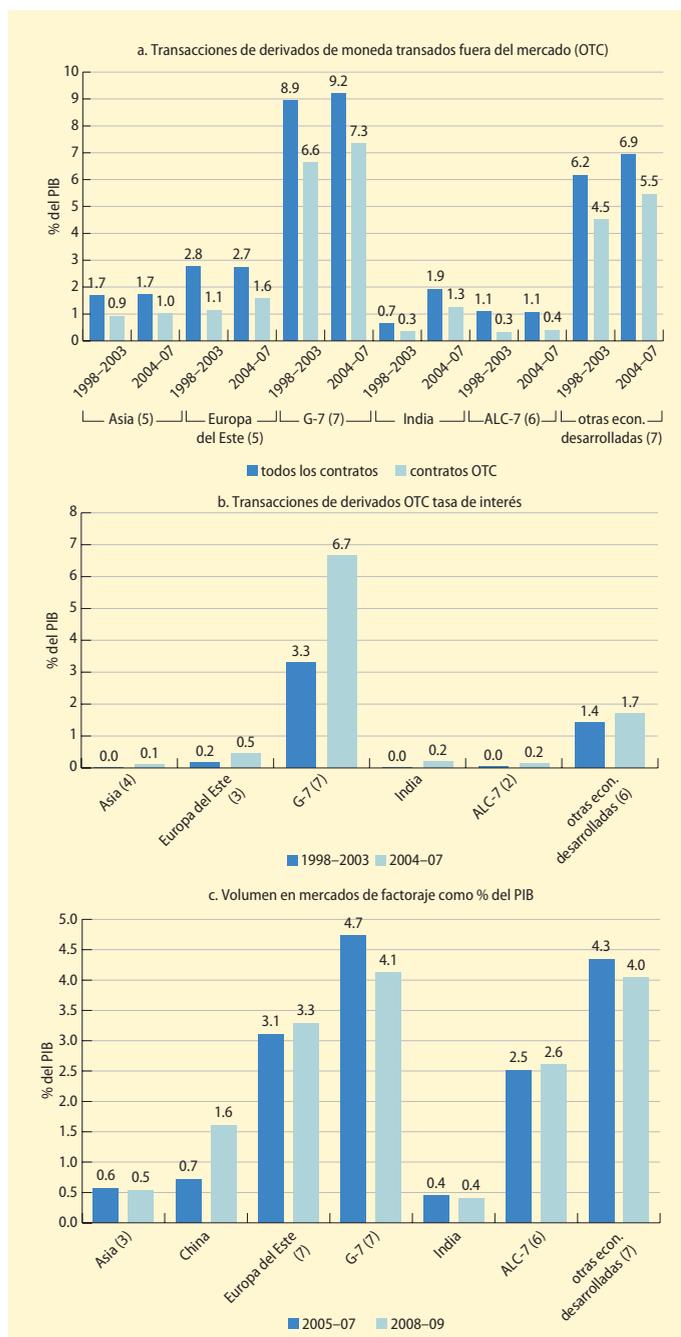
**GRÁFICO 3.19 Valores en cartera fondos de inversión**



Fuente: Didier y Schmukler (2011a).

El gráfico muestra la composición de las carteras de fondos de inversión en los países ALC-5. Para Perú, se considera los "fondos mutuos" y "fondos de inversiones". Renta variable incluye "acciones de capital" y "acciones de inversión" para los "fondos mutuos", mientras que en el caso de fondos de inversión, la renta variable se compone de "acciones de capital", "fondos de inversión", y "otras participaciones" hasta 2002, y "derechos de participación patrimonial" a partir de 2004. En el caso de Colombia, los "fondos vigilados" y los "fondos controlados" se registran en cuadros diferentes para 2002. Los promedios para el periodo se calculan utilizando promedios simples.

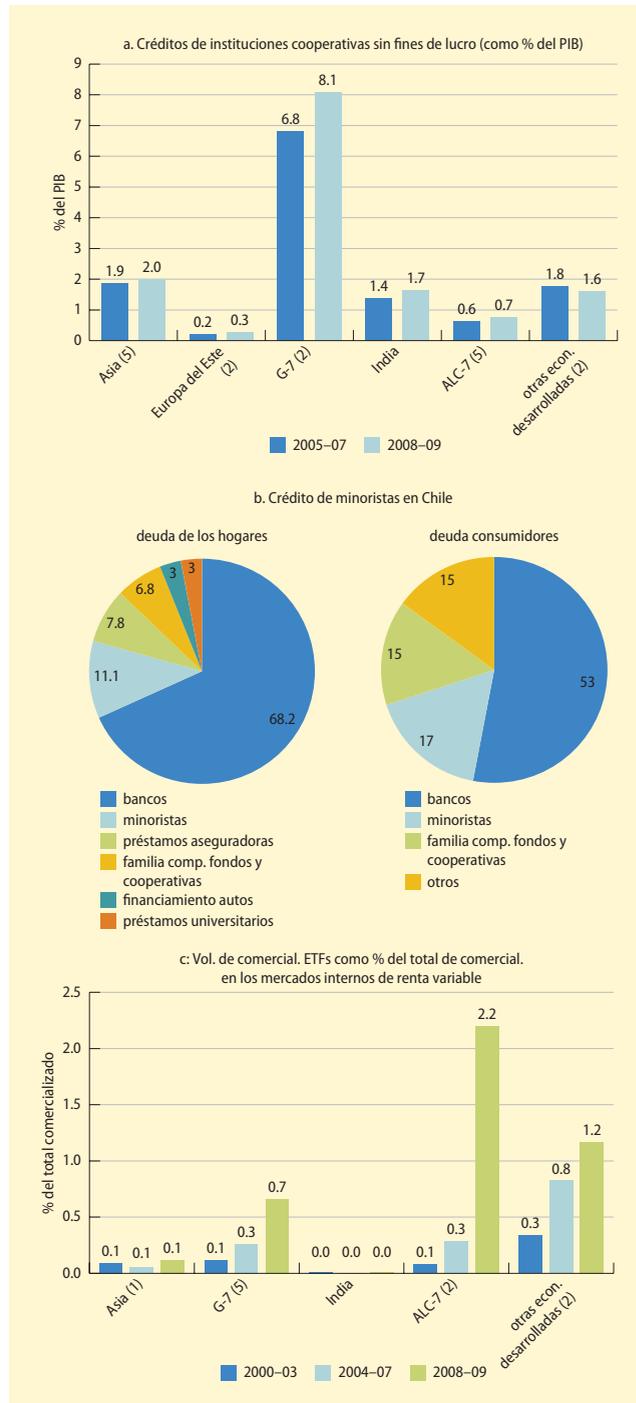
**GRÁFICO 3.20 Derivados y mercados de factoraje**



Fuente: Didier y Schmukler (2011a).

El panel A muestra el promedio anual de transacciones de derivados de moneda como porcentaje del PIB entre 1998 y 2007. El panel B muestra el promedio anual de volumen de derivados de las tasas de interés OTC como porcentaje del PIB entre 1998 y 2007. El panel C muestra el volumen promedio anual como porcentaje del PIB en los mercados de factoraje entre 2005 y 2009. Los números entre paréntesis muestran el número de países en cada región.

**GRÁFICO 3.21 Cooperativas financieras, cooperativas de ahorro y crédito y fondos cotizados en bolsa (ETFs)**



Fuente: Didier y Schmukler (2011a).

El panel A muestra el promedio del crédito proveniente de cooperativas sin fines de lucro como porcentaje del PIB entre 2005 y 2009. El panel B muestra el crédito de los minoristas en Chile en diciembre de 2008. El panel C muestra el valor promedio de comercialización de ETF al año como porcentaje del total de comercialización en el mercado interno de renta variable entre 2000 y 2009. El porcentaje en cada país también se registra en la parte superior de las columnas. Los números entre paréntesis muestran el número de países en cada región.

millones.<sup>26</sup> Desde entonces, ha ido lentamente recuperándose hasta alcanzar casi US\$750.000 millones en 2010 (aún muy por debajo de los niveles anteriores a la crisis). En todo ALC, la actividad de titularización del mercado primario ha aumentado a lo largo de la última década. Por lo tanto, los instrumentos titulizados han dado muestras de una creciente profundidad en diferentes tipos de activos, sobre todo en Brasil y México. Las emisiones brutas para los países de ALC en su conjunto aumentaron de US\$2.000 millones en 2000 a US\$24.400 millones en 2010, con México y Brasil como los emisores más importantes. A pesar de que algunas emisiones fueron internacionales – normalmente entre US\$2.000 millones y US\$4.000 millones a lo largo de los últimos cinco años y fundamentalmente en futuros– las emisiones domésticas representaron la participación más grande del mercado. Además, la titularización también se ha generalizado a un conjunto más amplio de tipos de activos, tales como préstamos para la adquisición de coches nuevos y usados, crédito al consumo, créditos sobre tarjetas de crédito, alquiler de equipos e hipotecas. Esta ampliación en las clases de activos es especialmente notable en Brasil y México.

## Notas

1. Este Capítulo se basa en gran medida en los trabajos “Financial Development in Latin America: Stylized Facts and the Road Ahead”, de Tatiana Didier y Sergio Schmukler, y “Financial Development: Structure and Dynamics”, de Augusto de la Torre, Eric Feyen y Alain Ize, que forman parte del volumen editado que acompaña a este informe regional sobre ALC.
2. A lo largo de este informe, el grupo ALC7 comprende: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay. Se incluye Uruguay y se excluye Venezuela fundamentalmente porque hay muchos más datos para el primero que para el segundo.
3. De cualquier manera, los resultados para otros países de ALC deberían tomarse con precaución debido a una falta general de disponibilidad de datos.
4. Para una lista completa de países, ver Cuadro 3.1.
5. El análisis estadístico de referencias corresponde al presentado en el Capítulo 2 y explicado en detalle en de la Torre, Feyen e Ize (2011).
6. De hecho, según se ha documentado en el Capítulo 2, el desarrollo financiero de las economías más avanzadas ha sido generalmente más rápido que aquel en el resto del mundo.
7. Esta simple suma de activos bancarios con la capitalización de los mercados de bonos y acciones conlleva un grado de contabilidad duplicada. Por ejemplo, es probable que los activos bancarios incluyan tenencia de bonos y quizá incluso de valores.
8. Es probable que este desarrollo se deba a una mejor gestión monetaria y a un cambio hacia regímenes cambiarios de tipo variable, que llevó tanto a los bancos como a los prestatarios a limitar sus desajustes cambiarios. Ver Ilyina, Guscina y Kamil (2010) y la nota de Levy Yeyati (2011 a) en el volumen editado adjunto.
9. La capitalización del mercado de bonos corporativos en Brasil ha aumentado desde 12% del PIB en 2004 a casi 29% en 2009. Ver Didier y Schmukler (2011a) para una caracterización más detallada de los mercados de bonos corporativos en la región de ALC.
10. Como sucede con la deuda bancaria, los países han realizado un esfuerzo importante para disminuir los desajustes monetarios y de vencimiento con el fin de limitar los riesgos de crédito y de refinanciamiento. Ver Broner, Lorenzoni y Schmukler (2011).
11. Los bonos con menos de un año de vencimiento (sobre todo corporativos) no están excluidos de estas estadísticas debido a la no disponibilidad de datos.
12. A pesar de que los grandes inversores no realizan necesariamente grandes inversiones, los datos sugieren que normalmente sí lo hacen, quizá reflejando las prácticas de inversión de los inversores institucionales (Didier, Rigobon y Schmukler 2011).
13. Ver de la Torre y Schmukler (2004).
14. El hecho de que sólo un conjunto limitado de empresas utilice los mercados de capitales puede al menos en parte estar impulsado por factores relacionados con la oferta. Por ejemplo, el limitado estilo de inversión de los inversores institucionales es una posible explicación. Según lo documentado en

- diversos artículos, los inversores institucionales tienden a invertir en empresas más grandes y más líquidas, limitando así la provisión de fondos a empresas más pequeñas y menos líquidas. Ver, por ejemplo, Kang y Stulz (1997), Dahlquist y Robertsson (2001), Edison y Warnock (2004), Didier (2011a) y Didier, Rigobon y Schmukler (2011), entre muchos otros.
15. Para un análisis más detallado, ver Didier y Schmukler (2011a). Una descripción de las reglas que rigen estos diferentes segmentos se encuentra disponible en el sitio web del Bovespa (<http://www.bmfbovespa.com.br>).
  16. La Porta *et al.* (1997) y Glaser, Johnson y Shleifer (2001) demuestran que la protección de los accionistas minoritarios es fundamental para el desarrollo del mercado de capitales de un país. Además, Klapper y Love (2004) señalan que las prácticas de buena gobernanza son más importantes en los países con una escasa protección del inversionista y una aplicación ineficiente de las normas. Según Shleifer y Vishny (1997a) y Bhojraj y Sengupta (2003), las prácticas de buena gobernanza aumentan la confianza entre los inversores ya que tienden a disminuir los riesgos de agencia. Por lo tanto, las empresas pueden tener acceso al mercado de capitales a costos más bajos y en mejores términos, aumentar el valor y la liquidez de sus acciones y mejorar su desempeño operativo y su rentabilidad. Ashbaugh-Skaife, Collins y LaFond (2006), por ejemplo, opinan que las mejores prácticas de gobernanza corporativa mejoran las calificaciones crediticias de las empresas y disminuyen los rendimientos de los bonos. De Carvalho y Pennacchi (2011) sostienen, para el caso de Brasil, que la migración desde los mercados tradicionales hacia el Novo Mercado produjo rendimientos anormalmente positivos para los accionistas y un aumento en el volumen comercial de las participaciones. Klapper y Love (2004) opinan que una mejor gobernanza corporativa está asociada con un mejor desempeño operativo y un mejor ratio Q de Tobin. Joh (2003) llega a la conclusión de que las empresas con una mayor disparidad entre control y propiedad arrojan una menor rentabilidad. Sin embargo, Gozzi, Levine y Schmukler (2010) sostienen que la causalidad funciona en los dos sentidos ya que las mejores empresas buscan mejores entornos de gobernanza corporativa, y una mejor gobernanza no aumenta necesariamente el valor de una empresa.
  17. Las diferencias entre los paneles A y B se deben a tres factores. En primer lugar, los periodos de reporte son diferentes. En segundo lugar, los grupos de países difieren en cuanto que los datos de la OCDE en el panel A excluyen a Argentina y Uruguay y los datos del panel B excluyen a Brasil debido a una falta de desagregación en las estadísticas de este país. En tercer lugar, las fuentes difieren en su clasificación de los instrumentos extranjeros, que no se reportan como una categoría separada en los datos de la OCDE.
  18. Estas estadísticas provienen de Preqin, la principal fuente de información de la industria en los casos en que la información por país no está disponible. Se debe señalar que la composición de los grupos de países de Preqin son diferentes de los que se utilizan en este Capítulo.
  19. El factoraje es una transacción financiera donde las cuentas por cobrar (es decir, las facturas), se venden con descuento a terceros. Ver Klapper (2006) y de la Torre, Gozzi y Schmukler (2007b) para una discusión detallada del factoraje per se y algunos estudios de casos.
  20. Inaugurada en 2005 como una alternativa al factoraje bancario, la Bolsa de Productos ha crecido rápidamente y podría convertirse en una fuente importante de financiamiento de la pequeña y mediana empresa (PyME) en un futuro cercano. Este intercambio permite cierta forma de factoraje inverso, donde las facturas se pueden descontar y donde el riesgo crediticio asumido por el inversionista es el de los emisores de la factura. Además, no se requiere colateral de parte de las PyMEs que emiten la factura. Las claves del éxito de esta iniciativa consisten en que descontar las facturas en Bolsa de Productos es más barato que realizar el factoraje a través de los bancos y porque proporciona a los inversores un rendimiento superior al que pueden obtener en los mercados monetarios.
  21. Ver de la Torre, Gozzi y Schmukler (2007). Este mercado, encabezado por NAFIN, proporciona servicios de factoraje inverso (el descuento de las cuentas por cobrar después de la entrega) a las PyMEs a través de la creación de cadenas entre grandes compradores y sus proveedores. Todas las transacciones se llevan a cabo en una plataforma electrónica,

- lo cual permite a NAFIN captar economías de escala, dado que la mayoría de los costos del sistema son fijos y el acceso electrónico permite la participación de un gran número de empresas e instituciones financieras.
22. El programa ha tenido tanto éxito que NAFIN ha llegado a acuerdos con bancos de desarrollo en varios países de América Latina, entre ellos, Colombia, El Salvador y Venezuela, con el fin de crear programas similares, mientras que otros bancos de desarrollo en la región también están pensando en la posibilidad de replicar este modelo.
  23. Esta alta penetración del sector minorista en Chile se ha relacionado con la introducción de tarjetas de crédito emitidas por grandes tiendas. Estas tarjetas de crédito se hicieron populares en Chile porque ofrecían créditos al consumo, especialmente al segmento de ingresos medios de la población, cuando el mercado de créditos bancarios de este segmento era todavía incipiente.
  24. Las cooperativas financieras y las cooperativas de crédito suelen ser instituciones financieras que pertenecen y son controladas por sus miembros y gestionadas con el objetivo de proporcionar crédito y otros servicios financieros para dichos miembros. Por lo tanto, se centran fundamentalmente en dar crédito a los hogares así como a las empresas micro, pequeñas y medianas, ya sea formales o informales. Varían significativamente en tamaño, desde pequeñas cooperativas con pocos miembros hasta otras comparables en tamaño a los bancos comerciales.
  25. En su forma más sencilla, el financiamiento estructurado es un proceso donde activos son agrupados en un fondo común y transferidos a terceros, habitualmente denominados empresas de cometido especial (ECE) que, a su vez, emiten valores respaldados por este fondo común de activos. En otras palabras, el financiamiento estructurado puede contribuir a convertir activos sin liquidez en títulos comercializables. Normalmente, se emiten varios tipos de títulos (llamados tramos) con perfiles de riesgo/rentabilidad distintivos.
  26. La emisión neta incluye las emisiones vendidas en el mercado y excluye las emisiones retenidas por los bancos emisores, mientras que las emisiones brutas incluyen aquellas emisiones retenidas.

# La globalización financiera: ¿Dónde se sitúa ALC?

## 4

A medida que los países se van integrando unos con otros (una tendencia que ALC ha adoptado decididamente), una visión global del desarrollo financiero exige detenerse no solo en la actividad financiera interna sino también en la globalización financiera.<sup>1</sup> En este Capítulo se analizan dos dimensiones de la globalización financiera. La primera es la diversificación financiera, es decir, la diversificación de carteras mediante la inclusión de activos (o pasivos) externos. La segunda es la deslocalización financiera, es decir, la utilización de jurisdicciones extranjeras más eficientes para llevar a cabo las transacciones financieras. Las principales conclusiones del Capítulo son las siguientes:

- Si bien la diversificación financiera de ALC ha seguido aumentando, la deslocalización financiera (que aumentó de manera significativa en los años noventa) no ha crecido demasiado a lo largo del último decenio.
- Sin embargo, los efectos de valoración, sobre todo para las inversiones en valores, han sido los principales motores del aumento de la diversificación financiera.
- La creciente diversificación financiera internacional se ha visto acompañada por

un cambio en la composición de las carteras (más reservas, menos pasivos de deuda y más pasivos en valores de renta variable), lo cual ha vuelto mucho más segura la globalización.

- Al contrario de otras economías emergentes, los pasivos en renta variable de ALC siguen estando dominados por la inversión extranjera directa (IED) más que por cartera de renta variable, lo cual es consistente con las carencias de los mercados de valores locales.
- La emisión y comercialización externa de los valores de las empresas de ALC7 ha aumentado en gran medida, en relación a las interiores, lo cual pone de relieve las preocupaciones de las empresas más pequeñas con respecto al acceso al mercado.
- El financiamiento mediante bonos del sector público ha virado hacia los mercados internos y se ha alejado de los mercados extranjeros, lo cual refleja el deseo de los países de reducir su exposición al dólar y a desarrollar sus mercados de deuda pública en moneda local.
- Aunque los países de ALC han realizado progresos importantes en materia de emisión de bonos en moneda local en el extranjero, todavía tienen un largo camino por recorrer.

- El financiamiento de bonos corporativos en el extranjero ha experimentado aumentos similares en materia de plazos de vencimiento en relación con el financiamiento de bonos locales, a pesar de que sólo unas cuantas grandes empresas tienen acceso a mercados de bonos locales e incluso menos tienen acceso a mercados de bonos extranjeros.

La primera Sección describe las dos dimensiones de la globalización financiera. La segunda Sección analiza el alcance y las implicaciones de la diversificación financiera. La tercera Sección analiza la deslocalización del financiamiento, primero de los bonos y de la deuda sindicada, y luego de la renta variable.

### Las dos dimensiones de la globalización financiera

La dimensión de la diversificación financiera en la globalización financiera es en esencia macroeconómica. Se refiere a los flujos de capitales de un país y a las posiciones agregadas brutas externas en activos y pasivos. Los residentes nacionales invierten (o piden prestado) en el extranjero y los extranjeros invierten localmente porque esto permite que el riesgo esté más eficazmente diversificado (y los rendimientos igualados) más allá de las fronteras y de los instrumentos. Además de potenciar la eficacia de la asignación de recursos, la mayor participación de inversores extranjeros también puede beneficiar el desarrollo del mercado local.<sup>2</sup> Puede potenciar la liquidez, impulsar la investigación, mejorar la cantidad y calidad de la información disponible y, en términos más generales, aumentar la transparencia y promover la adopción de mejores prácticas de gobernanza corporativa, reduciendo así los problemas de agencia.<sup>3</sup> Este proceso, no obstante, también puede tener desventajas. Los choques que afectan a los inversores extranjeros, en particular (es decir, cambios en el apetito de riesgo que resultan de la volatilidad del flujo de capitales), también puede afectar negativamente a las economías

locales a través de la volatilidad y de efectos de amplificación.<sup>4</sup> Además, dado que los extranjeros tienden a proveer financiamiento en moneda extranjera, esto puede conducir a desajustes cambiarios. De la misma manera, si bien las inversiones de los residentes en el extranjero pueden ayudar a suavizar su consumo y, por lo tanto, la producción interna, estas inversiones también pueden reflejar la fuga de capitales provocada por el deterioro de las condiciones internas (riesgos de devaluación, impago y expropiación) que, manteniendo los demás factores iguales, puede reducir el capital disponible para el financiamiento interno.<sup>5</sup>

En cambio, la dimensión de la deslocalización de la globalización financiera es fundamentalmente microeconómica. Se refiere al uso de mercados o intermediarios externos (en lugar de internos) por parte de los residentes locales por cuestiones de eficiencia más que por diversificación de riesgos. Así, en lugar de cotizar en el mercado local, una empresa podría preferir cotizar en una bolsa extranjera, porque el mercado externo puede ser más profundo y más líquido. O, en lugar de abrir una cuenta de depósito en un banco local, puede que un individuo prefiera abrirla en un banco en el exterior, porque éste puede proporcionar un mejor servicio para pagos en el exterior. En cualquier caso, aunque los servicios financieros suministrados en el exterior pueden ser similares a aquellos suministrados localmente, también pueden ser más baratos o tener rasgos específicos que los hacen preferibles para transacciones específicas. Es evidente que cuando se mide el alcance de la actividad financiera de los residentes locales, se debe tener en cuenta las actividades llevadas a cabo en el extranjero con el fin de entender el pleno alcance de la profundidad del mercado.

Sin embargo, también se debe tener en cuenta el carácter sustituible o complementario de la actividad interna y externa.<sup>6</sup> Por ejemplo, cuando tiene lugar el intercambio bursátil en los mercados internacionales, puede que la actividad interna migre al extranjero y los agentes sustituyan los mercados extranjeros por mercados internos.

Esto no es inocuo, porque puede que no todas las empresas tengan acceso a los mercados internacionales. Por lo tanto, los intercambios internos pueden volverse ilíquidos después de que las grandes empresas se trasladen al extranjero.<sup>7</sup> Cuando las empresas más pequeñas siguen limitadas a las fuentes locales de financiamiento, esta migración puede disminuir no solo la liquidez de las empresas que quedan en los mercados locales sino también su capacidad de captar capital, poniendo en peligro la sostenibilidad de los mercados de capitales nacionales. Al mismo tiempo, los mercados internos y externos pueden complementarse unos a otros porque, por ejemplo, ofrecen diferentes opciones de financiamiento. Así, los mercados de bonos extranjeros podrían ser normalmente utilizados para activos denominados en moneda extranjera, mientras que los mercados internos pueden ser usados tanto para bonos en moneda nacional como extranjera.

### La diversificación financiera

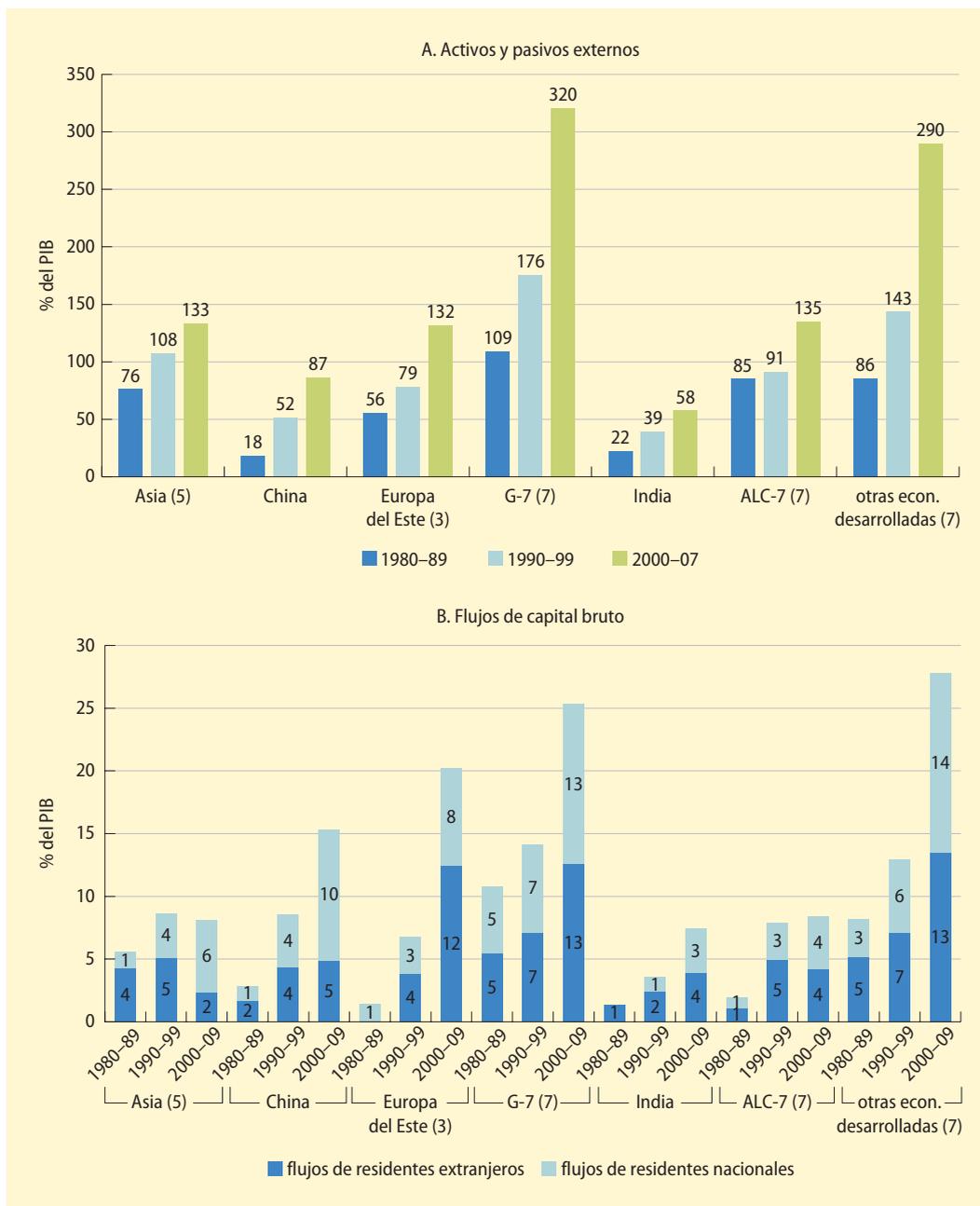
La dimensión de diversificación financiera de la globalización financiera se mide con las ampliamente utilizadas medidas de facto compiladas por Lane y Milesi-Ferretti (2007), que se basan en los stocks (stocks de activos y pasivos externos) así como en flujos (flujos de capital brutos por parte de residentes nacionales y extranjeros).<sup>8</sup> Las medidas de stocks brutos señalan una diversificación creciente, donde la integración de ALC7 es comparable a la de otras economías emergentes (Gráfico 4.1a). Mientras que América Central y América del Sur arrojan niveles similares a los de ALC7, los países del Caribe están algo más integrados, lo cual es en gran parte un reflejo de su menor tamaño (Gráfico 4.2a). Cuando se controla el PIB y las características estructurales de cada país utilizando el mismo modelo de referencias estadísticas descrito en capítulos anteriores, la diversificación financiera de ALC7 (medida como valores brutos de activos y pasivos de la deuda) se acerca a sus valores de referencia (Cuadro 3.2).

Sin embargo, al igual que la capitalización del mercado en el Capítulo 3, la expansión de la diversificación financiera también refleja grandes efectos de valuación.<sup>9</sup> Cuando se incorpora estos efectos clasificando las participaciones extranjeras en la renta variable interna por capitalización de mercado (en lugar del PIB), el cambio en las participaciones extranjeras entre 1999 y 2007 arroja resultados negativos para ALC, a diferencia de otras economías emergentes, donde el cambio es positivo (Gráfico 4.3). Esto sugiere que el tan citado aumento en los pasivos de valores transfronterizos en ALC, más que una relocalización proactiva del capital internacional, ha imitado en gran medida la profundidad creciente de los mercados locales de renta variable que, a su vez, se han visto más potenciados por los aumentos de precios antes de la crisis que por nuevas emisiones (primarias). Las medidas de flujo confirman que los flujos de capital por parte de agentes nacionales y extranjeros en los países ALC7 han permanecido relativamente constantes y moderados a lo largo del último decenio (Gráfico 4.1b). Sin embargo, este patrón no ha sido uniforme en el conjunto de ALC, en cuanto los países del Caribe y los centros *offshore* han experimentado un fuerte incremento tanto en las entradas como en las salidas de flujos (Gráfico 4.2b).

Si bien las medidas de facto señalan que la diversificación financiera en los países ALC7 ha permanecido relativamente estancada a lo largo del último decenio, un índice *de jure* que mide el grado de apertura de las cuentas de capital demuestra que la globalización financiera ha ido creciendo a lo largo de los últimos veinte años, aunque se estabilizó en un nivel alto hacia 2004 (Gráfico 4.4a). También demuestra que, desde finales de los años noventa, los países ALC constituyen la región emergente más integrada, seguida de cerca por las economías de Europa del Este durante la mayor parte de los años 2000, y muy por delante de las economías asiáticas, incluyendo China e India.

Al centrarse en el cambio de pasivos externos (midiendo las inversiones de los extranjeros en las economías nacionales como

**GRÁFICO 4.1 Activos y pasivos externos y flujo bruto de capitales**

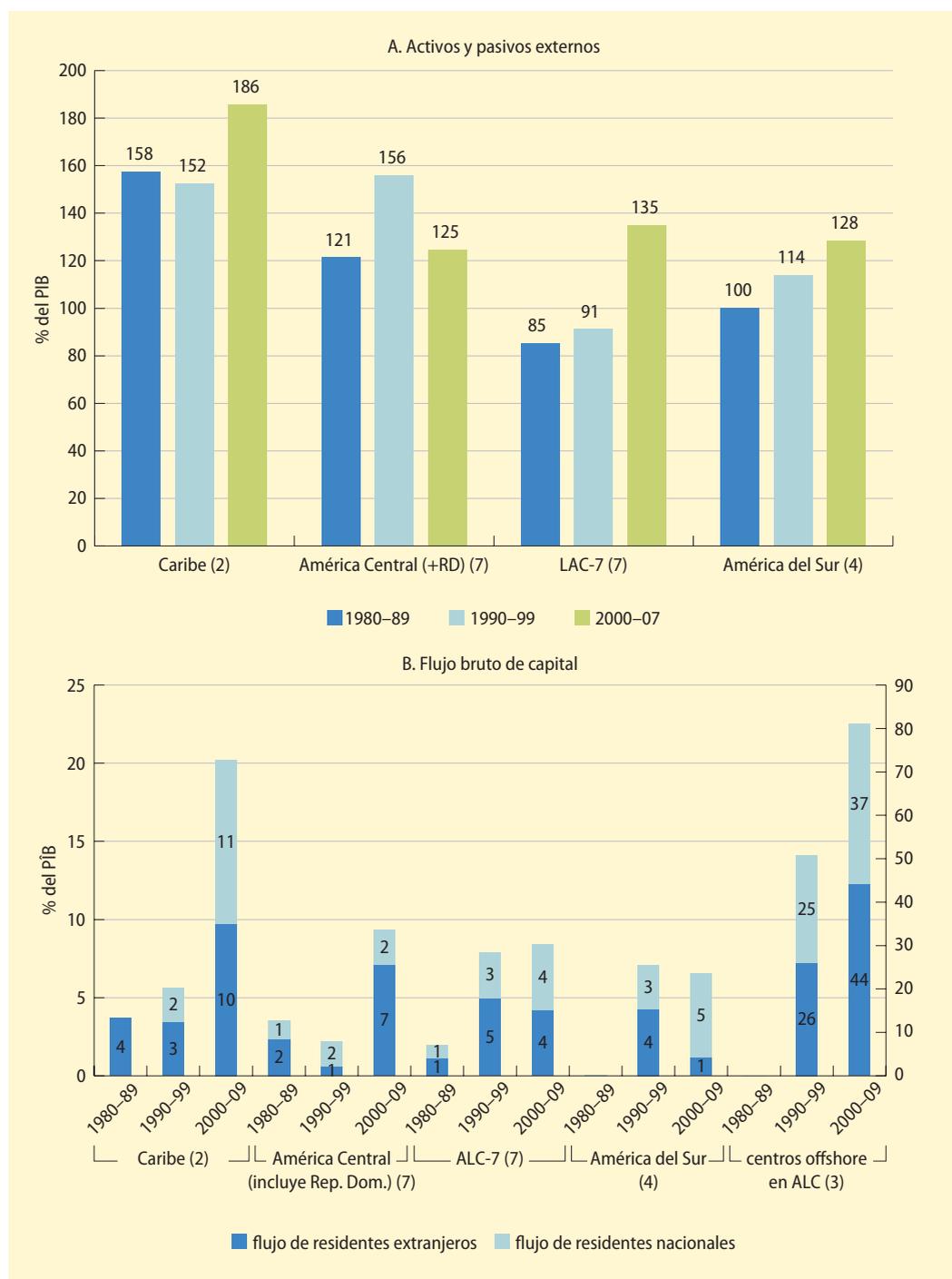


Fuente: Cálculos del autor basados en Lane y Milesi-Ferretti (2007) y Didier y Schmukler (2011b). El panel A muestra los activos y pasivos externos como porcentaje del PIB entre 1980 y 2007. El panel B muestra los flujos de capitales brutos por residentes extranjeros y nacionales como porcentaje del PIB entre 1980 y 2009. Los números entre paréntesis muestran el número de países en cada región.

porcentaje del PIB) las posiciones de cartera de renta variable y de deuda de ALC7 han ido al alza. Si bien las IED han disminuido, aún representan una parte importante de los pasivos (Gráfico 4.4b). El hecho de que la

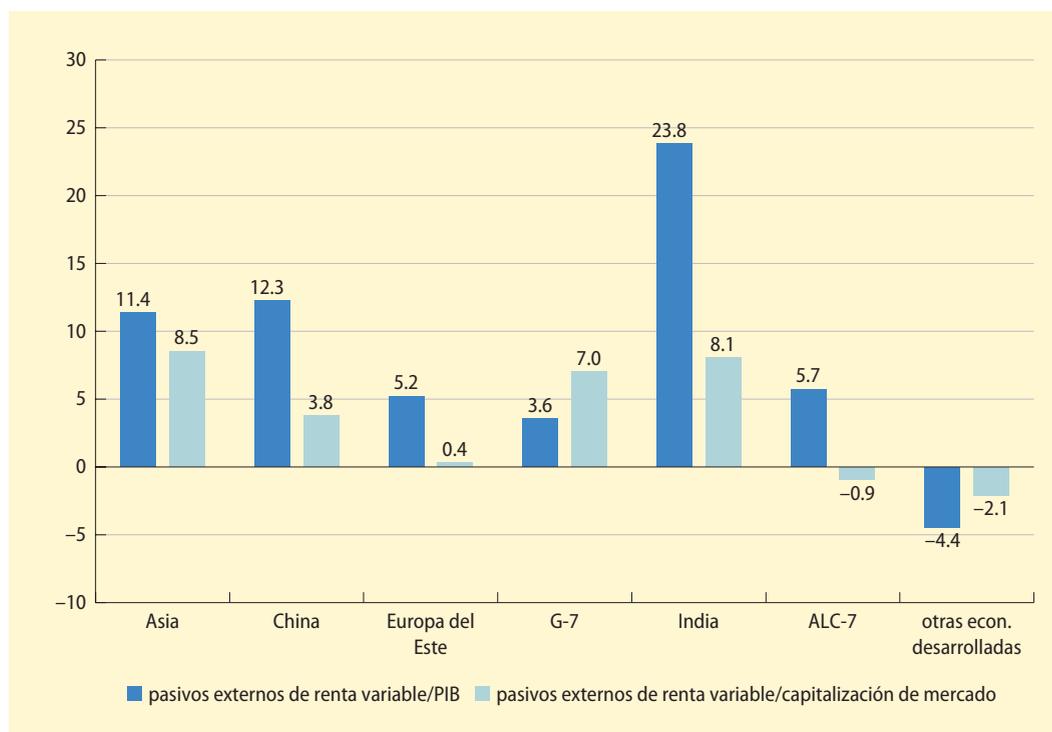
diversificación financiera en ALC7 esté todavía en gran parte basada en las IED más que en las inversiones en cartera de renta variable dibuja un agudo contraste con otras economías emergentes (con la excepción de Europa

**GRÁFICO 4.2 En ALC: Activos y pasivos externos y flujo bruto de capitales**



Fuente: Cálculos del autor basados en Lane y Milesi-Ferretti (2007) y Didier y Schmukler (2011b). El panel A muestra los activos y pasivos externos como porcentaje del PIB entre 1980 y 2007 en ALC. El panel B muestra el flujo de residentes extranjeros y nacionales como porcentaje del PIB entre 1980 y 2009 en ALC. Los números entre paréntesis muestran el número de países en cada región.

GRÁFICO 4.3 Efectos de valuación



Fuente: Cálculos del autor basados en Lane y Milesi-Ferretti (2007).

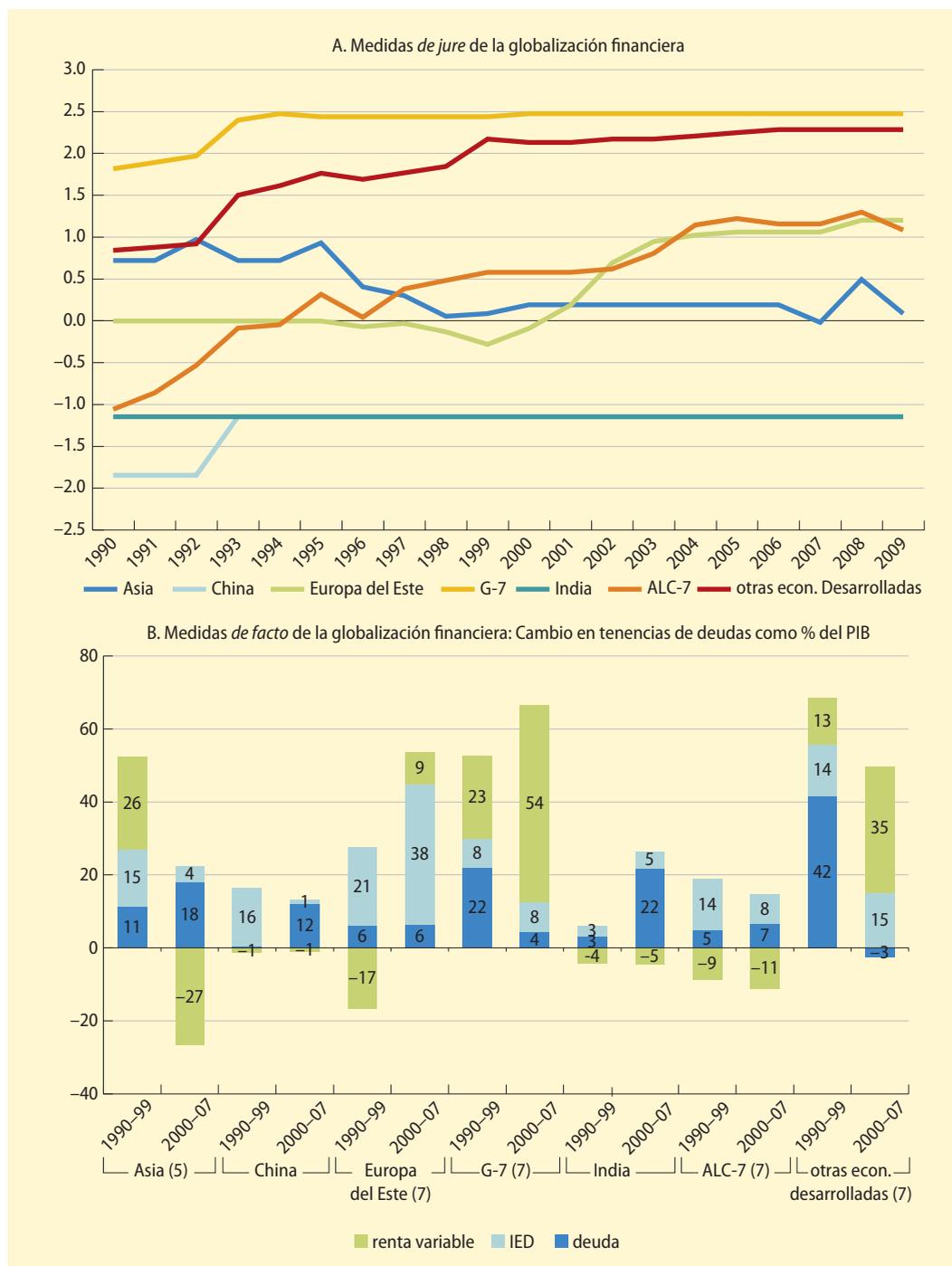
del Este), donde las entradas de cartera de renta variable han sido muy superiores y a menudo han aumentado aún más durante el último decenio. Esto coincide con los mercados de renta variable menos dinámicos de ALC7 (ver Capítulo7).

Por el lado de los activos (midiendo las inversiones de los agentes nacionales en el extranjero) las inversiones bancarias y de renta variable han sido los componentes de flujos de más rápido crecimiento cuando se miden como una parte del PIB (Gráfico 4.4c). En términos netos, los países de ALC7 han experimentado pasivos de deuda decrecientes y pasivos de renta variable crecientes. En realidad, se han convertido en acreedores netos con respecto al resto del mundo en lo que concierne los contratos de deuda y han adquirido una posición de deudor neto cada vez mayor en lo que respecta a los contratos de renta variable, especialmente vía la IED (Gráfico 4.5). Estas tendencias permanecen

iguales en todas las subregiones en ALC (Gráfico 4.6).

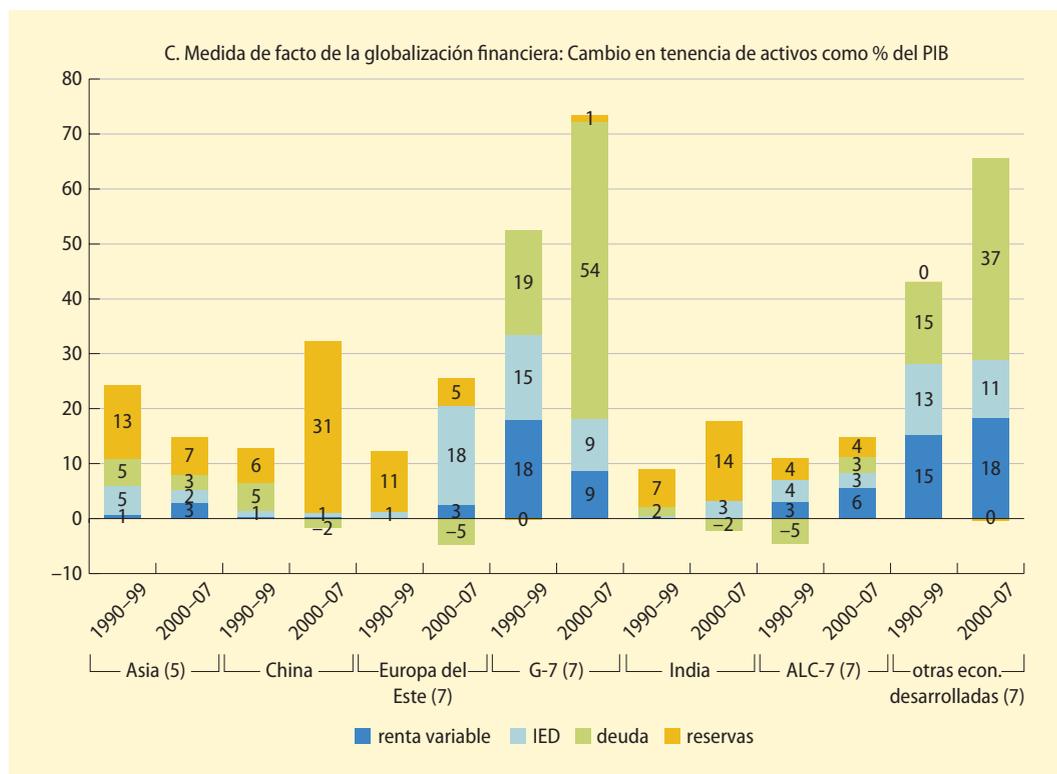
Estos cambios en la composición de carteras –de una posición de deudor neto a acreedor neto– han dado como resultado una forma mucho más segura de integración financiera, evitando así muchos de los efectos negativos de la globalización financiera.<sup>10</sup> En el pasado no demasiado distante de ALC, las devaluaciones que normalmente acompañan las crisis financieras aumentaban el peso de la deuda en moneda extranjera. Además de esto, el cierre de los mercados desataba crisis de refinanciamiento debido a la alta incidencia de la deuda a corto plazo. En cambio, durante la reciente crisis global, las devaluaciones han producido una mejora (cuando se mide en moneda local) en la posición externa de los países de ALC debido a su posición de acreedores netos de renta variable. Además, los pasivos externos se redujeron cuando los precios de la renta variable se desplomaron,

GRÁFICO 4.4 Medidas de jure y de facto de la globalización financiera



(continuación próxima página)

GRÁFICO 4.4 (continuación)



Fuente: Cálculos del autor basados en Lane y Milesi-Ferretti (2007) y Didier y Schmukler (2011b) y Chinn e Ito (2008).

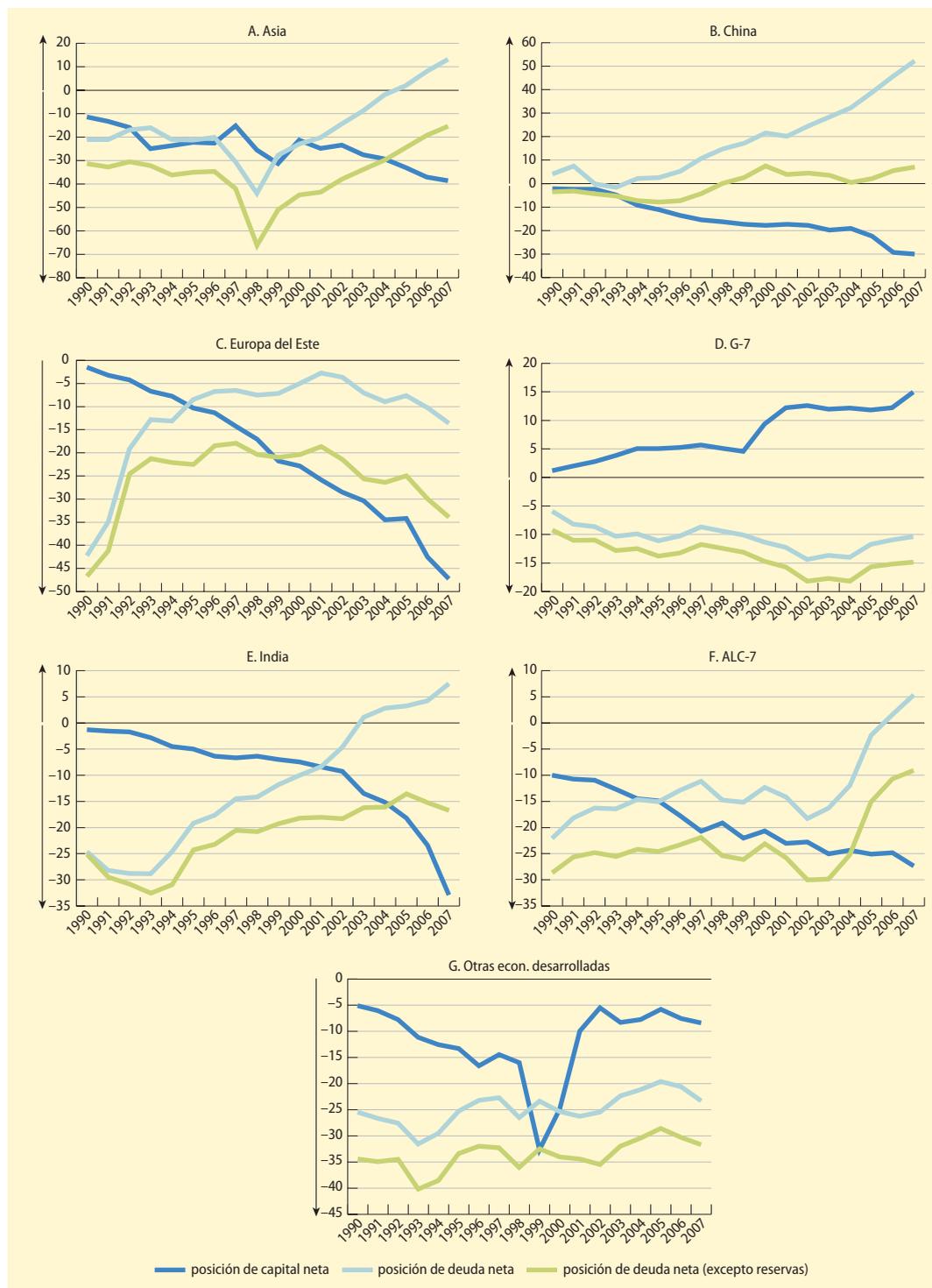
El gráfico muestra en el panel A la evolución de una medida *de jure* de globalización financiera (GF). Los paneles B y C muestran el cambio en porcentaje de las medidas *de facto* de GF para los periodos 1990 a 1999 y 2000 a 2007/09. El panel B muestra cambios en la tenencias de deudas sobre el PIB, y el panel C muestra cambios en la tenencia de activos sobre el PIB.

disminuyendo notablemente las posiciones del deudor neto. Al mismo tiempo, los grandes fondos de reservas internacionales suavizaron la apreciación de la moneda nacional durante el periodo expansivo anterior a la crisis y luego sirvieron como un mecanismo de autoseguro durante la crisis, lo cual mitigó el pánico monetario y bancario. De hecho, cuando estalló la crisis global, numerosos países tenían un exceso de reservas internacionales respecto a su stock de pasivos externos de corto plazo. En la práctica, esto eliminaba las inquietudes sobre las dificultades de refinanciamiento de la deuda, limitando los incentivos de los inversores para atacar las monedas nacionales.<sup>11</sup>

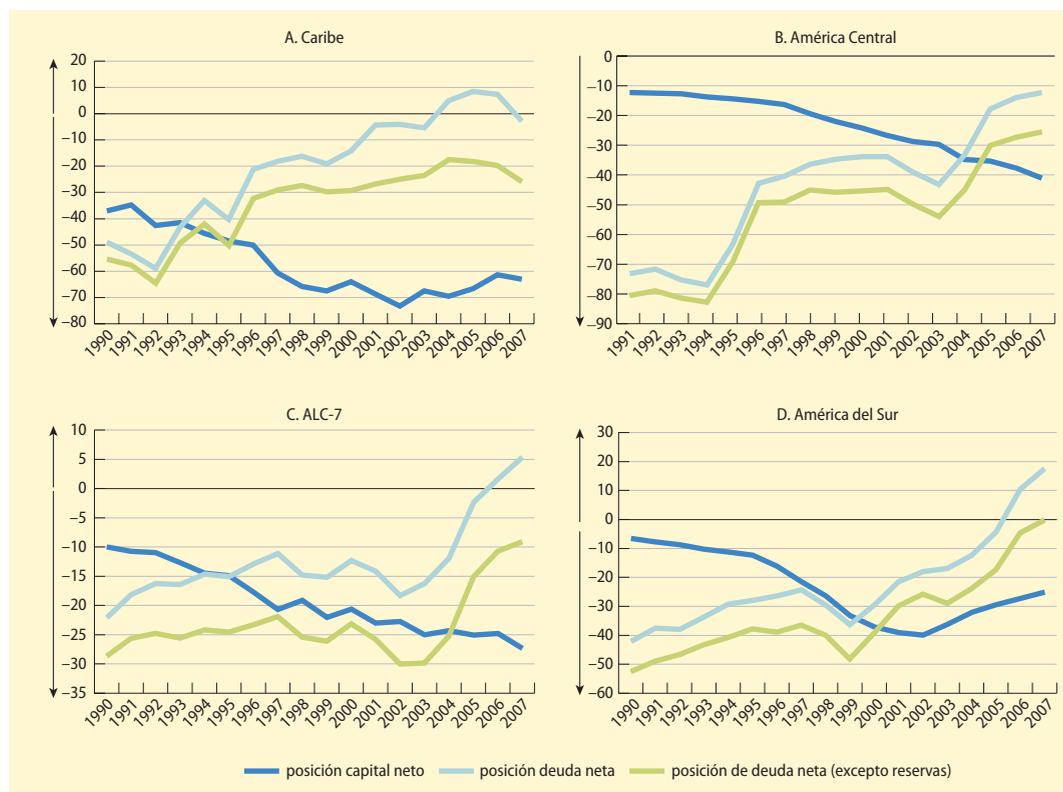
## La deslocalización financiera

Durante los años noventa, los países de ALC7 lideraron un profundo proceso de deslocalización financiera. Aún así, esta expansión en el uso de mercados extranjeros, incluyendo los bonos y la deuda sindicada, parece haberse estabilizado en términos generales a lo largo del último decenio. En términos de flujos, crecieron los nuevos préstamos sindicados (Gráfico 4.7a). Sin embargo, las emisiones de bonos privados disminuyeron drásticamente (Gráfico 4.7b). De la misma manera, se observó una disminución sustancial de las emisiones de valores de renta variable en el extranjero (Gráfico 4.7c). En términos relativos, no obstante,

**GRÁFICO 4.5** Activos externos netos como porcentaje del PIB. Renta variable y bonos



Fuente: Cálculos del autor basados en Lane y Milesi-Ferretti (2007).  
 El gráfico muestra la posición internacional de capital neto y posiciones de deuda neta como porcentaje del PIB entre 1990 y 2007.

**GRÁFICO 4.6 En ALC: Activos externos netos como porcentaje del PIB - Renta variable y bonos**

Fuente: Cálculos del autor basados en Lane y Milesi-Ferretti (2007).

El gráfico muestra las posiciones internacionales del capital neto y de deuda neta como porcentaje del PIB entre 1990 and 2007.

las emisiones extranjeras de renta variable aumentaron sustancialmente como proporción del total (Gráfico 4.8c). Al mismo tiempo, si bien la participación extranjera en el total de bonos privados en circulación ha permanecido estable, se ha producido una disminución importante en la participación extranjera del total de bonos públicos en circulación, lo cual indica que el financiamiento público ha virado hacia mercados nacionales (Gráficos 4.8a y b). Esta disminución de los bonos públicos concuerda con la significativa expansión de los mercados locales en bonos del Estado y al mismo tiempo, una disminución del endeudamiento externo de los gobiernos de ALC.

Los desarrollos positivos en moneda y plazos de vencimiento para los mercados de bonos nacionales documentado en el Capítulo 3 estaban en gran parte igualados en

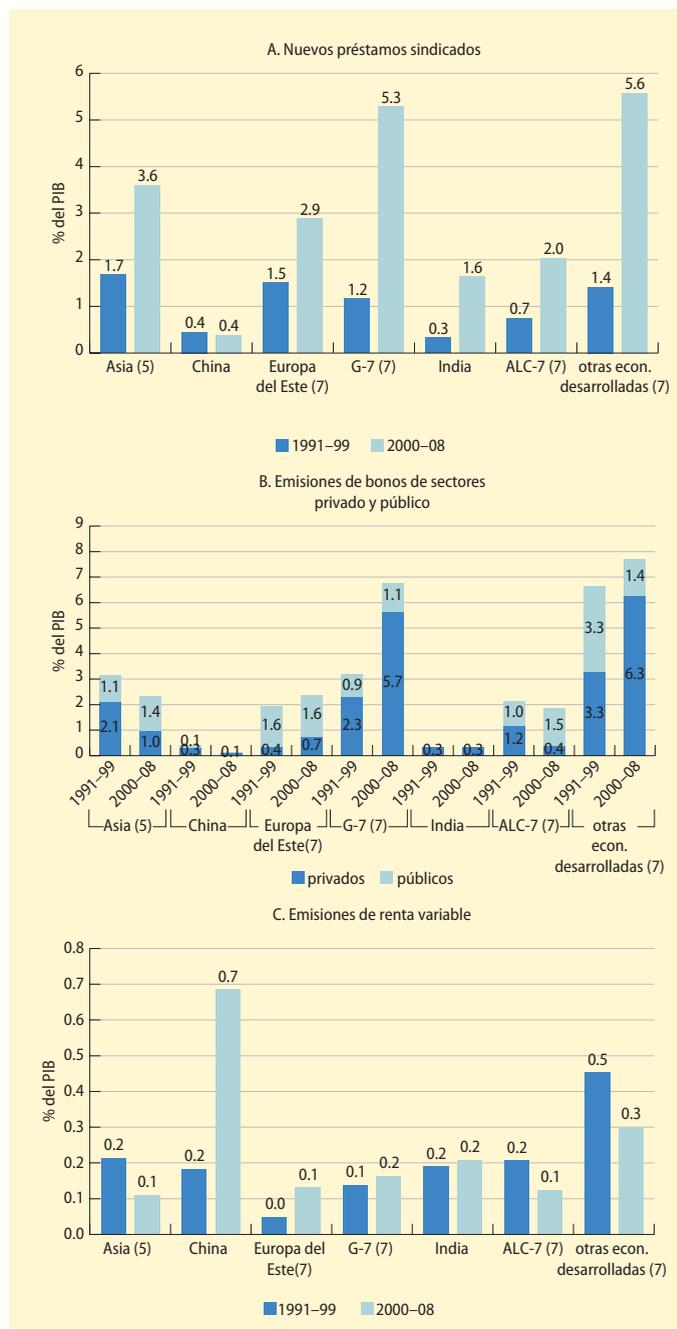
el extranjero. Por lo tanto, el vencimiento de los bonos extranjeros del sector privado de ALC7 llegó a casi doce años en el último decenio (que era de unos siete años en la década anterior), mientras que para el sector público aumentó de ocho a once años (Gráfico 4.9).<sup>12</sup> Aumentos similares en los plazos de vencimiento se observaron en todo ALC (Gráfico 4.10). Al mismo tiempo, tanto el sector público como privado pudieron emitir bonos en el extranjero en moneda local. Así, para ALC7, el 7% de los bonos del sector privado y el 9% de los bonos del sector público emitidos en el extranjero en el último decenio eran en moneda local, en comparación con prácticamente cero durante los años noventa (Gráfico 4.11). Si bien estas cantidades son pequeñas, sobre todo cuando se comparan con las economías desarrolladas, señalan el comienzo de la superación de ALC del

pecado original (es decir, la incapacidad de emitir deuda de largo plazo en moneda local en los mercados extranjeros). Es evidente que también señalan hacia un largo camino necesario para una redención total.

La emisión y comercialización de valores en el extranjero por parte de los países de ALC7 (así como de numerosas economías emergentes) normalmente han adoptado la forma de listado en bolsa a través de certificados de depósitos (DR *–depository receipts*). La comercialización en el exterior de los DR de ALC7 representa casi las dos terceras partes del comercio total, comparada con entre 30% y 40% para otras economías emergentes (Gráfico 4.12). Los trabajos empíricos señalan que esta externalización de los mercados de valores de ALC ha tendido a limitar el rol de los mercados internos, que, como se ha señalado en el Capítulo 3, han seguido siendo sumamente ilíquidos.<sup>13</sup> El hecho de que el acceso a los mercados accionarios en el extranjero sea incluso más limitado que en el interior –sólo un pequeño número de empresas de ALC tienen acceso a los mercados extranjeros de bonos y valores y, sorprendentemente, este número ha seguido disminuyendo a lo largo del último decenio (Gráfico 3.4a y b)– es una fuente adicional de preocupación. Este tema será analizado más en profundidad en el Capítulo 7.

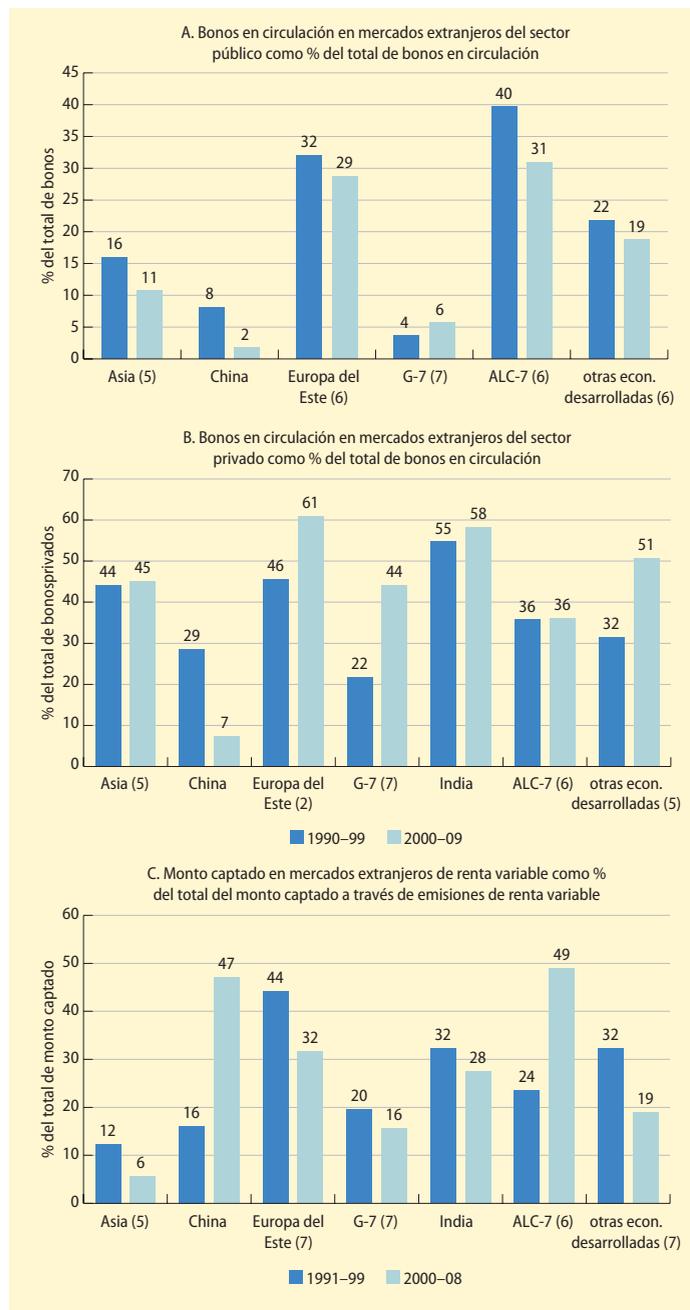
Otro aspecto importante de la globalización financiera (una especie de “deslocalización a la inversa”) es la gran presencia física de los bancos de propiedad extranjera en los sistemas financieros nacionales de ALC. La mayor presencia de bancos extranjeros fue en gran parte una respuesta a las crisis financieras de los años noventa y afectó a casi todos los países en ALC. Así, entre 1997 y 2001, la participación de los activos bancarios de propiedad extranjera aumentó de 23% a 43% en los países ALC7 y de 26% a 38% en otros países de América del Sur (Gráfico 4.14). En América Central y el Caribe el aumento de la participación de los bancos extranjeros tuvo lugar un poco más tarde (durante los primeros años del decenio 2000) y la participación de activos de los bancos extranjeros aumentó de 20% a 31%

**GRÁFICO 4.7 Nuevas emisiones de captación de capital en mercados extranjeros**



Fuente: Didier y Schmukler (2011b). El gráfico muestra la actividad de captación de capital en los mercados externos. El panel A muestra los nuevos préstamos sindicados en el extranjero como porcentaje del PIB entre 1991 y 2008. El panel B muestra la emisión de bonos en el extranjero por los sectores privado y público como porcentaje del PIB entre 1991 y 2008. El panel C muestra la captación de capitales de las emisiones de renta variable en los mercados extranjeros como porcentaje del PIB entre 1991 y 2008. Los números entre paréntesis muestran el número de países en cada región.

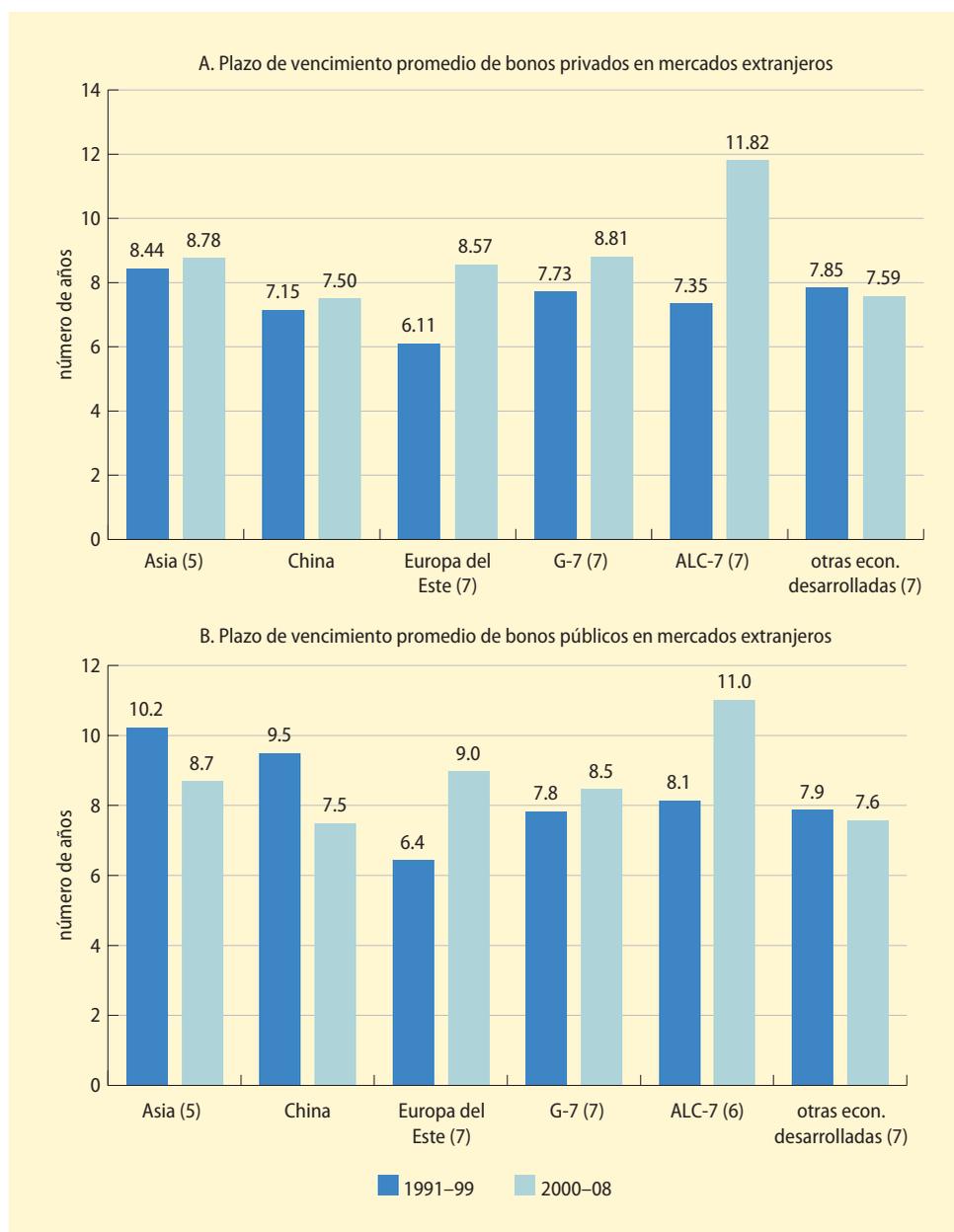
**GRÁFICO 4.8 Tamaño relativo de los mercados de capitales extranjeros**



Fuente: Didier y Schmukler (2011b).

El gráfico muestra el tamaño de los mercados extranjeros en relación con el total de mercados (nacionales y extranjeros). El panel A muestra el ratio de bonos públicos en circulación en mercados extranjeros en relación con el total de bonos públicos entre 1990 y 2009. El panel B muestra el ratio de bonos en circulación del sector privado en los mercados extranjeros en relación con el total de bonos públicos entre 1990 y 2009. El panel C muestra el monto captado en los mercados de renta variable en el extranjero en relación con el monto total captado a través de emisiones de renta variable en mercados nacionales y extranjeros entre 1991 y 2008. Los paneles A y B se basan en datos del Banco de Pagos Internacionales que define los títulos de deuda externa como los no emitidos por residentes en moneda nacional y que tienen como objetivo los inversores residentes.

**GRÁFICO 4.9 Plazo de vencimiento promedio de los bonos en fecha de emisión**



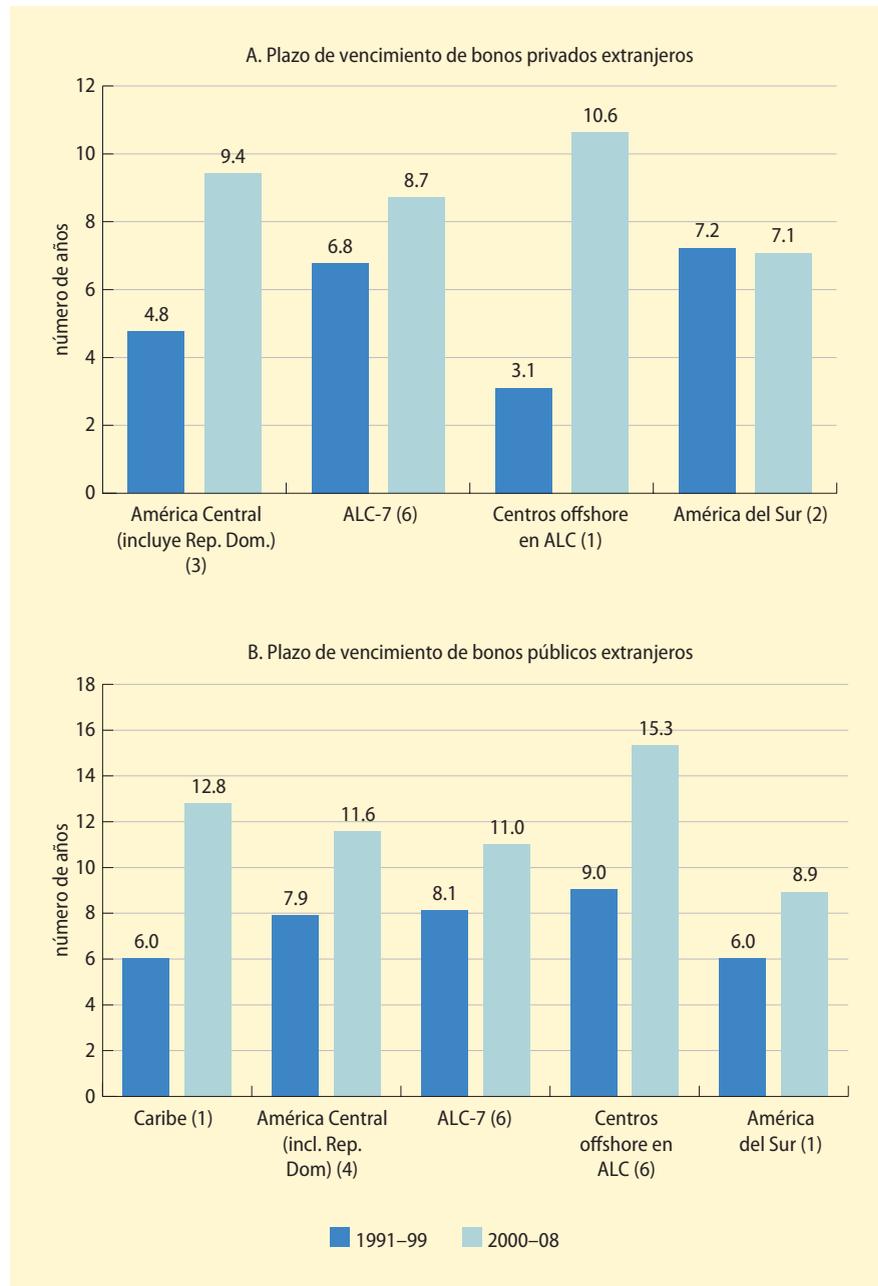
Fuente: Didier y Schmukler (2011b).

El gráfico muestra el plazo de vencimiento (en años) de los bonos emitidos por los sectores privado y público en mercados extranjeros entre 1991 y 2008. Los números entre paréntesis muestran el número de países en cada región.

y de 6% a 32%, respectivamente. Según sostenía Domanski (2005), permitir la entrada de los bancos extranjeros facilitaría la recapitalización, la consolidación y el fortalecimiento de los sistemas bancarios en apuros.

Estos objetivos acabaron creando inquietudes nacionalistas así como preocupaciones acerca de los efectos potencialmente adversos de los bancos extranjeros en el acceso a los servicios financieros (ver Recuadro 4.1).

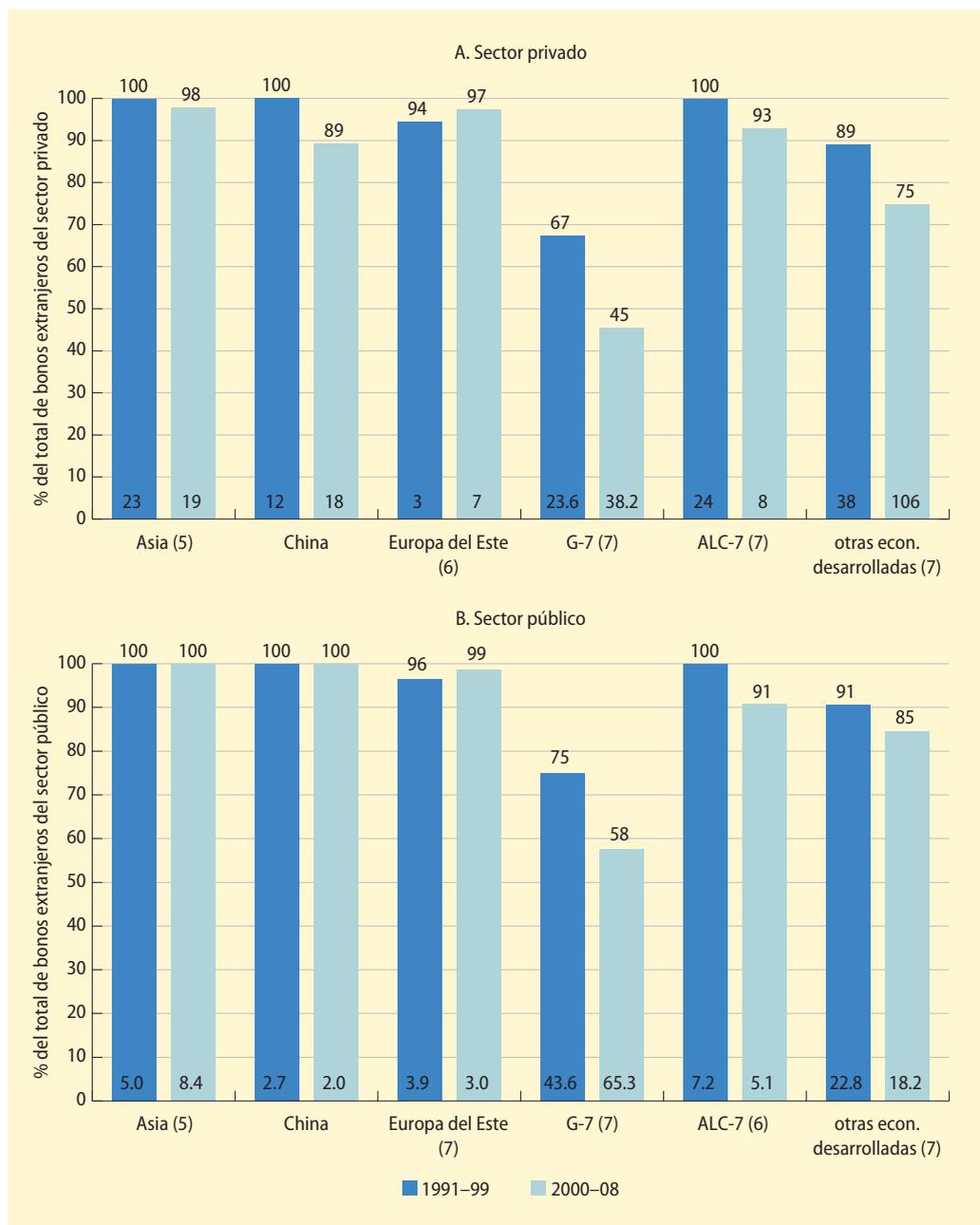
**GRÁFICO 4.10 En ALC: Plazo de vencimiento medio de bonos públicos y privados en los mercados extranjeros en fecha de emisión**



Fuente: Didier y Schmukler (2011b).

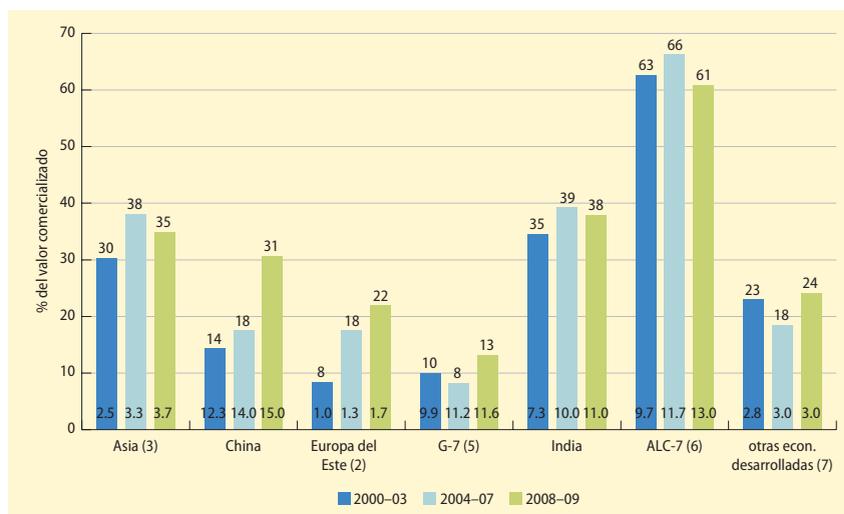
El gráfico muestra el plazo de vencimiento (en años) de los bonos emitidos por los sectores privado y público en mercados extranjeros entre 1991 y 2008 en ALC. Los números entre paréntesis muestran el número de países en cada región.

**GRÁFICO 4.11 Ratio de bonos en moneda extranjera en relación al total de bonos en fecha de emisión**



Fuente: Didier y Schmukler (2011b).

El gráfico muestra el ratio de bonos en divisas en relación con el total de bonos emitidos por los sectores privado y público en mercados extranjeros entre 1991 y 2008. El panel A muestra datos del sector privado. El panel B muestra los datos del sector público. Los números entre paréntesis muestran el número de países en cada región. El número en la base de las columnas representan el número promedio de emisiones al año. Los números entre paréntesis muestran el número de países en cada región.

**GRÁFICO 4.12 Transacciones de renta variable en mercados nacionales y extranjeros**

Fuente: Didier y Schmukler (2011b)

Este gráfico muestra los promedios transnacionales de los valores a nivel de las empresas transados en certificados de depósito (DRs) sobre el total del valor transado (en mercados nacionales y DRs). Sólo se consideran en este gráfico las empresas con programas de DR identificadas en el Directorio DR del Bank of New York, y con datos sobre las ventas registrados en Bloomberg. El número promedio de empresas para los países en cada región también se registra en la base de las columnas. Los números entre paréntesis muestran el número de países en cada región.

#### RECUADRO 4.1 Costos y beneficios de la participación de los bancos extranjeros en los sistemas financieros nacionales

Numerosos documentos han analizado los costos y beneficios de la participación de bancos de propiedad extranjera en los sistemas financieros (por ejemplo, Claessens y Van Horen 2008; Cull y Martínez Pería 2010). Normalmente estos autores opinan que los bancos de propiedad extranjera tienden a ser más eficientes que los bancos nacionales en las economías emergentes. Los bancos de propiedad extranjera pueden contar con bases de financiamiento más diversificadas, entre ellas el acceso a liquidez externa de sus casas matrices incluso en tiempos de crisis, lo cual disminuye sus costos de depósito. Los bancos de propiedad extranjera también pueden captar mejor las economías de escala y aportar capacidad técnica, innovación de productos y prácticas de gestión de riesgo más sofisticadas. También pueden ayudar a potenciar la competencia en los países en desarrollo.

Sin embargo, los críticos de la penetración de propiedad extranjera sostienen que los bancos extranjeros pueden desestabilizar el sector bancario por diversas razones. Pueden “importar” choques de sus países de origen y/o repartir los choques de otros paí-

ses en desarrollo en los que operan. La feroz competencia con los bancos de propiedad extranjera puede amenazar la existencia de los bancos locales. Además, los bancos de propiedad extranjera pueden disminuir el financiamiento para una mayoría de empresas y consumidores nacionales si sólo se concentran en un segmento específico del mercado. En particular, la literatura demuestra que los bancos extranjeros tienen la tendencia a experimentar dificultades para prestar a usuarios que carecen de la información dura para demostrar su solvencia (por ejemplo, Mian 2003; Mian 2006; Berger, Klapper y Udell 2001).

De todos modos, la evidencia en cuanto al efecto neto de los bancos de propiedad extranjera en la expansión no es definitiva. Por ejemplo, es posible que la competencia de los bancos extranjeros obligue a los bancos nacionales a buscar nuevos nichos de mercado (Jenkins 2000). En términos empíricos, de la Torre, Martínez Pería y Schmukler (2010) y Beck, Demirgüç-Kunt y Martínez Pería (2011) demuestran que no hay diferencias en la medida de la participación

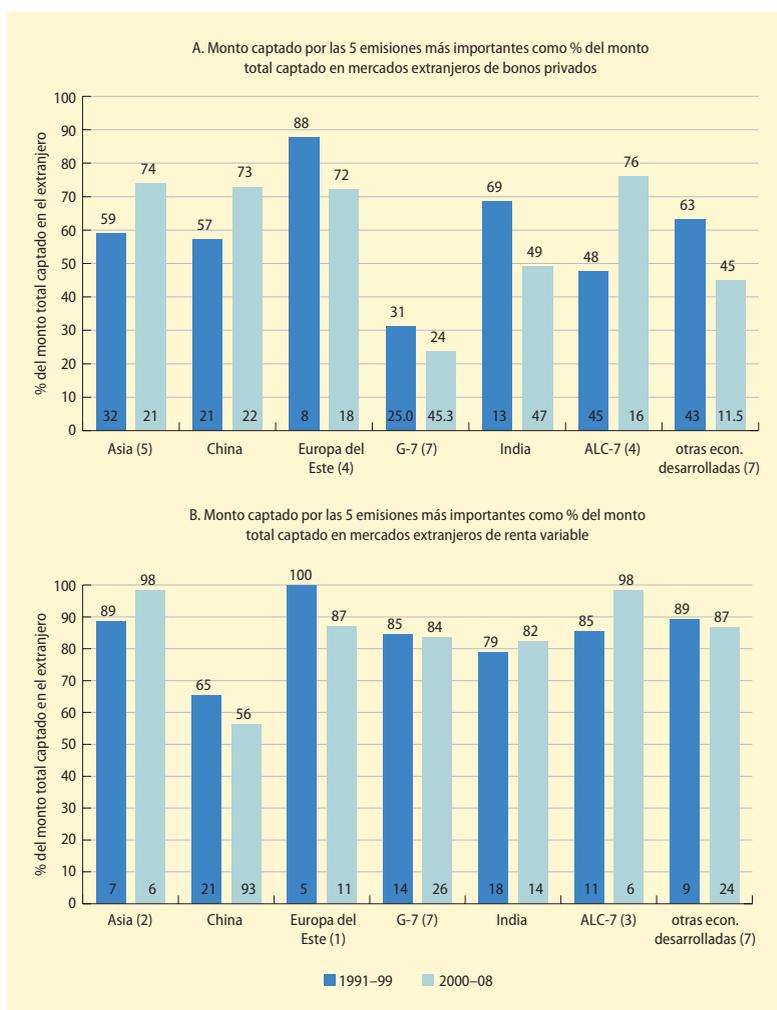
(continuación próxima página)

**RECUADRO 4.1** (continuación)

de los bancos de propiedad extranjera con las PyMES en comparación con los grandes bancos nacionales y de propiedad del Estado. Clarke et al. (2006) y Giannetti y Ongena (2009) argumentan que la presencia

de los bancos extranjeros se asocia con una mejora de los indicadores de las empresas, especialmente las empresas más nuevas, aunque los efectos son menos pronunciados para las pequeñas empresas.

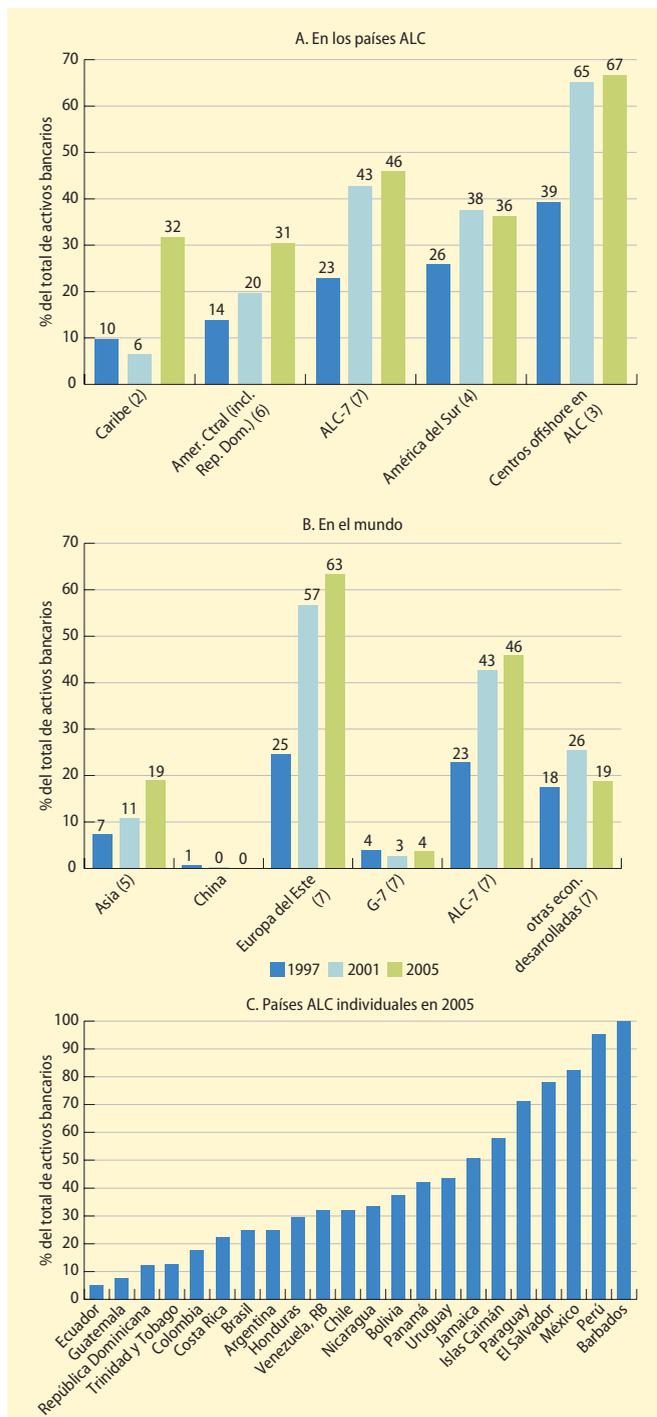
**GRÁFICO 4.13** Concentración en mercados de bonos extranjeros y de renta variable



Fuente: Didier y Schmukler (2011b).

El gráfico muestra la concentración en los mercados de bonos y renta variable. El panel A muestra el monto captado por las cinco principales emisiones de las empresas como porcentaje del monto total captado por el sector privado en los mercados extranjeros de bonos privados entre 1991 and 2008. Sólo se tomaron en cuenta en este gráfico los países-años con al menos 5 emisiones. El panel B muestra el monto captado por las cinco principales emisiones como porcentaje del monto total captado por el sector privado en los mercados extranjeros de renta variable privada durante el mismo periodo. El panel C muestra el promedio transnacional del valor a nivel de empresa transado en DRs para las cinco empresas principales en relación con el total del valor de DRs transados en mercados extranjeros de renta variable entre 2000 y 2008. Sólo se tomó en cuenta en este gráfico los países con más de cinco empresas con programas de DRs. Todos los DRs identificados en el Directorio del Bank of New York, con datos de transacciones registrados en Bloomberg se consideran en este gráfico. Los números en la base de las columnas representan el numero promedio anual transnacional de emisiones. Los números entre paréntesis muestran el número de países en cada región.

**GRÁFICO 4.14 Activos bancarios de propiedad extranjera como porcentaje del total de activos bancarios**



Fuente: Cálculos del autor basados en Claessens y van Horen (2008). El gráfico muestra los activos promedio de bancos extranjeros como porcentaje del total de activos bancarios en 1997, 2001, y 2005. El panel A compara el ratio promedio en las regiones en ALC. El Panel B compara el ratio promedio en ALC-7 en relación con otras regiones emergentes y economías desarrolladas, y el panel C muestra el ratio para todos los países en ALC en 2005.

## Notas

1. Este Capítulo se basa en gran medida en los documentos “Financial Globalization: Some Basic Indicators for Latin America and the Caribbean”, de Tatiana Didier y Sergio Schmukler, y “Financial Globalization in Latin America: Myth, Reality and Policy Matters”, de Eduardo Levy-Yeyati, que forman parte del volumen editado que acompaña este informe regional sobre ALC.
2. Los inversores extranjeros invierten principalmente en los mercados de ALC, pero no captan capital allí. Las emisiones locales de valores o bonos de las empresas extranjeras representaron menos del 2% del capital total captado en estos mercados durante los años 2000. Sin embargo, las empresas extranjeras normalmente han buscado más financiamiento en las economías emergentes.
3. Ver Stulz (1999) y Errunza (2001).
4. Levy-Yeyati (2011b) encuentra pruebas de que la globalización financiera amplificó la liquidación de activos (especialmente a través de fondos de valores con referencia global) que se produjo después del colapso de Lehman Brothers. También llega a la conclusión de que la naturaleza procíclica de las inversiones de cartera, que vuelven a los principales mercados durante los episodios de huida hacia la calidad, pueden amplificar el efecto del ciclo global en el mundo emergente de una manera no deseable.
5. Existe una extensa literatura, que aumenta rápidamente, que analiza los flujos de capital transfronterizos y las posiciones asociadas de activos y pasivos desde una perspectiva de cartera. Ver Broner *et al.* (2010) y sus referencias.
6. Cuando las actividades internas y externas son complementarias, la correlación entre desarrollo financiero y globalización financiera debería ser positiva, y cuando son sustitutas, la correlación debería ser negativa.
7. Ver Levine y Schmukler (2006; 2007).
8. Ver también Lane y Milesi-Ferretti (2001).
9. Ver Gourinchas y Rey (2007) y Gourinchas, Govillot y Rey (2010).
10. Ver de la Torre *et al.* (2010a y 2010b), Gourinchas, Govillot y Rey (2010), Didier, Hevia y Schmuckler (2011), y Gourinchas, Rey y Truempler (2011).
11. Ver Aizenman y Pasricha (2010), Frankel y Saravelos (2010), y Aizenman (2011), entre otros.
12. Sin embargo, los plazos de vencimientos largos podrían ser asociados con duraciones relativamente cortas si la mayor parte de la deuda es en tipos de cambio flotantes. Los datos no nos permiten actualmente identificar dichos efectos.
13. Ver Levine y Schmukler (2006, 2007). El Capítulo 7 analiza más en profundidad las posibles razones de esta brecha.



# La inclusión financiera: ¿Dónde se sitúa ALC?

## 5

Este Capítulo estudia la inclusión financiera en ALC y se centra en los sectores típicamente desfavorecidos, especialmente los hogares de bajos ingresos y los pequeños empresarios. Tanto los estudios teóricos como empíricos han sostenido que la inclusión financiera importa.<sup>1</sup> La teoría ha demostrado que las fricciones del mercado financiero que impiden la inclusión financiera pueden conducir a una desigualdad persistente y a las trampas de la pobreza, y el trabajo empírico ha confirmado los efectos positivos en el bienestar que resultan del acceso de las empresas y los individuos a los servicios financieros.<sup>2</sup> Este Capítulo primero mide la inclusión financiera en ALC y la compara con la de otras regiones utilizando datos del lado de la oferta obtenidos de los reguladores bancarios. En segundo lugar, analiza las barreras (pecuniarias y no pecuniarias) al uso de servicios bancarios a partir de un estudio de bancos y compara ALC con otras regiones. En tercer lugar, estudia los datos por el lado de la demanda a partir de estudios a nivel de las empresas y de los hogares.<sup>3</sup> Finalmente analiza el rol de los gobiernos de la región en la promoción de la inclusión financiera. Las principales conclusiones son las siguientes:

- La mayoría de los indicadores disponibles de inclusión financiera sugieren que es evidente que ALC7 no tiene un bajo desempeño en comparación con sus pares; de hecho, ALC7 tiene un mejor desempeño en diversas dimensiones, entre ellas, sorprendentemente, el uso de servicios bancarios por parte de las PyMEs.
- Este éxito relativo podría reflejar en parte el hecho de que una mayoría de gobiernos en ALC7 han adoptado políticas amplias para promover la inclusión financiera.
- Al mismo tiempo la falta de demanda parece ser un factor importante para explicar el uso limitado de los servicios bancarios por parte de los hogares.
- Sin embargo, las altas tarifas pecuniarias de los depósitos y préstamos también podrían estar actuando como barreras.
- Además de estas barreras, otro aspecto potencialmente problemático que requiere la atención del gobierno es la mejora de los derechos de los acreedores, donde ALC7 presenta un retraso significativo.
- En términos generales, los países no pertenecientes a ALC7 están rezagados con respecto a ALC7 en algunos indicadores de expansión financiera y en algunas políticas de gobierno para promover la inclusión;

por lo tanto, hay un terreno para que los gobiernos no ALC7 jueguen un rol más activo en la promoción de la inclusión financiera.

Este Capítulo no aborda el tema de la sostenibilidad financiera, en parte debido a la falta de datos. Sin embargo, parece razonable afirmar que cuanto más promuevan los gobiernos la inclusión financiera (y tengan éxito en su potenciación), más atención tendrán que prestar a la solidez y sostenibilidad de ese progreso. Como lo ha demostrado la reciente crisis global, es más probable que aparezcan líneas de fractura sistémicas ahí donde disminuye la capacidad de los prestatarios para pagar.

El resto de este Capítulo se estructura de la siguiente manera. La primera Sección presenta la metodología utilizada en el estudio. La segunda Sección presenta las pruebas por el lado de la oferta. La tercera Sección analiza las pruebas por el lado de la demanda. La cuarta Sección versa sobre el rol del gobierno.

## La metodología

Resulta difícil medir la inclusión financiera en la práctica. Un desafío básico consiste en distinguir entre el acceso y el uso de los servicios financieros. El acceso se refiere fundamentalmente a la oferta de servicios, mientras que el uso (el resultado observable) está determinado tanto por la demanda como por la oferta. Por lo tanto, las inferencias acerca de la inclusión financiera a partir de mediciones del uso de los servicios financieros no implican necesariamente la existencia de fallas de mercado que justifiquen la intervención del gobierno. Aún así, medir el uso de los servicios financieros es la principal manera, y la más accesible, de evaluar la inclusión financiera. Este análisis emplea ambos tipos de datos – por el lado de la demanda (basándose en estudios) y datos del lado de la oferta– para caracterizar la inclusión financiera. Como en capítulos anteriores, cuando hay datos suficientes, se presentan tanto los datos brutos como los

datos controlados por el PIB per cápita y por la densidad demográfica.

El análisis se concentra en el análisis del acceso a (y el uso de) los servicios bancarios, porque los bancos dominan el sector financiero en América Latina, sobre todo en los hogares y las PyMEs, que se encuentran en el corazón de las preocupaciones y del programa de la inclusión financiera. Además, los datos para el sector bancario son más accesibles en todos los países, lo cual facilita las comparaciones. Sin embargo, cuando es posible, se presenta y se discute los datos y las iniciativas que incluyen a las instituciones no bancarias.

La falta de acceso puede reflejar las barreras pecuniarias para el uso de los servicios financieros, tales como tarifas o balances mínimos, así como barreras no pecuniarias, tales como los requisitos de documentación, el número de lugares donde los individuos pueden abrir cuentas o postular a préstamos, el número de días para procesar una solicitud de préstamo, etc. De esta manera, el Capítulo utiliza datos de un estudio de instituciones financieras llevado a cabo por el Banco Mundial (ver Berck, Demirgüç-Kunt y Martínez Pería 2008) durante 2004–2005 para cuantificar las barreras al uso de los servicios financieros. Dado que estos datos están disponibles sólo en los países más grandes de América Latina, no es posible comparar los países de ALC7 con los demás países de la región.

Es necesario formular algunas advertencias y limitaciones de este análisis. En primer lugar, como se menciona más arriba, el análisis se centra en los bancos e ignora en gran medida las instituciones no bancarias. En segundo lugar, se centra en los pagos, los ahorros y los servicios crediticios. Debido a la falta de datos, ignora los servicios de seguros. En tercer lugar los indicadores de inclusión financiera, como el número de depósitos o préstamos per cápita, puede sobreestimar el alcance de la expansión, ya que algunos individuos y empresas pueden tener más de una cuenta. En cuarto lugar, los datos del lado de la oferta no distinguen entre individuos y empresas en el uso de servicios bancarios.

Finalmente, al documentar el rol del gobierno en la promoción de la inclusión financiera, este Capítulo solo puede describir las iniciativas y las políticas, y no lleva a cabo un análisis del impacto de estas políticas en el bienestar.

## Evidencia del lado de la oferta

En general, las estadísticas brutas sobre el número de sucursales, cajeros automáticos y depósitos sugieren que los países de ALC se encuentran a la par con economías en Asia, pero acusan un retraso en relación con los países desarrollados y Europa del Este. Las cifras promedio de sucursales y cajeros automáticos en ALC7 son bastante similares a las de Asia, pero inferiores a las de Europa del Este, el G-7 y otros países desarrollados (Gráfico 5.1a). Los países de ALC7 también tienen un desempeño superior al de otras subregiones de ALC. En cuanto al número promedio de depósitos por cada 1.000 adultos, las cifras de ALC7 son similares, en términos generales, a las de Asia y de las economías avanzadas no pertenecientes al G-7, pero inferiores a las de Europa del Este y los países del G-7 (Gráfico 5.1b). Sin embargo, después de controlar por el ingreso per cápita y la densidad demográfica, estas diferencias dejan de ser significativas (ver Cuadro 5.1).<sup>4</sup> De hecho, la mayoría de países de ALC7 (y ALC) parecen tener un desempeño superior a los grupos de comparación (Gráfico 5.2). En el caso del número de préstamos, ALC tiene un desempeño superior a la mayoría de otras regiones, incluso sin utilizar los controles (Gráfico 5.3).<sup>5</sup>

Hay diversas barreras pecuniarias posibles al acceso. El balance mínimo medio requerido por los bancos en los países ALC7 normalmente es similar al observado en la mayoría de países en vías de desarrollo. De la misma manera, el balance mínimo requerido para mantener las cuentas de ahorro y cuentas corrientes es más bajo que los exigidos en la mayoría de países en vías de desarrollo y concuerdan con las prácticas de las economías desarrolladas. Sin embargo, las tarifas de los depósitos en ALC tienden a ser

más altas que aquellas observadas en otras regiones (Gráfico 5.4a). De la misma manera, las tarifas de los préstamos al consumo y residenciales (hipotecarios) en América Latina superan sustancialmente a las de la mayoría de países de comparación (Gráfico 5.4b). En cambio, las tarifas de otros tipos de préstamos de los países ALC7 se parecen bastante a las observadas en otras regiones.

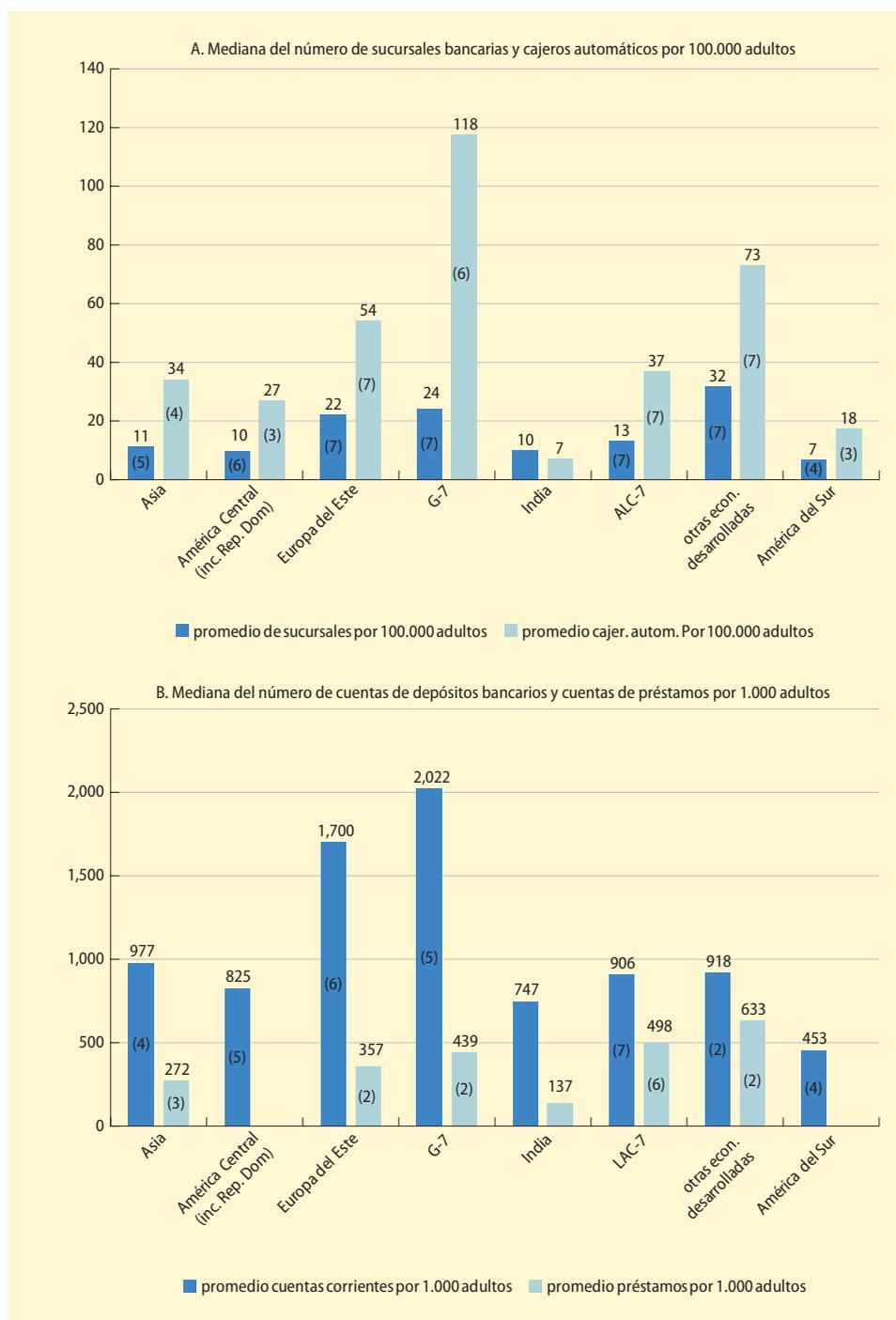
En términos de barreras no pecuniarias, el número de documentos requeridos para abrir cuentas de depósito en América Latina también supera los requisitos de la mayoría de los demás países. Sin embargo, el número de lugares donde los clientes de los bancos pueden abrir una cuenta corriente o postular a un préstamo es comparable o mayor en los países de ALC7, incluso comparados con las economías del G-7. El estudio del Banco Mundial revela que, con la excepción de los préstamos hipotecarios, que normalmente tardan dos semanas en ser procesados, el número de días requeridos para procesar otros préstamos en ALC7 coincide con lo observado en otras regiones menos desarrolladas.

Las principales barreras al uso de los servicios en América Latina parecen ser los costos pecuniarios o tarifas. El Cuadro 5.2, que muestra las regresiones de las tarifas de préstamos de depósito e hipotecarios contra un número de posibles determinantes, incluyendo una variable dicotómica en ALC7, confirma que incluso después de controlar por las diferencias en la estructura del sector bancario, el entorno institucional y el ingreso per cápita en diferentes países, las tarifas cobradas por los bancos en América Latina siguen siendo considerablemente más altas que sus referencias.

## Evidencia del lado de la demanda

En esta parte se describe la evidencia del lado de la demanda para el uso y acceso de las empresas a los servicios bancarios con diversos indicadores elaborados a partir de la base de datos de los Enterprise Surveys del Banco Mundial. En primer lugar, analiza el porcentaje de empresas que tienen una cuenta corriente. En segundo lugar, analiza

**GRÁFICO 5.1** Número de sucursales, cajeros automáticos, cuentas corrientes y de préstamos



Fuente: Martínez Pería (2011).

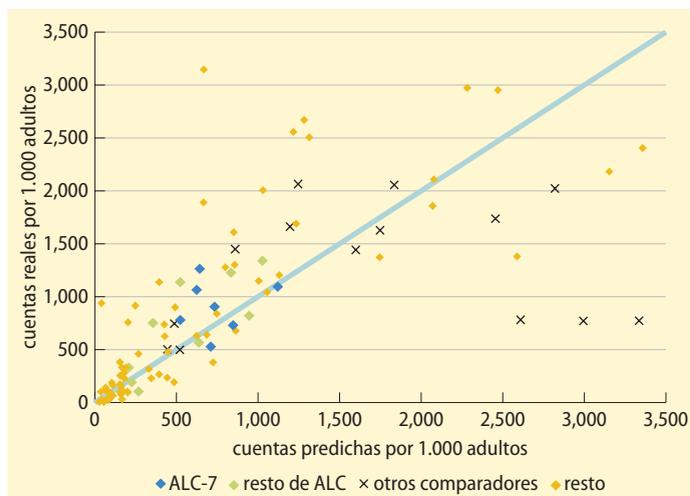
El panel A muestra la mediana del número de sucursales bancarias y cajeros automáticos por 100.000 adultos en ALC-7 vs. otras regiones y otros países en América Latina. El panel B muestra la mediana del número de cuentas de depósitos bancarios y de cuentas de préstamos por 1.000 adultos en ALC-7 vs. otras regiones y otros países en América Latina. Los números entre paréntesis se refieren al número de países para los que hay datos disponibles.

**CUADRO 5.1 Regresiones de indicadores de inclusión financiera en los ingresos, densidad demográfica y variables dicotómicas por país**

	Sucursales por 100.000 adultos		Cajeros automáticos por 100.000 adultos		# Depósitos por 1.000 adultos		# préstamos por 1.000 adultos	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
PIB per cápita, PPP	0.691 [17.98]***	0.713 [15.31]***	1.187 [15.95]***	1.189 [14.97]***	0.91 [14.38]***	0.931 [13.91]***	1.236 [14.93]***	1.254 [15.92]***
Densidad demográfica	0.114 [2.65]***	0.115 [2.61]**	0.046 [0.81]	0.042 [0.72]	0.333 [5.17]***	0.345 [5.14]***	0.078 [1.19]	0.082 [1.23]
ALC	-0.082 [-0.43]		0.396 [2.27]**		0.226 [1.52]		0.648 [4.48]***	
ALC-7		0.086 [0.61]		0.285 [1.21]		0.417 [1.68]*		0.716 [2.34]**
Resto de ALC		0.012 [0.04]		0.486 [1.73]*		0.363 [1.42]		0.811 [2.50]**
Otros países		0.164 [1.08]		-0.001 [-0.01]		0.199 [0.99]		0.157 [0.54]
Constante	-4.229 [-10.32]***	-4.551 [-8.34]***	-7.735 [-10.44]***	-7.731 [-9.41]***	-3.007 [-4.55]***	-3.4 [-4.42]***	-6.1 [-7.48]***	-6.406 [-7.83]***
Observaciones	132	132	117	117	109	109	77	77
R-cuadrado	0.667	0.67	0.796	0.796	0.765	0.767	0.833	0.834
F-test ALC-7 = Resto ALC_		0.0578		0.405		0.0562		0.239
Valor P ALC7 = Resto ALC_		0.81		0.526		0.813		0.626
Test-F ALC-7 = Otros		0.477		1.769		1.429		14.1
Valor P ALC7 = Otros		0.491		0.186		0.235		0.000***
Test F Resto de ALC_ = Otros		0.245		3.74		0.724		12.89
Valor-P- Resto de ALC = Otros		0.621		0.056*		0.397		0.001***

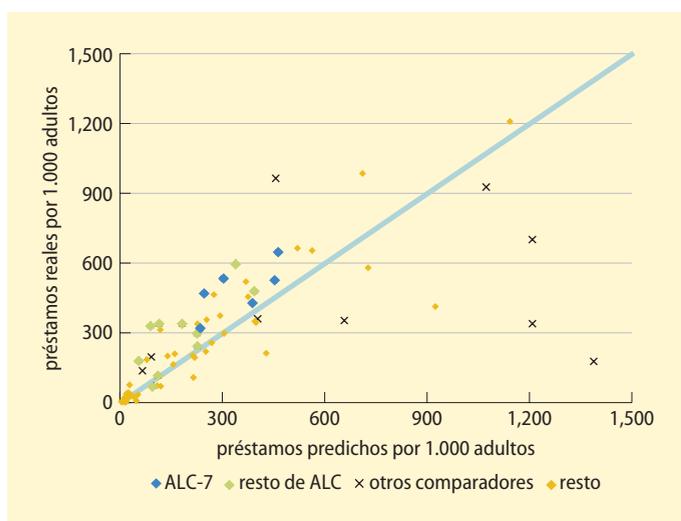
Fuente: Martínez Pería (2011).

Nivel de importancia: \* = 10%; \*\* = 5%, y \*\*\* = 1%. Los estadísticos-t robustos se muestran en corchetes.

**GRÁFICO 5.2** Número real vs. número predicho de depósitos por 1.000 adultos

Fuente: Martínez Pería (2011).

Se obtuvieron los números predichos mediante una regresión sobre el registro de cajeros automáticos por 100.000 adultos en el registro del PIB per cápita en términos paritarios de poder adquisitivo constante y el registro de densidad demográfica.

**GRÁFICO 5.3** Número real vs. número predicho de préstamos por 1.000 adultos

Fuente: Martínez Pería (2011).

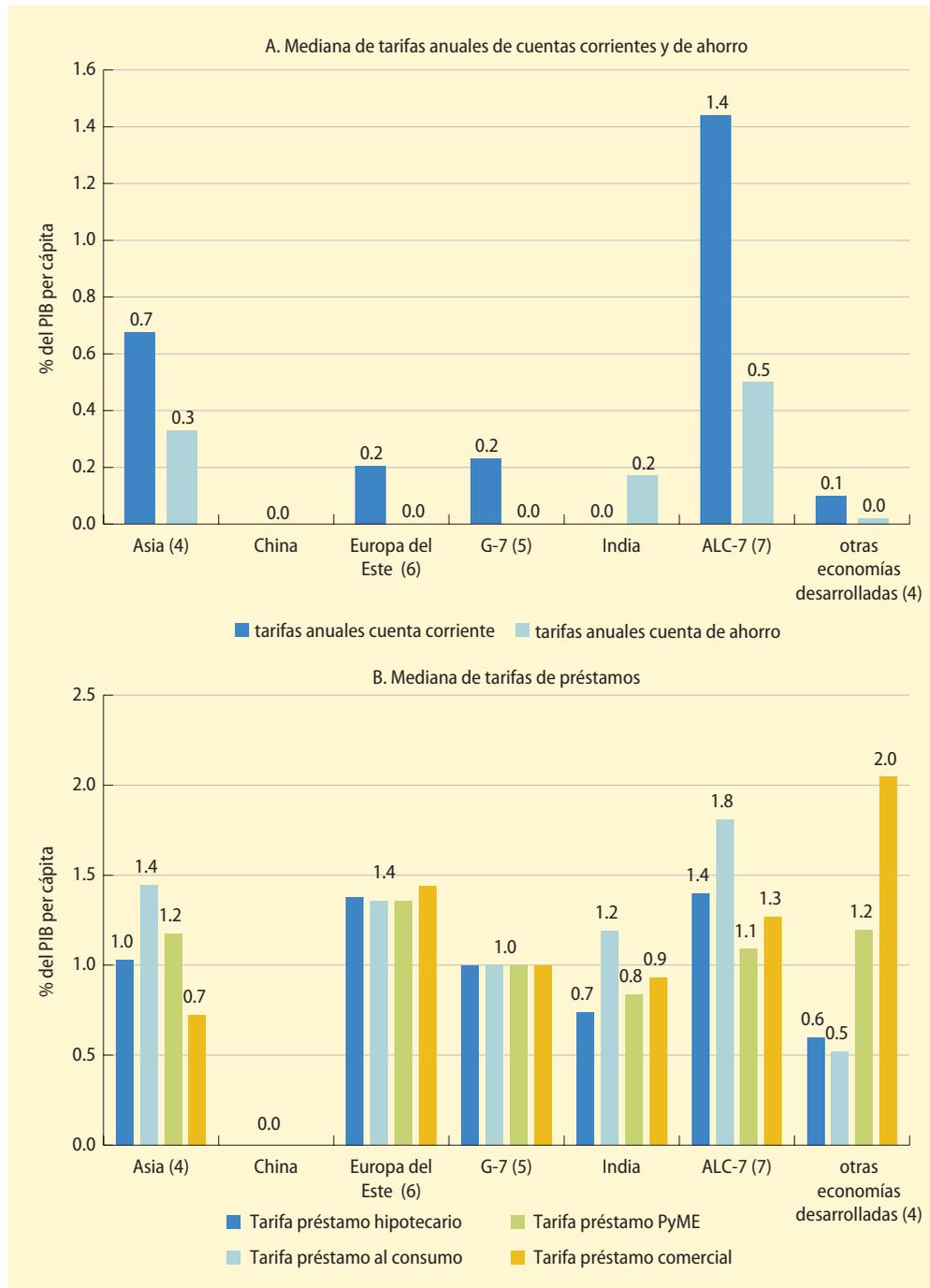
Se obtuvieron los números predichos mediante una regresión sobre el registro de préstamos por 100.000 adultos en el registro del PIB per cápita en términos paritarios de poder adquisitivo constante y el registro de densidad demográfica.

el uso de los productos crediticios utilizando una variable dicotómica construida de tal manera que toma el valor de 1 si la empresa tiene un descubierto, préstamo, línea de crédito o cualquier financiamiento del banco para el capital de trabajo o de activos fijos. También examina el porcentaje medio del capital de trabajo y, de forma separada, los activos fijos financiados por los bancos. Finalmente, evalúa la proporción de empresas que consideran que el acceso al financiamiento es un obstáculo de primer orden para sus operaciones y su crecimiento. A lo largo del análisis, distingue entre empresas grandes (aquellas con 100 empleados o más) y PyMEs (aquellas que emplean entre 5 y 99 trabajadores). Dado que las PyMEs tienden a ser más opacas y más vulnerables a la volatilidad económica, se suele esperar de ellas que se vean más limitadas cuando se trata de tener acceso a los servicios bancarios.

No es demasiado sorprendente que la gran mayoría de empresas (incluidas las PyMEs) en ALC (como en otras regiones) tengan una cuenta bancaria (Gráfico 5.5a). Entre las grandes empresas y las PyMEs, el uso del crédito bancario en ALC está más generalizado que en Asia y Europa del Este (Gráfico 5.5b). En ALC, el uso de crédito está más generalizado entre las empresas en ALC7 que en las empresas de América del Sur y América Central. Sin embargo, hay una diferencia perceptible (en todas las regiones) entre el número de empresas grandes y pequeñas que utilizan productos crediticios.

Si bien las PyMEs en los países ALC7 también parecen hacer un uso más amplio de préstamos bancarios para financiar sus adquisiciones de activos fijos, la diferencia en la medida del uso entre las grandes empresas y las PyMEs es notablemente grande comparada con Asia o Europa del Este (Gráfico 5.6a). Resultados bastante similares se encuentran en la proporción del capital de trabajo financiado por los bancos (Gráfico 5.6b). El último indicador del acceso al crédito entre las empresas son las respuestas de las empresas a una pregunta del estudio acerca de su opinión sobre el acceso al financiamiento.<sup>6</sup> Una vez más, no hay gran diferencia entre ALC7, Asia

**GRÁFICO 5.4 Tarifas anuales**



Fuente: Beck, Demircug-Kunt, y Martínez Pería (2008). El panel A muestra la mediana de las tarifas anuales de las cuentas corrientes y de ahorro como porcentaje del PIB per cápita. El panel B muestra la mediana de las tarifas de préstamos como porcentaje del PIB per cápita. Los números entre paréntesis muestran el número de países en cada región.

**CUADRO 5.2 Regresiones para tarifas de depósito y préstamos**

Variables	Tarifas anuales cuenta corriente (% del PIBPC)			Tarifas anuales cuenta de ahorro (% del PIBPC)			Tarifas préstamo hipotecario		
ALC-7	2.47 [3.30]***	3.014 [2.11]**	4.222 [2.16]**	2.153 [3.18]***	1.203 [2.62]**	1.132 [2.27]**	2.501 [1.88]*	2.348 [1.85]*	2.852 [1.81]*
Países fuera del grupo de comparación	4.141 [2.96]***	0.892 [1.01]	0.158 [0.13]	1.454 [1.95]*	0.431 [1.15]	-0.251 [-0.56]	4.608 [1.54]	1.311 [1.64]	0.729 [0.69]
Concentración (% de activos de 5 principales bancos)		0.019 [0.72]	0.058 [1.62]		-0.009 [-0.90]	0.014 [1.62]		-0.021 [-0.80]	-0.013 [-0.36]
Índice derechos legales		0.242 [1.08]	0.307 [1.01]		0.014 [0.18]	-0.007 [-0.10]		-0.052 [-0.27]	-0.09 [-0.45]
Índice información crediticia		-0.409 [-1.01]	-0.533 [-1.04]		0.137 [0.99]	0.203 [1.72]*		-0.049 [-0.16]	-0.053 [-0.20]
Costo de ejecución de contratos		0.077 [3.11]***	0.068 [2.56]**		0.013 [1.46]	0.014 [2.61]**		0.029 [0.84]	0.048 [1.26]
Índice de herencia de libertad financiera		0.089 [1.84]*	0.074 [1.14]		0.023 [1.59]	0.017 [0.93]		0.053 [2.12]**	0.064 [1.41]
Registro del PIB pc (PPP)		-1.51 [-1.97]*	-2.157 [-2.31]**		-0.549 [-2.05]**	-0.967 [-3.06]***		-0.665 [-1.36]	-1.053 [-1.92]*
Porcentaje de activos bancarios de bancos públicos			-0.027 [-0.57]			-0.011 [-1.03]			-0.003 [-0.12]
Porcentaje de activos bancarios de bancos extranjeros			0.03 [1.17]			-0.002 [-0.36]			0.001 [0.07]
Constante	-0.906 [-1.38]	5.809 [0.82]	9.756 [1.14]	-1.588 [-2.41]**	2.637 [1.21]	5.699 [2.15]**	0.607 [0.93]	5.182 [1.21]	7.384 [1.55]
Observaciones	69	59	45	69	59	45	66	58	44
Pseudo R-al cuadrado	0.0152	0.122	0.142	0.0265	0.166	0.296	0.00291	0.0552	0.0967

Fuente: Martínez Pería (2011).

Este cuadro muestra las estimaciones tobit para las tarifas de depósito y préstamos hipotecarios en relación con la variable dicotómica por país junto con una serie de variables que representan la estructura bancaria, entorno institucional e ingreso per cápita. En particular, ALC-7 es una variable dicotómica igual a 1 para Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, y Uruguay. Los países fuera del grupo de comparación es una variable dicotómica que asume el valor de 1 para países diferentes del grupo de comparación que incluye los países del G7 (Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Reino Unido y Estados Unidos), otros países desarrollados (Australia, Finlandia, Israel, Nueva Zelanda, Noruega, España y Suecia), países comparables en Asia (China, India, Indonesia, Corea, Malaysia, Filipinas, y Tailandia), y en Europa del Este (Croacia, República Checa, Hungría, Lituania, Polonia y Rusia, y Turquía). Los estadísticos-t robustos se muestran en corchetes. Nivel de importancia: \*= 10%; \*\* = 5%, y \*\*\* = 1%.

**GRÁFICO 5.5 Utilización de las empresas de cuentas corrientes y productos crediticios**



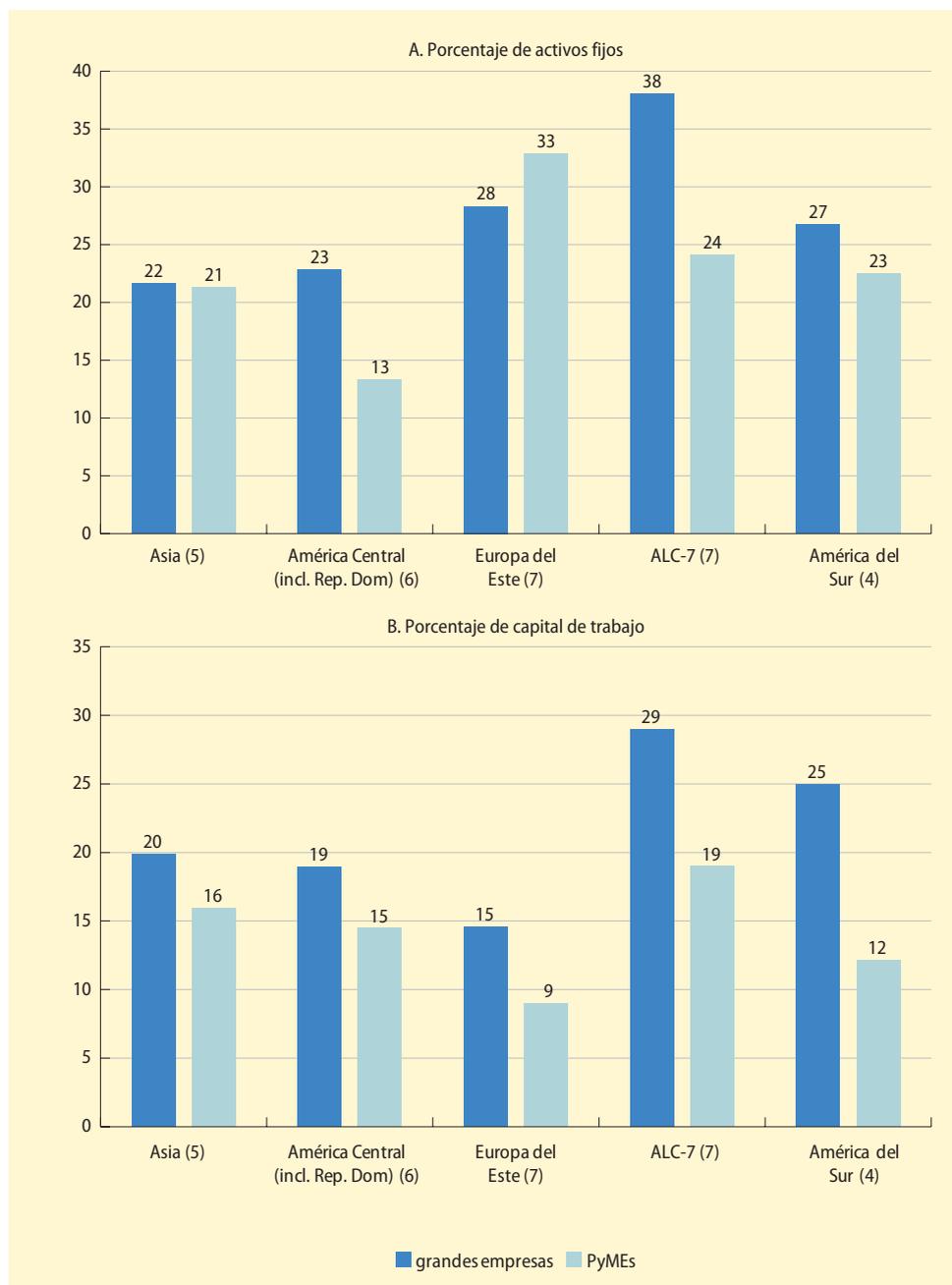
Fuente: Martínez Pería (2011).

El panel A muestra la utilización de las empresas de las cuentas bancarias, mientras que el panel B muestra la utilización de las empresas de los productos crediticios. Los números entre paréntesis muestran el número de países en cada región.

y Europa del Este en lo que se refiere al porcentaje de PyMEs que declaran que la falta de acceso es un obstáculo severo (Gráfico 5.7). En resumen, las PyMEs en ALC (y especialmente en ALC7) no parecen sufrir retraso en

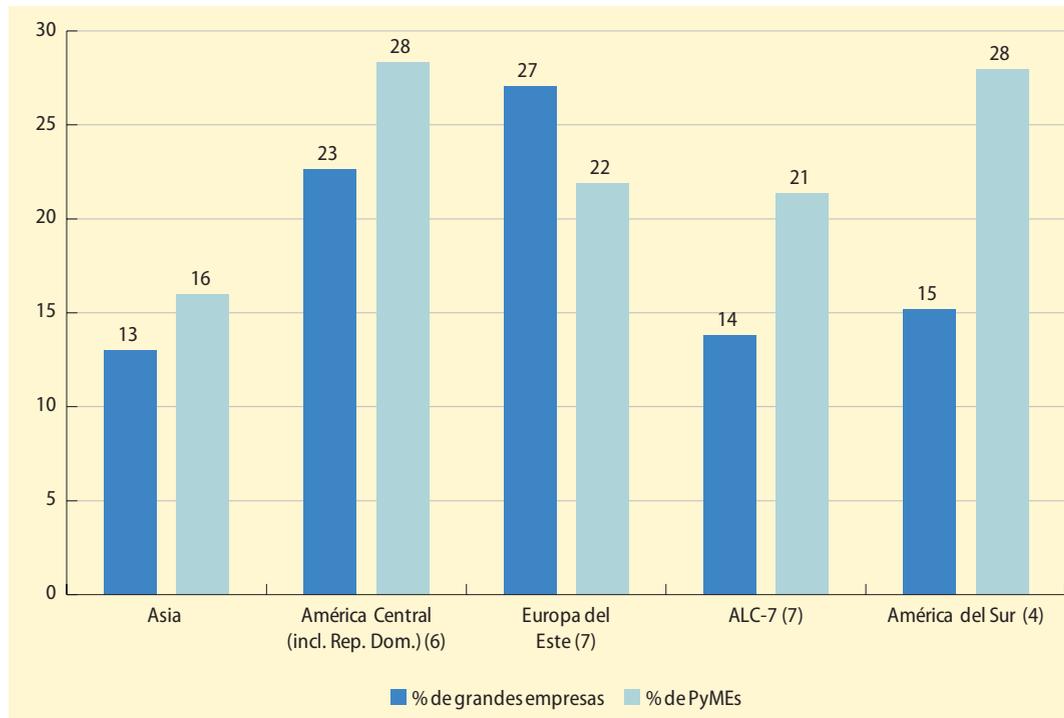
términos absolutos en relación con las empresas en otros países en vías de desarrollo en lo que concierne a su acceso y uso del crédito bancario. Dicho esto, la diferencia sustancial en el acceso entre las empresas más grandes y

**GRÁFICO 5.6 Activos fijos y capital de trabajo financiado por los bancos**



Fuente: Martínez Pería (2011).

El panel A muestra el porcentaje de activos fijos financiado por los bancos, y el panel B muestra el porcentaje de capital de trabajo financiado por los bancos. Los números entre paréntesis muestran el número de países en cada región.

**GRÁFICO 5.7** Porcentaje de empresas que consideran el acceso al financiamiento un obstáculo severo

Fuente: Martínez Pería (2011).

Este gráfico muestra el porcentaje de empresas que consideran el acceso al financiamiento un obstáculo severo. Los números entre paréntesis muestran el número de países en cada región.

más pequeñas en ALC es un asunto de potencial preocupación que merece ser analizado con mayor profundidad.

La información por el lado de la demanda a nivel de los hogares es muy limitada y difícil de comparar entre países, porque los instrumentos del estudio y las muestras varían de país en país. Sin embargo, la CAF recientemente llevó a cabo estudios comparativos sobre los hogares en Argentina, Brasil, Colombia, Perú y Uruguay, que de ahora en adelante se denominarán grupo ALC5. Los estudios revelaron que el 51% de los hogares en ALC5 tienen una cuenta bancaria. Entre los hogares que no tienen una cuenta, entre las principales razones citadas aparece la falta de fondos (61%) o la carencia de un empleo (19%). Solo el 11% de los hogares citaron que “no confían en las instituciones financieras” o que “no son capaces de cumplir con los requisitos para abrir una cuenta” y el 7% se quejó de las altas tarifas. Las estadísticas

referidas al uso de cuentas bancarias en los hogares en países fuera de ALC5 son muy similares. Aproximadamente el 52% de los hogares tienen una cuenta y, entre aquellos que no la tienen, el 72% menciona la falta de dinero como la principal razón. Solo el 5% de los hogares se quejan de las altas tarifas y el 13% menciona no cumplir con los requisitos para abrir una cuenta. En general, el hecho de que la mitad de los hogares no utilicen una cuenta parece deberse principalmente a consideraciones del lado de la demanda, tales como la falta de ahorros o de ingresos.

El uso de los préstamos es aún menos típico que el uso de cuentas bancarias. Sólo cerca de 21% de los hogares en ALC5 tienen un préstamo, y 62% nunca han postulado a uno. En el caso de otros países ALC (Bolivia, Ecuador, Panamá y Venezuela), sólo 16% de los hogares tienen un préstamo y 66% nunca han postulado a uno. Un porcentaje importante (70% en ALC5 y 66% en otros países

ALC) declaró que no había postulado a un préstamo porque pensaba que era demasiado arriesgado y prefería no endeudarse. En ALC5 sólo el 24% no postularon debido a ingresos o colateral insuficientes. Entre otros países de la región, 29% de los hogares no postularon debido a ingresos o colateral insuficientes. Por lo tanto, en América Latina, los hogares que no postulan a préstamos parecerían renunciar al uso de servicios crediticios sobre todo porque tienen grandes reticencias a endeudarse.

En general, los datos de los hogares revelan que el uso de servicios bancarios es más bien limitado en América Latina. Es importante señalar que las respuestas de los hogares a las preguntas de por qué no utilizan los servicios señalan que la falta de ingresos y la autoexclusión juegan un rol más importante que las consideraciones del lado de la oferta, como las altas tarifas y la exigente documentación requerida. Se debe señalar, no obstante, que estos estudios se basan en una pequeña muestra de hogares que residen únicamente en zonas urbanas. Los estudios nacionalmente representativos que incluyen las áreas rurales pueden proporcionar una imagen distinta del nivel de uso y las razones subyacentes. Además, dado que estos estudios se realizaron sólo para América Latina, no es posible comparar sus resultados con lo que se puede observar en otros países en desarrollo.

## El rol del gobierno

Analizar el rol del gobierno en la promoción de la inclusión financiera es difícil ya que abarca muchos aspectos –desde documentar si el gobierno tiene un mandato explícito para promover la inclusión financiera hasta analizar los programas y/o intervenciones específicos del gobierno cuyo fin es mejorar la inclusión financiera, o evaluar la capacidad de la infraestructura del sector financiero y el entorno contractual. Además, evaluar el impacto sobre el bienestar de las políticas gubernamentales diseñadas para promover la inclusión financiera es particularmente difícil, dado que requiere aislar el impacto de estas políticas de otros factores que también

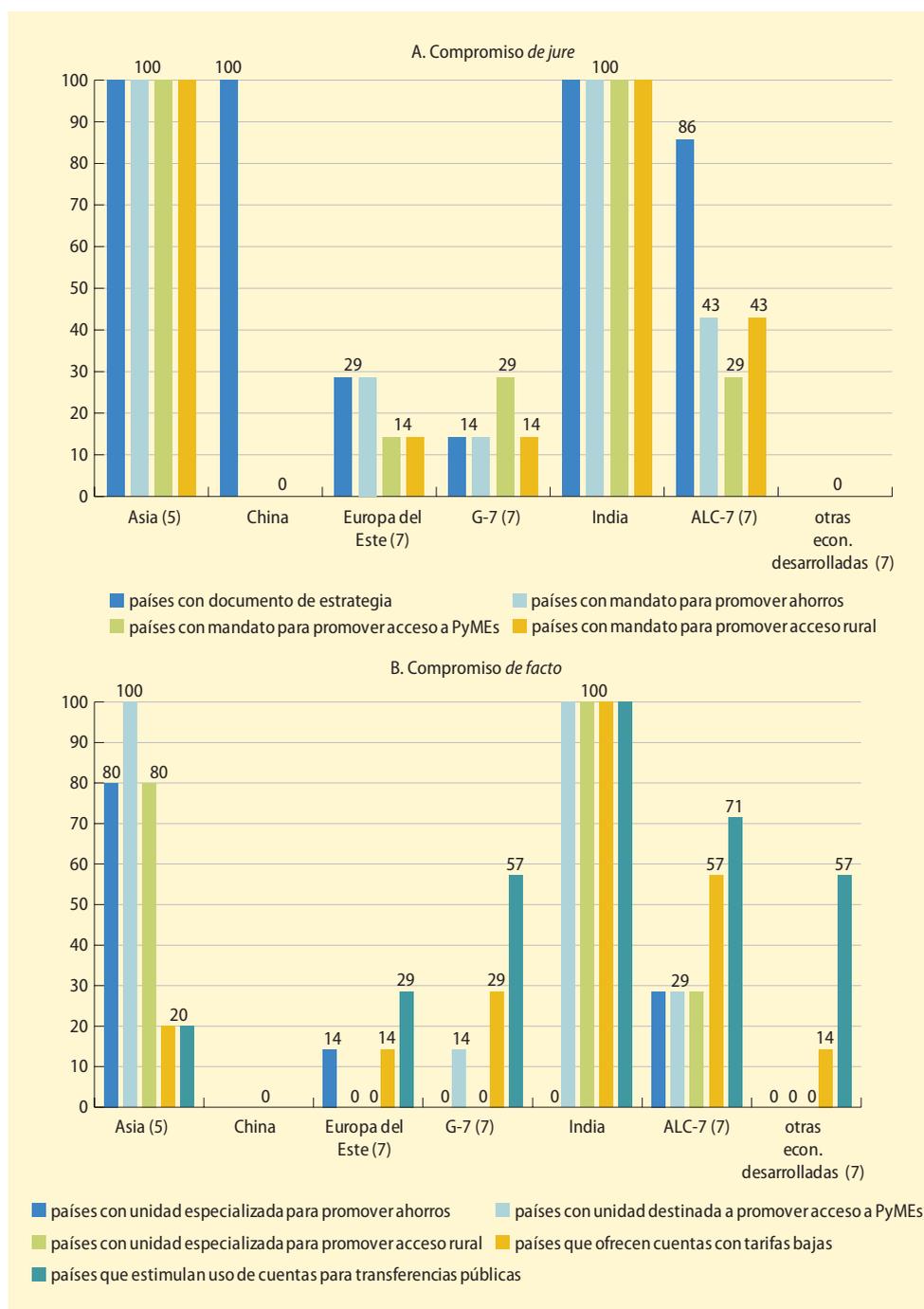
pueden afectar al bienestar. Una evaluación exhaustiva de las políticas gubernamentales supera el alcance de este Capítulo. En cambio, este Capítulo se centra en documentar las iniciativas y políticas actuales para promover la inclusión financiera en ALC y en compararlas con aquellas aprobadas por los gobiernos en otras regiones.<sup>7</sup>

En lo que concierne al mandato *de jure* de los reguladores para aumentar la inclusión financiera (lo cual incluye tener un documento que explique su estrategia), ALC7 muestra un desempeño superior al de Europa del Este pero se sitúa muy por detrás de Asia (Gráfico 5.8a). Un panorama bastante similar aparece para los compromisos de facto (Gráfico 5.8b). En la región ALC, ALC7 tiene un desempeño superior a los de otras subregiones (Gráfico 5.9).

El acceso a los servicios financieros en numerosos países en desarrollo se ve perjudicado por la falta de una red generalizada de sucursales bancarias, especialmente en las zonas rurales, que los intermediarios financieros normalmente no encuentran rentables. En este contexto, los bancos corresponsales o las sucursales móviles pueden jugar un rol importante en la ampliación del acceso a los servicios financieros.<sup>8</sup> A lo largo del último decenio, los reguladores bancarios en ALC7 han comenzado a permitir que los bancos celebren acuerdos bancarios con corresponsales. Sin embargo, la banca corresponsal es menos común en los países de ALC7 que en las economías en Asia, Europa del Este, y otros países desarrollados que no pertenecen al G-7 (Gráfico 5.10). Las sucursales móviles, por otro lado, son más comunes en los países ALC7 que en los países asiáticos (con la excepción de China e India), Europa del Este y las economías del G-7. Una vez más, los países de ALC7 se encuentran muy por delante de sus vecinos en la región cuando se trata de banca corresponsal y sucursales móviles (Gráfico 5.11).

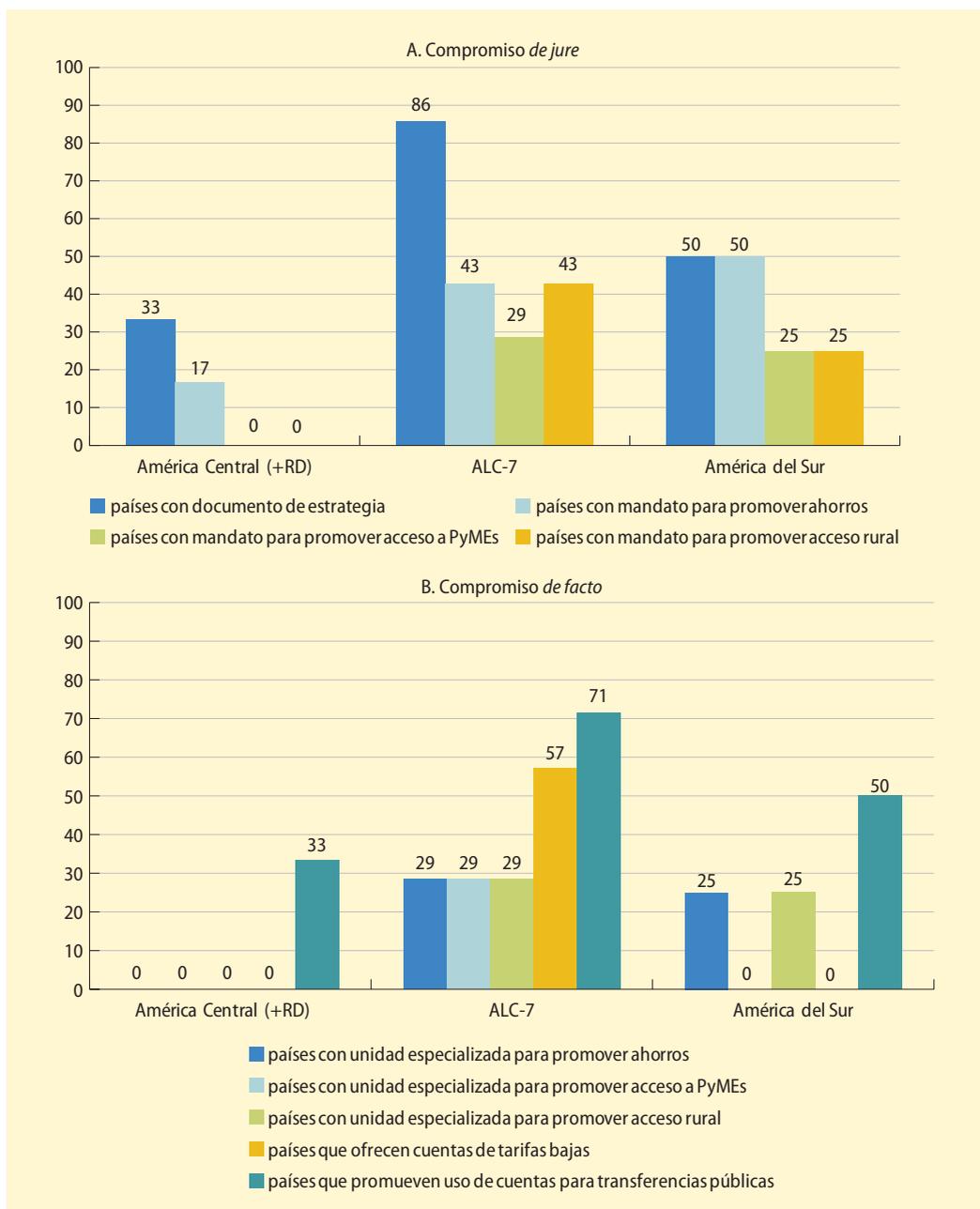
Además de aprobar políticas cuyo fin es promover la expansión de grupos específicos (como las PyMEs, los pobres o los habitantes rurales), los gobiernos pueden influir en el alcance de la oferta de servicios financieros

**GRÁFICO 5.8 Compromiso del gobierno con la inclusión financiera**



Fuente: Martínez Pería (2011). El panel A muestra el compromiso *de jure* del gobierno con la inclusión financiera, y el panel B muestra el compromiso *de facto* del gobierno.

**GRÁFICO 5.9 Compromiso del gobierno con la inclusión financiera: ALC-7 vs otros comparadores ALC**

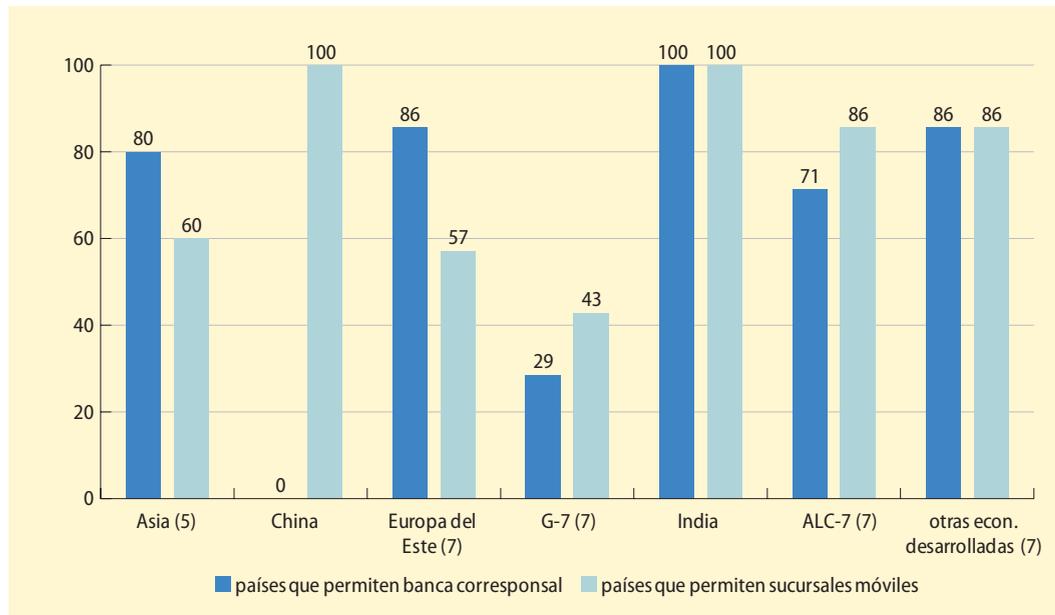


Fuente: Martínez Pería (2011).

por parte de las instituciones financieras y de su utilización por parte de la población en general asegurando una adecuada infraestructura y regulaciones del sector financiero. En especial, la oferta y el uso de servicios crediticios pueden verse influidos dependiendo

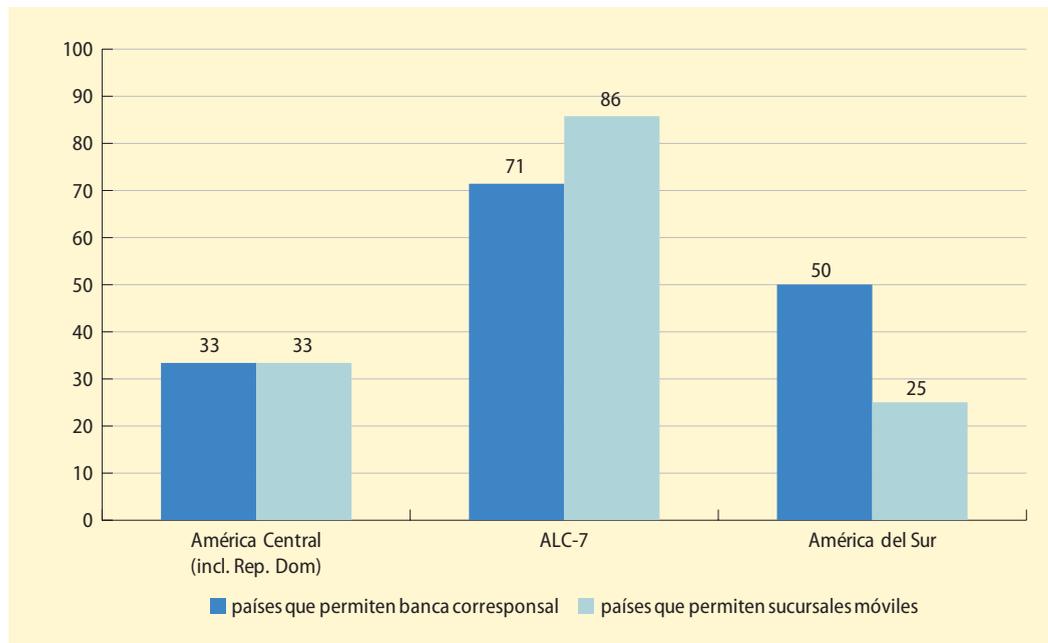
de hasta qué punto la información crediticia está ampliamente disponible para los bancos y hasta qué punto los acreedores piensan que sus derechos están protegidos. Basándose en un índice que mide las reglas y prácticas que afectan la cobertura, el alcance y

**GRÁFICO 5.10** La adopción de banca corresponsal y sucursales móviles

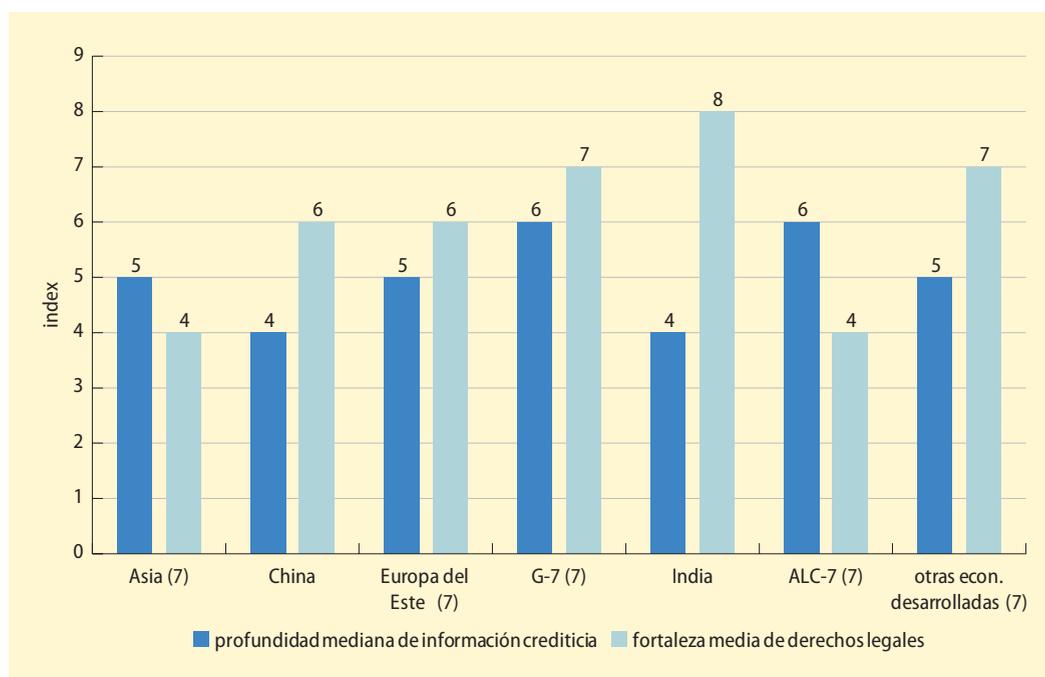


Fuente: Martínez Pería (2011).

**GRÁFICO 5.11** La adopción de banca corresponsal y sucursales móviles: ALC-7 vs resto de ALC



Fuente: Martínez Pería (2011).

**GRÁFICO 5.12 Índice de información crediticia y derechos legales**

Fuente: Martínez Pería (2011).

la accesibilidad de la información crediticia disponible a través de un registro crediticio público o una oficina de crédito privada, los países ALC7 se sitúan por delante de cualquier otro país en vías de desarrollo comparado (Gráfico 5.12).<sup>9</sup> Sin embargo, cuando se trata del índice de derechos legales, que mide hasta qué punto la legislación sobre colaterales y quiebra protege los derechos de prestatarios y prestamistas y, así, facilitan los préstamos, los países de ALC7 tienen un desempeño inferior al de la mayoría de países desarrollados y en vías de desarrollo. Es evidente que las reformas de la legislación deberían ser una prioridad para los gobiernos de ALC7.

## Notas

1. Este Capítulo se basa en gran medida en el documento “Financial Inclusion in Latin America”, de María Soledad Martínez Pería, que forma parte del volumen editado que acompaña este informe regional sobre ALC.

2. Para los estudios teóricos, ver Banerjee y Newman (1993), Galor y Zeira (1993) y Aghion y Bolton (1997). Para los trabajos empíricos ver, entre otros, Burgess y Pande (2005), Banerjee *et al.* (2009), Dupas y Robinson (2009), y Karlan Zinman (2010).

3. Este Capítulo utiliza estudios a nivel de las empresas llevados a cabo por el Banco Mundial en países en vías de desarrollo y estudios de los hogares llevados a cabo por la Corporación Andina de Fomento (CAF) en las ciudades más grandes de América Latina.

4. Las diferencias en sucursales, cajeros automáticos, depósitos y préstamos entre las agrupaciones por país se exploran estimando una regresión de estas variables contra variables dicotómicas para ALC7, para otros países ALC y para otros países no comparados controlando por la densidad demográfica y el PIB per cápita. El Cuadro 5.1 demuestra que los países ALC7 parecen tener más depósitos y préstamos que el grupo de países comparados y se encuentran en términos similares en cuanto a sucursales y cajeros automáticos. Los tests-F en la parte inferior del cuadro señalan que, después de controlar por las diferencias

- de densidad demográfica e ingresos, no hay diferencias significativas en los indicadores de inclusión financiera entre ALC7 y otros países ALC.
5. Sin embargo, es importante señalar que los datos sobre el número de préstamos están disponibles en un pequeño número de países, seguramente menos que el número de países para los que tenemos datos sobre depósitos, sucursales y cajeros automáticos.
  6. Las respuestas de las empresas evidentemente reflejan sus percepciones, de modo que podría haber sesgos si las empresas de ciertas regiones son inherentemente más pesimistas. Sin embargo, considerar esta medida es útil, ya que es la única variable que, hasta cierto punto, tiene en cuenta el costo del financiamiento.
  7. Algunas iniciativas gubernamentales específicas aprobadas en la región comprenden, entre otras, el desarrollo de bancos corresponsales en Brasil, programas de microfinanciamiento auspiciados por los bancos del Estado en Brasil y Chile, y mejoras en los programas de transferencia monetaria condicionada en Argentina, Brasil y Colombia. Ver Recuadros 1 a 5 en Martínez Pería (2011) para más información.
  8. Los bancos corresponsales son asociaciones entre bancos y otras instituciones con una red importante de sucursales, tales como tiendas minoristas, oficinas de correos, farmacias y supermercados para distribuir servicios financieros. Las sucursales móviles son oficinas donde se llevan a cabo negocios bancarios, que se desplazan a uno o más lugares predeterminados según un itinerario predeterminado.
  9. Se asigna el valor 1 para cada uno de los siguientes seis rasgos del registro público de créditos u oficina de créditos privada (o ambos): (1) las informaciones crediticias positivas (por ejemplo cantidad de préstamos en circulación y patrones de reembolso puntuales) e información negativa (por ejemplo retraso en los pagos, número y cantidades de cesaciones de pagos y quiebras) están distribuidas. (2) Los datos sobre las empresas y los individuos están distribuidos. (3) Los datos de las empresas minoristas y de servicios, así como las instituciones financieras, están distribuidos. (4) Más de dos años de datos históricos están distribuidos. Los registros crediticios y oficinas que borran datos sobre los impagos en cuanto éstos son pagados obtienen un valor de 0 para este indicador. (5) Los datos sobre las cantidades de los préstamos por debajo de 1% del ingreso per cápita están distribuidos. Debe señalarse que un registro u oficina crediticia deben tener una cobertura mínima del 1% de la población adulta para tener un valor de 1 en este indicador. (6) Por ley, los prestatarios tienen el derecho de poder acceder a sus datos en el registro u oficina crediticia más grande en la economía.



**E**n el Capítulo 3 se mostró que los bancos de ALC (y en especial los bancos de ALC7) se situaban por detrás de sus valores de referencia en lo relativo a la escala de intermediación y su costo (márgenes de interés netos). Esta aparente brecha bancaria sólo debería importar, no obstante, si se traduce en un menor crecimiento de la producción o si limita el bienestar de los hogares. Si bien numerosos estudios relacionan el crédito bancario privado con el crecimiento del producto, la pobreza y la desigualdad, puede que lo que ocurre en diferentes países no sea necesariamente tan relevante para un país específico o incluso una región específica.<sup>1</sup> La falta de crédito bancario interno podría compensarse mediante un excedente de otras formas de financiamiento externo, ya sea nacional o internacional, o podría reflejar una falta de demanda de fondos prestables más que una falta de oferta. Las implicaciones de la brecha bancaria para las políticas se diferencian claramente según sus causas, como, por ejemplo, si ésta refleja debilidades en la infraestructura financiera y el entorno de mercado o si bien es fundamentalmente el legado perdurable de un pasado conflictivo. Basándose en la evidencia disponible, en este Capítulo se presenta una breve discusión de los temas subyacentes y de las implicaciones

para las políticas.<sup>2</sup> Las principales conclusiones son las siguientes:

- A pesar de que está compensada parcialmente por canales alternativos de financiamiento de la deuda, especialmente a través de canales transfronterizos, la brecha bancaria de ALC es real: los bancos de ALC prestan menos y cobran más de lo que debieran.
- Aunque la brecha bancaria en ALC afecta a todas las formas de crédito, en primer lugar afecta a las hipotecas y, en último lugar, afecta al crédito al consumo.
- En el caso del crédito comercial, si bien la brecha afecta principalmente a las PyMEs, la severidad de su impacto no está clara y debe ser investigada con más detalle.
- La fracción más grande de la brecha sencillamente refleja la turbulenta historia macrofinanciera de ALC, lo cual centra el foco en las políticas macro y en una buena supervisión prudencial.
- La demanda limitada de crédito, que refleja el mediocre crecimiento de la producción en ALC en el pasado, explica otro aspecto sustancial de la brecha. Si bien este vínculo entre crecimiento de la producción y crédito va en la dirección opuesta a la que normalmente se destaca en la

reciente literatura sobre financiamiento, a la larga también centra los focos en las políticas crediticias que potencian la productividad.

- Una parte importante de la brecha refleja las debilidades aún presentes en la generación de un entorno favorable para los negocios que deben ser abordadas, especialmente en lo relativo a la ejecución de los contratos y la eficacia de los derechos del acreedor.
- Aunque hay ciertas señales de que los sistemas bancarios de ALC también pueden enfrentarse a problemas de eficiencia debido a una competencia insuficiente, la evidencia hasta ahora no es concluyente.

El resto de este Capítulo se estructura de la siguiente manera. La primera Sección analiza la brecha crediticia por tipo de crédito y revisa la evidencia en relación a la posible sustitución del crédito bancario interno por otras formas de préstamos. La segunda Sección diferencia entre los efectos de la oferta y los efectos de la demanda. La tercera Sección revisa el legado del turbulento pasado de ALC. La cuarta Sección recoge las conclusiones.

### ¿Es real la brecha bancaria?

El Cuadro 6.1 presenta una descomposición de la brecha crediticia por tipo de crédito para

2007 y 1996, utilizando como referencia la estructura media del crédito para una muestra de países de ingresos medios para los cuales hay datos disponibles. Como proporción de su nivel esperado (referencial), el total del crédito bancario privado es cerca de la mitad de lo que debería ser y se ha ampliado sustancialmente a lo largo del último decenio. Cuando se consideran diferentes categorías de préstamos, la brecha es ahora más grande para las hipotecas y más pequeña (aunque todavía grande) para los préstamos al consumo. Como ya se señaló en el Capítulo 3, la brecha se ha estrechado considerablemente para el crédito al consumo pero se ha abierto para el crédito comercial, y ha crecido todavía más para el crédito hipotecario.

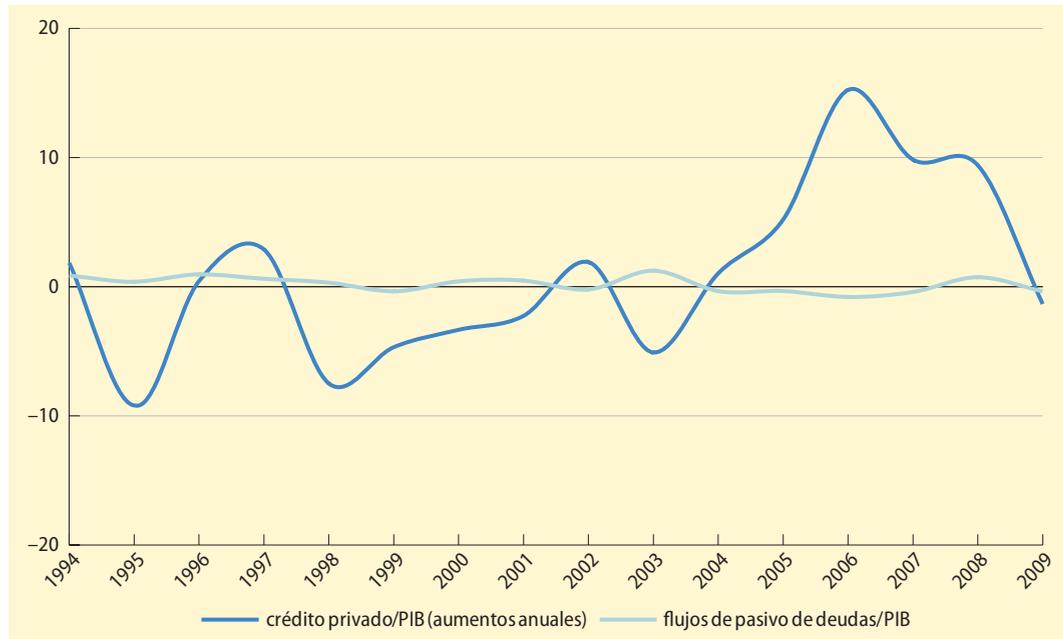
Estas brechas podrían simplemente reflejar problemas de medición, si la falta de financiación de los bancos nacionales estuviera en gran parte compensada por la financiación extranjera o por un excedente de financiación interna de instituciones no bancarias. Desafortunadamente, debido a limitaciones de los datos, no es sencillo poner a prueba esta posibilidad.<sup>3</sup> Para entender el rol del financiamiento externo, se puede observar las cuentas de la balanza de pagos (estadísticas del FMI), que proporcionan datos sobre los pasivos de la deuda externa bruta que puedan usarse como punto de referencia, aunque las cuentas privadas y públicas no pueden ser separadas. Estos datos señalan que las fluctuaciones en el crédito interno al sector privado para cuatro de los países ALC7 eran en gran medida igualadas por cambios opuestos (aunque muy mitigados) en los pasivos por la deuda externa bruta (Gráfico 6.1). Si bien la correlación es significativamente negativa (cerca de -40%) las dos series son claramente de una magnitud diferente. Por lo tanto, si bien hay evidentemente alguna sustitución, es bastante limitada. Al mismo tiempo, los valores de la deuda externa privada emitidos por las firmas de ALC7 en el extranjero (es decir, crédito no bancario a las empresas) no tienen desempeños superiores en relación con la referencia. En realidad, como se muestra en el cuadro de resumen de referencias en el Capítulo 3, tienen un desempeño ligeramente

**CUADRO 6.1 Brecha crediticia en ALC-7 por tipo de crédito**

	Esperado	Real	Brecha	Brecha/Esperada
Año: 1996				
Créditos al sector privado como % del PIB				
Comerciales	24.7	19.4	5.2	21.1
Hipotecarios	8.4	5.4	3.0	35.7
Al consumo	8.8	3.4	5.4	61.4
Total	41.8	28.2	13.6	32.5
Año: 2007				
Créditos al sector privado como % del PIB				
Commercial	22.9	14.5	8.4	36.7
Hipotecarios	12.6	3.1	9.5	75.4
Al consumo	11.2	6.5	4.7	42.0
Total	46.7	24.2	22.5	48.2

Fuente: de la Torre, Feyen e Ize (2011).

Este cuadro calcula un desglose por tipo de crédito del total de la brecha del crédito identificada en el capítulo 3 basándose en una comparación del valor predicho y el real en cuatro de los países ALC-7 para los cuales hay información disponible (Chile, Colombia, México, y Perú).

**GRÁFICO 6.1** Créditos offshore vs. créditos internos al sector privado

Fuente: Cálculos del autor basados en datos de WDI -datos del desarrollo mundial. ALC-4 comprende Brasil, Chile, Colombia y México.

inferior (Cuadro 3.2). Por lo tanto, se puede tranquilamente concluir que, si bien el crédito transfronterizo (de mercados o intermediarios) puede haber sustituido al crédito bancario interno *marginalmente*, es evidente que no lo hizo *en promedio*.

Para entender el alcance de la sustitución interna del crédito bancario por intermediarios internos no bancarios (como el factoraje y las compañías de *leasing*, las compañías financieras, las cooperativas de crédito, las corporaciones de microfinanciamiento y de ahorros y préstamos), se puede referir a las pruebas presentadas en el Capítulo 3 sobre el factoraje y los préstamos por parte de las cooperativas de crédito. Esto señala que este crédito no bancario no puede ser una compensación importante, tanto porque no parece ser inusualmente grande en relación con las regiones pares y porque es demasiado pequeño en relación al crédito bancario. Además, la región tiene un desempeño ligeramente inferior (en lugar de superior) a la referencia en términos de la emisión de títulos corporativos internos (Cuadro 3.2). Por

lo tanto, una vez más, las pruebas sugieren que la falta habitual (es decir, estructural) de crédito comercial interno por parte de los bancos no ha sido compensado en la misma medida por un excedente del financiamiento interno no bancario.

Dicho esto, se puede suponer tranquilamente que cualquier brecha aún existente debería afectar sobre todo a las PyMEs y no a las grandes empresas, puesto que éstas son capaces de cambiar de fuentes de financiamiento (ya sea en el país o en el extranjero) con relativa facilidad, dependiendo de los costos y la disponibilidad. Pero incluso en ese caso las pruebas de si las PyMEs de ALC han tenido especiales dificultades para obtener financiamiento, como se señalaba en el Capítulo 5, no son particularmente concluyentes. Un estudio del Banco Mundial sobre las tasas de interés cobradas por los bancos a las pequeñas y grandes empresas señala que es posible que las pequeñas empresas de ALC, en realidad, paguen más por su crédito. Sin embargo, la diferencia entre ALC y otras regiones es

bastante pequeña (Cuadro 6.2).<sup>4</sup> Por otro lado, se podría considerar el rápido crecimiento del crédito de las PyMEs durante el último decenio como una prueba indirecta de una brecha crediticia, ya que sugiere la existencia de un proceso permanente de

actualización. Los bancos de ALC parecen haber aumentado su crédito a las PyMEs con bastante rapidez y agresivamente, sobre todo a aquellas que tienen vínculos como proveedoras de grandes empresas.<sup>5</sup> En general, la única conclusión segura a estas alturas es que sencillamente no sabemos lo suficiente acerca del tamaño de (y las fluctuaciones en) los préstamos a las PyMEs de los bancos y otras instituciones financieras para dar una respuesta clara sobre la gravedad del impacto de la brecha crediticia en el sector productivo. Esto es, a todas luces, tema prioritario para una investigación posterior.

Esta parte concluye con una breve mirada a los otros dos tipos de crédito. En lo que se refiere al crédito personal (al consumo), se podría ver su rápida expansión como una señal indirecta de una posible recuperación de una brecha inicial (Gráfico 6.2). Sin embargo, si eso es lo que ocurre, la brecha

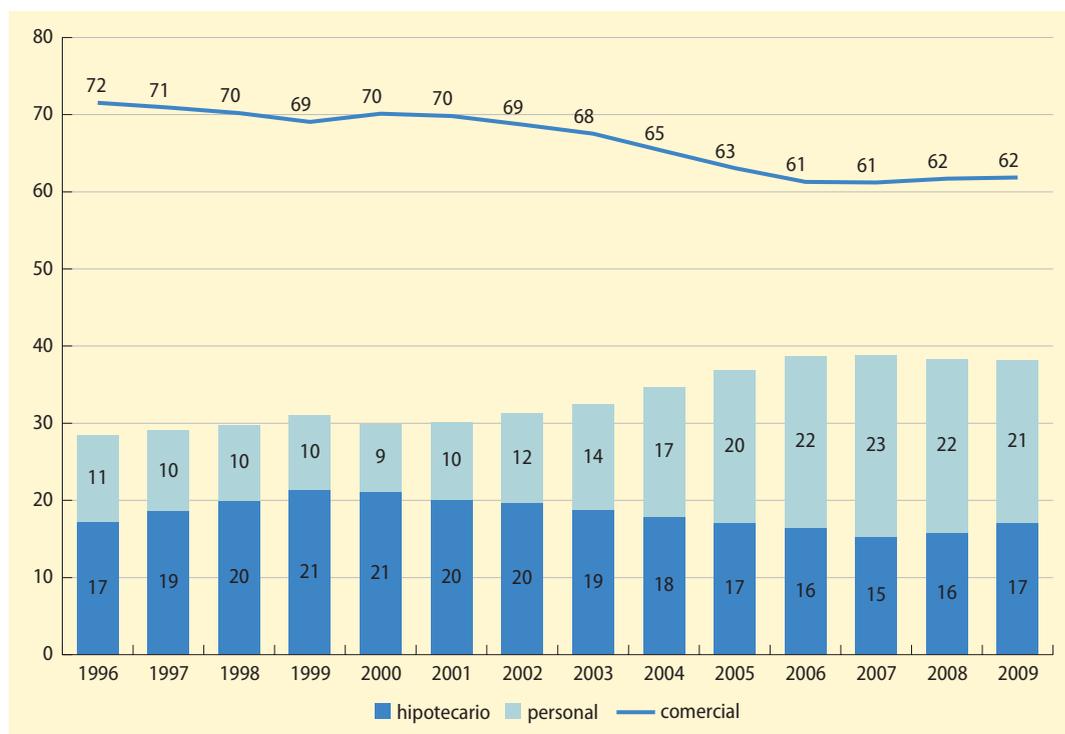
**CUADRO 6.2 Tasas de interés reales de préstamos por tipo de empresa 2007**

En puntos porcentuales

	Asia	Europa del Este	ALC-7	Otras econ. desarrolladas
Tasa de interés real a clientes de bajo riesgo				
Pequeñas empresas	2.00	-2.30	5.50	-1.50
Medianas empresas	1.30	-2.70	3.90	-2.00
Grandes empresas	2.40	-2.50	0.80	-2.20
Tasa de interés real a clientes de alto riesgo				
Pequeñas empresas	6.30	-0.90	7.00	0.50
Medianas empresas	5.10	-0.90	6.00	0.00
Grandes empresas	6.90	-1.40	1.90	-0.50

Fuente: Beck (2011).

**GRÁFICO 6.2 Evolución del crédito privado por tipo de crédito en los países ALC-7**



Fuente: Didier y Schmukler (2011a).

Este gráfico muestra la composición promedio del crédito privado por tipo de crédito para los países de ALC-7. «ALC-7» comprende Chile, Colombia, México y Perú.

se ha estrechado considerablemente. En realidad, hay una percepción generalizada entre los responsables de las políticas en la región de que el sistema bancario se ha estado concentrando demasiado en financiar el consumo más que la producción. En el caso de las hipotecas, parte de la sustitución podría provenir de las instituciones especializadas en el financiamiento de la vivienda que florecieron en el pasado. Sin embargo, la mayoría de estas instituciones se han encontrado con graves problemas y se han suspendido (ver Recuadro 6.1). En algunos casos, también hay una importante oferta de hipotecas que proviene de fondos públicos de previsión (tales como Infonavit y Fovissste en México).<sup>6</sup>

Sin embargo, aunque uno añada estos fondos a la oferta total de hipotecas, la brecha sigue siendo grande.<sup>7</sup>

### ¿Efectos de la oferta o de la demanda?

Distinguir entre los efectos de la oferta y de la demanda en el mercado de fondos prestables es engañoso, dado que el equilibrio refleja ambos lados del mercado simultáneamente. Sin embargo, un argumento basado en elasticidades diferenciales de la oferta y la demanda puede arrojar alguna luz. Se consideran primero los precios, y luego las cantidades.

#### RECUADRO 6.1 Una breve historia del financiamiento de la vivienda en ALC

El financiamiento de la vivienda creció rápidamente en algunos países de ALC en los años noventa. En otros, el crecimiento ha llegado en los años 2000. Los préstamos para la vivienda crecieron desde 12% a casi 20% del PIB en Chile; de 2% a más del 10% del PIB en México; y de 1,5% a casi 5% del PIB en Brasil. Aún así, con la excepción de Chile, los créditos para la vivienda en relación al PIB siguen siendo normalmente inferiores en relación a lo que deberían ser para países con características similares. ALC incluso experimentó el raro fenómeno de retroceso en su trayectoria de desarrollo. Colombia aún no ha vuelto al nivel de antes de la crisis de 1998, mientras el mercado argentino sigue disminuyendo, y ha alcanzado sólo una cuarta parte del nivel vigente antes de la crisis de 2001–2002.

La razón más importante para este subdesarrollo es la inestabilidad macroeconómica, a la que el financiamiento a largo plazo es muy sensible, como demuestran las perturbaciones de la oferta después de episodios de profundas alteraciones. Como resultado, un rasgo que es notoriamente común a muchos países ALC es la generalización de la indexación, cuya intención es proteger a los inversores a largo plazo de las consecuencias de una inflación inesperada.<sup>8</sup>

Históricamente, la movilización de los ahorros para el financiamiento de la vivienda se realizó a través de instituciones especializadas: de ahorros y

préstamos como el Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo (SINAP) en Chile, las Entidades de Ahorro y Préstamo en Venezuela, la Sociedad de Ahorro y Préstamo (SAP) en Paraguay y las Corporaciones de Ahorro y Vivienda en Colombia. En todos los casos, para ayudar a atraer capital a largo plazo, estas instituciones se beneficiaron de un derecho exclusivo para ofrecer productos de ahorro indexados. Por ejemplo, en Colombia, las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAV) fueron creadas al mismo tiempo que un índice específico, el UPAC, y siguiendo las regulaciones, las CAV denominaron todas sus operaciones bajo esta forma de moneda. Sin embargo, el índice se volvió problemático en cuanto se modificó, pasando de estar basado en el IPC a estar basado en un tipo de interés nominal. Además, la prosperidad basada en privilegios regulatorios demostró una vez más su fragilidad. Las SINAPs en Chile colapsaron en los años setenta, diez años después de la creación del sistema, cuando el gobierno chileno abrió la opción de indexación a todas las instituciones. En Colombia, las CAVs colapsaron después de la crisis de 1998, que fue desatada por un drástico aumento de los impagos que resultaron de cambios retroactivos en el sistema de indexación (volviendo al índice basado en el IPC). El sector SAP también colapsó en Paraguay después de los trastornos de finales de los años noventa, una vez más debido a los desajustes entre activos y pasivos vinculados a la indexación.

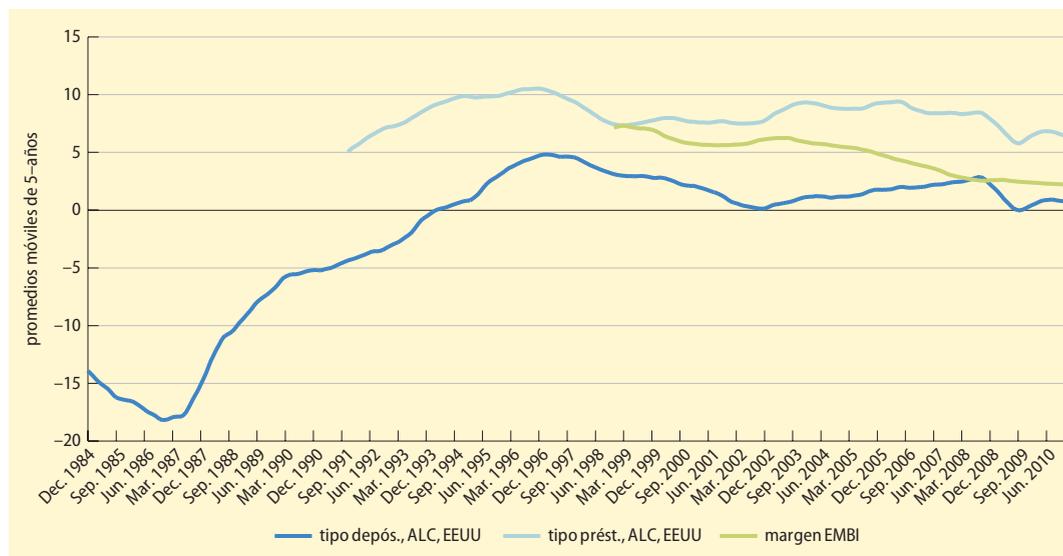
Si la oferta fuera mucho más elástica que la demanda, se esperaría que los tipos de interés reales (es decir, netos de la devaluación esperada y la inflación esperada) se acercaran a los tipos mundiales y, por lo tanto, fueran más bien bajos. Si, al contrario, la demanda fuera mucho más elástica que la oferta, los tipos de interés reflejarían las condiciones de demanda locales y, por lo tanto, probablemente superarían los tipos mundiales. De hecho, los tipos reales de los préstamos en ALC han superado los tipos de Estados Unidos en cerca de 800 puntos básicos, en promedio, a lo largo del último decenio (Gráfico 6.3).

Por lo tanto, la primera cuestión que se debe examinar es si las altas tasas de los préstamos reflejan principalmente un problema de intermediación bancaria o un alto costo del financiamiento bancario. Los tipos reales de los depósitos, aunque también son más altos en ALC, han superado los tipos de Estados Unidos en sólo 100 a 200 puntos básicos a lo largo del último decenio. Además, el diferencial del tipo de interés para los depósitos siempre ha estado por debajo del diferencial de riesgo país, según medido por las primas del Emerging Markets Bond

Index (EMBI) (Gráfico 6.3). Esto señala que los tipos de financiamiento en ALC no son especialmente altos. Además, los recientes trabajos sobre los tipos de los bonos soberanos emergentes (Broner, Lorenzoni y Schmukler 2011) demuestran que en tiempos normales la región se enfrenta a una oferta relativamente elástica de fondos extranjeros. Exceptuando los vencimientos más largos en tiempos de turbulencia del mercado mundial, los tipos de los bonos están fundamentalmente determinados por el apetito mundial de riesgo, donde ALC se comporta como las otras regiones. La disminución progresiva de las primas de riesgo soberano y su creciente dependencia de las fluctuaciones globales en el apetito de riesgo (más que en factores idiosincráticos) cuentan una historia similar.

Por lo tanto, el grueso del diferencial en los costos de financiamiento para los prestamistas refleja márgenes de interés bancario mucho más altos, lo cual coincide con las pruebas referenciales presentadas en el Capítulo 3. Por lo tanto, la pregunta evidente es: ¿qué hay detrás de estos márgenes más abultados? Gelos (2009) descompone los márgenes de la intermediación bancaria en ALC y llega a la

**GRÁFICO 6.3 Tasa real de préstamo, Tasa real de depósito y EMBI: Diferenciales entre ALC-6 y Estados Unidos**



Fuente: Cálculos del autor basados en fuentes locales.

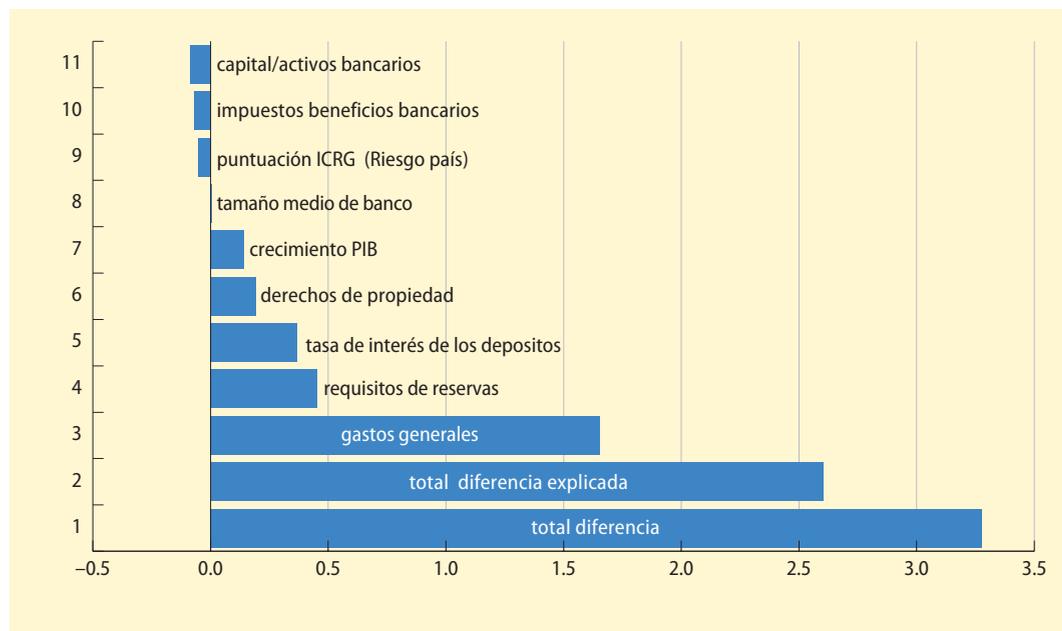
conclusión de que los gastos generales más altos representan cerca de las dos terceras partes de la diferencia explicada entre ALC y otros países en vía de desarrollo, y que los tipos de depósitos más altos (que se traducen en márgenes más altos) y los mayores requisitos de reserva representan la mayor parte del resto (Gráfico 6.4). Gelos llega a la conclusión de que los gastos generales más altos deben reflejar ineficiencias debidas a la falta de competencia. Sin embargo, Gelos no detecta los elementos de prueba basados en el estadístico-H (Panzar y Rosse 1987) o en los ratios de concentración bancaria. Un estudio más reciente (Anzoategui, Martínez Pería y Rocha 2010) llega a una conclusión similar basándose en el estadístico-H de Panzar-Rosse así como en el índice Lerner.<sup>9</sup> En realidad, ALC tiene un desempeño superior (en lugar de inferior) en relación con cualquiera de estos dos índices. Este tema requiere a todas luces una investigación más detallada.

Sin embargo, los altos gastos generales también podrían reflejar un problema de escala insuficiente, que a su vez podría reflejar

altos costos de realizar negocios bancarios debido a un débil entorno informacional y de ejecución de contratos. Debido a la intermediación limitada (la brecha del crédito bancario en relación a la referencia), puede que los bancos de ALC tengan más dificultades para repartir los costos fijos. Basándose en datos de bancos individuales, Gelos (2009) descubre que en realidad el tamaño de los bancos es un determinante clave de los márgenes bancarios. Se obtiene un resultado similar utilizando datos de todos los países. La inclusión del ratio del crédito privado en relación con el PIB (un sustituto de la escala) como un control adicional en las regresiones de referencias presentadas en los Capítulos 2 y 3 explica unas dos terceras partes del exceso de margen actual (Cuadro 6.3). Por lo tanto, las pruebas señalan, quizá de manera no tan sorprendente, que los altos márgenes y la escala limitada de intermediación son en gran parte imágenes espejo una de otra.

Esto, a su vez, sugiere explorar en mayor profundidad el menor desempeño de ALC en relación al tamaño de la intermediación

**GRÁFICO 6.4** Márgenes de interés netos: Contribución de diferentes factores para explicar las diferencias entre el promedio de América Latina y el de los países en vías de desarrollo



**CUADRO 6.3** Márgenes de interés netos, gastos generales de los bancos y crédito privado en ALC

	Márgenes de interés netos	Márgenes de interés netos	Gastos grales	Gastos grales
Crédito privado (% del PIB)	-0.0261*** (-8.280)	-0.0236*** (-6.314)	-0.0247*** (-9.833)	-0.0229*** (-8.390)
Índice de ejecución de contratos		-0.247* (-2.224)		-0.072 (-0.724)
Índice de derechos legales		0.0538 (-0.976)		0.0653 (-1.395)
Índice de información crediticia		-0.0161 (-0.214)		-0.0153 (-0.276)
Índice de derechos de propiedad		0.00697 (-0.883)		-0.00324 (-0.467)
Constante	4.669 (1.087)	15.90** (2.426)	5.172 (1.519)	17.92*** (2.956)
Observaciones	1,280	459	1,280	459
R-al cuadrado	0.36	0.49	0.35	0.48

Fuente: de la Torre, Feyen e Ize (2011).

El índice de ejecución de los contratos es el componente principal de los siguientes indicadores de Doing Business: costos de ejecución de contratos, número de días para ejecutar un contrato (en los registros) y número de procedimientos para ejecutar un contrato. El índice de derechos legales y el índice de información crediticia provienen de Doing Business. El índice de derechos de propiedad proviene de la Heritage Foundation. Los estadísticos-t robustos se muestran entre paréntesis.

Nivel de importancia: \* = 10%; \*\* = 5%, y \*\*\* = 1%.

bancaria. Al añadir un conjunto básico de indicadores favorables del entorno (costos de ejecución del contrato, derechos de los acreedores, derechos de propiedad e información crediticia) a las regresiones de referencia básicas para los créditos de los bancos privados se demuestra que algunos de éstos (costos de ejecución del contrato y derechos del acreedor) tienen un impacto significativo. Dado que ALC tiene un desempeño inferior importante en ambos indicadores, las dos variables juntas dan cuenta de una brecha crediticia de alrededor de 2,6 puntos porcentuales del PIB (Cuadro 6.4). Si bien esto constituye sólo una modesta fracción (cerca del 13%) de la brecha total, es probable que el ruido de medición introduzca un sesgo hacia abajo en este resultado. La parte que le corresponde en el componente total de la brecha, según se ha explicado (casi una cuarta parte) probablemente proporciona un sentido más preciso de la magnitud de su importancia.

Sin embargo, si se considera las cantidades en lugar de los precios, el bajo volumen del crédito comercial podría estar reflejando una

falta de proyectos bancarizables y, por lo tanto, una baja demanda de crédito. El crecimiento mediocre de ALC podría, a su vez, ser un reflejo de la falta de inversión más que de la falta de ahorros. Y la falta de inversión podría, a su vez, reflejar una baja productividad en lugar de altos costos del financiamiento. En realidad, una nutrida literatura pone de relieve los problemas de productividad estructural de ALC y los cuellos de botella del crecimiento, que se derivan de la debilidad institucional así como de unos tipos de cambio reales sobrevalorados.<sup>10</sup>

Sin embargo, afirmar directamente que las inversiones son el motor de los ahorros o que los ahorros son el motor de las inversiones es un asunto peligroso debido a las evidentes relaciones endógenas. Si la oferta de ahorros externos fuera relativamente elástica, esto inclinaría desde luego la balanza hacia las inversiones como motor de los ahorros. Como se ha señalado más arriba, y con las debidas advertencias, esto parece ser congruente con una elasticidad relativamente alta de la demanda de bonos de ALC. Otra prueba que apunta en la misma dirección, aunque también más indicativa, es que la recuperación del crédito en ALC se ha producido sobre todo en el plano de los préstamos al consumo más que en los préstamos comerciales, lo cual podría señalar que, en su conjunto (aunque posiblemente con la excepción del crédito a las PyMEs, como se ha señalado más arriba) las empresas no están hambrientas de crédito (Gráfico 6.2). Finalmente, si bien la alta liquidez de los bancos de ALC podría simplemente reflejar cautela, también podría ser congruente con la demanda limitada de crédito.

Una prueba más directa de los posibles efectos de demanda consiste en verificar hasta qué punto el crecimiento de la producción ha afectado al financiamiento. Siguiendo la senda de la literatura sobre financiamiento y crecimiento, ha sido habitual pensar que el financiamiento actual afecta el crecimiento de la producción futura. En este caso, se lleva a cabo la prueba opuesta: ¿Acaso el crecimiento de la producción en el pasado ha afectado al financiamiento actual? Si éste

fuera el caso, podría significar que puede que haya en juego otro vínculo de causalidad (que va desde el bajo crecimiento de la producción a la baja inversión, baja demanda de fondos prestables y, por lo tanto, a un bajo nivel de crédito comercial). De hecho, esto es lo que ocurre. El desempeño inferior de ALC en el crecimiento de la producción a lo largo de los últimos 30 años parece explicar una parte importante de su actual bajo rendimiento bancario (Cuadro 6.4).

### ¿Fantasmas de un pasado turbulento?

La historia macrofinanciera de ALC en los últimos 30 años ha sido, al menos, turbulenta. Una rápida comparación con otras regiones basta para demostrar esta afirmación. ALC era la región donde las crisis eran a la vez las más frecuentes y las de mayor alcance, e incluían todo el espectro y mezcla de crisis monetaria, bancaria y de la deuda (Cuadro 6.5). Se puede tener una visión a vuelo de pájaro contrastando la dinámica de los tipos de interés reales en ALC con el crédito bancario real desde finales de los años setenta, basándose en promedios para los países ALC6 (Brasil, México, Argentina, Chile, Colombia y Perú) y comparando los tipos de interés reales en ALC con los de Estados Unidos (Gráfico 6.3 y 6.5).<sup>11</sup> Hubo tres claros ciclos del crédito: el primero, a comienzos de los años ochenta, otro que duró casi todo el decenio siguiente, con una interrupción en 1995 debido a la “crisis del tequila” de México y un tercero que aún sigue, después de una breve interrupción debido a la crisis financiera global. El primer ciclo empezó con un periodo de dinero fácil y bajos tipos reales en Estados Unidos. Acabó brutalmente en 1982 cuando los tipos de interés en Estados Unidos aumentaron bruscamente después de los esfuerzos de estabilización de Volcker y los tipos de ALC iban orientados en la dirección opuesta, mientras las tasas de inflación de la región estaban por las nubes. El segundo ciclo comenzó con las estabilizaciones basadas en el tipo de cambio, mayormente

**CUADRO 6.4 Brecha del crédito privado en ALC-7 : Desglose por fuente**

	Variable dependiente : Crédito privado bancario (% del PIB)			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Índice de ejecución de contratos	-4.047* (-1.864)			-5.318** (-2.358)
Índice de derechos legales	1.662 (-1.547)			1.671 (-1.385)
Índice de información crediticia	-0.526 (-0.379)			
Índice de de derechos de propiedad	0.235 (-1.301)			0.069 (-0.335)
Muestra media anualizada crecimiento PIB		7.450*** (2.935)		5.59** (-2.433)
Variab dicot. de colapso del crédito (% del periodo)			-86.92*** (-2.816)	-77.69** (-2.042)
Controles básicos	Sí	Sí	Sí	Sí
<b>Brecha crediticia explicada en valores medios ALC-7 :</b>				
Índice de ejecución de contratos	1.51			1.98
Índice de derechos legales	0.64			0.65
Índice de información crediticia	0.47			
Índice de de derechos de propiedad	1.15			0.34
Muestra media anualizada crecimiento PIB		3.70		2.80
Varia. dicotóm colapso del crédito (% del tiempo)			7.02	6.27
<b>Total brecha explicada</b>	3.77	3.70	7.02	12.04
<b>Brecha</b>	20.9	20.1	18.9	15.7
<b>Porcentaje de la brecha total explicada</b>	18%	18%	37%	77%

Fuente: de la Torre, Feyen e Ize (2011).

El índice de ejecución de los contratos es el componente principal de los siguientes indicadores de Doing Business: costos de ejecución de contratos, número de días para ejecutar un contrato (en los registros) y número de procedimientos para ejecutar un contrato. El índice de derechos legales y el índice de información crediticia provienen de Doing Business. El índice de derechos de propiedad proviene de la Heritage Foundation. Los estadísticos-t robustos se muestran entre paréntesis. Nivel de importancia: \* = 10%; \*\* = 5%, y \*\*\* = 1%.

fracasadas, que desembocaron en altas tasas de interés real, fuertes apreciaciones de la moneda y grandes entradas de capitales. Ese ciclo terminó con crisis gemelas en la mayoría de los países. El tercer ciclo comenzó en los primeros años del milenio bajo el doble ímpetu de la estabilización macro interna y el entorno mundial sumamente estimulante producido por el crecimiento acelerado de China y los grandes déficits de Estados Unidos.

Ante estos antecedentes turbulentos, una cuestión clave es saber si los niveles comparativamente bajos del crédito en la región actualmente son un reflejo perdurable de los

**CUADRO 6.5** Número de crisis por tipo, 1970–2007

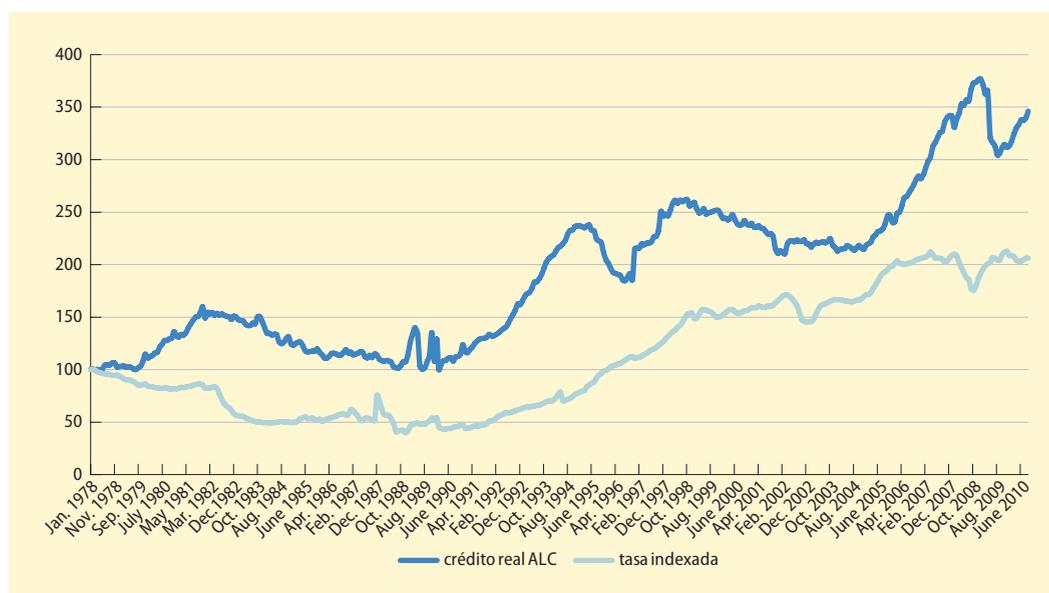
	Crisis deuda externa	Crisis deuda interna	Crisis bancarias	Crisis monetaria	Cualquier tipo de crisis
Asia (5)	5	0	14	17	27
China	0	0	3	2	5
Europa del Este (7)	6	2	13	15	28
G7 (7)	0	0	16	1	17
India	0	0	1	1	2
Otras econ. desarrolladas (7)	0	0	9	10	18
ALC	47	13	53	72	149
Caribe (2)	5	0	3	7	14
América Central (incl. Rep. Dom.) (6)	11	2	13	14	33
ALC-7 (7)	16	7	21	36	63
Centros offshore en ALC (3)	2	1	1	0	3
Otros América del Sur (4)	13	3	15	15	36

Fuente: Broner et al. (2010).

"Asia" comprende Indonesia, Corea, Rep., Malaysia, Filipinas y Tailandia. "Europa del Este" comprende Croacia, República Checa, Hungría, Lituania, Polonia, Federación Rusa y Turquía. "G7" comprende Canadá, Alemania, Francia, Reino Unido, Italia, Japón y Estados Unidos. "ALC-7" comprende Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay. "Otras econ. desarrolladas" comprende Australia, España, Finlandia, Israel, Noruega, Nueva Zelanda y Suecia. "Caribe" comprende Jamaica y Trinidad y Tobago. "América Central" comprende Costa Rica, Rep. Dominicana, Guatemala, Honduras, Nicaragua, y El Salvador. Los "centros offshore en ALC" comprenden Bahamas, Barbados y Panamá. "Otros América del Sur" comprenden Bolivia, Ecuador, Paraguay, y Venezuela.

bruscos colapsos del crédito durante los años ochenta y noventa. Para poner a prueba esta idea, es necesario diferenciar entre colapsos debidos a una desintermediación auténtica (es decir, crisis bancarias) y colapsos debido a la monetización de la deuda (es decir, brotes inflacionarios que produjeron tasas de interés reales sumamente negativas). Aunque los primeros están asociados con un empeoramiento claro de los balances tanto de los bancos como de los prestamistas, es probable que estos últimos estén asociados con una mejora, de modo que podrían dejar improntas diferentes. Sin embargo, al mismo tiempo, la monetización de la deuda probablemente ha minado la credibilidad de las monedas locales, potenciando así la dolarización financiera interna. Por lo tanto, a menos que los países permitieran que la dolarización se asentara —a pesar de sus inconvenientes— se esperaría también un impacto duradero en la capacidad de los sistemas bancarios para intermediar.

Para poner a prueba estos efectos, se crea una variable mundial del colapso del crédito que refleja caídas anuales leves, fuertes y severas en el cociente entre crédito privado y PIB.

**GRÁFICO 6.5** Crédito real al sector privado y tasa indexada de interés real compuesto

Fuente: Cálculos del autor basados en datos de WDI -Índice de Desarrollo Mundial.

Esta variable se incluye en las regresiones de referencia básicas del crédito bancario privado, junto con una variable dicotómica para los países que atravesaron episodios de inflación extrema durante los últimos treinta años. Para detectar los efectos de una dolarización inducida, se añade una variable de dolarización de los depósitos, así como una variable donde la inflación interactúa con la dolarización. La variable del colapso del crédito es, en realidad, bastante importante, y explica hasta una tercera parte de la actual brecha del crédito en ALC (Cuadro 6.6). Al contrario, la variable ficticia de hiperinflación no es significativa. Sin embargo, la hiperinflación y su interacción con la dolarización financiera son también significativas conjuntamente (Cuadro 6.7).

Por lo tanto, la evidencia parece conducir al siguiente conjunto de conclusiones: (i) las crisis bancarias del pasado han tenido un impacto negativo muy significativo en la intermediación financiera de ALC y la región sigue pagando por los pecados de sus bruscos ciclos;<sup>12</sup> (ii) en cambio, las monetizaciones inducidas por la hiperinflación no han dejado una impronta significativa; (iii) sin embargo, la inflación ha tenido un impacto negativo importante, no debido a sus debilitados balances sino porque volvió la contratación financiera más difícil, sobre todo en los horizontes temporales más largos requeridos para el financiamiento de la vivienda; y (iv) este último efecto se vio al menos parcialmente compensado, en los países que lo permitieron, por la dolarización financiera.<sup>13</sup>

Es notable que la variable del colapso del crédito también contribuya a explicar los altos márgenes de interés de los bancos, así como sus cómodos indicadores de solidez financiera (rentabilidad, capital y liquidez) (Cuadro 6.6). Esto señala que los bancos que sufrieron crisis fueron capaces de aumentar sus márgenes (aumentando así su rentabilidad) reflejando una reevaluación hacia arriba de los riesgos así como quizá una necesidad de recortar las pérdidas en que habían incurrido durante la crisis. Al mismo tiempo, se volvieron más prudentes en la gestión del riesgo, lo cual condujo a menos préstamos y mayores

**CUADRO 6.6 Márgenes de interés bancario en ALC, solidez financiera, indicadores de entorno favorable e historia crediticia.**  
*Crecimiento y colapsos*

	Margen de interés neto	Retorno a los activos	Capital / Total Activos	Activos líquidos/ Activos totales	Capital regulatorio
Índice de ejecución de contratos	-0.155 (-0.713)	0.0438 (-0.42)	0.353 (-0.857)	2.366 (-0.726)	0.247 (-1.326)
Índice de derechos legales	0.156 (-1.318)	0.051 (-0.931)	-0.192 (-0.903)	0.787 (-0.496)	0.312*** (-3.131)
Índice de derechos de propiedad	0.0246 (-1.192)	0.00367 (-0.387)	0.0659* (-1.769)	-0.0129 (-0.0502)	0.0347** (-2.481)
Muestra media anualizada crecimiento PIB	-0.0971 (-0.471)	0.00887 (-0.108)	-0.0202 (-0.0642)	0.156 (-0.0504)	-1.054*** (-8.303)
Varia. dicotómico colapso del crédito (% del periodo)	20.83** (-4.332)	5.068** (-2.266)	17.52* (-1.897)	13.39 (-0.183)	27.90*** (-7.092)
Constante	7.914 (-0.958)	9.730** (-2.504)	-19.96 (-1.170)	187.9 (-1.408)	12.26 (-1.611)
Observaciones	88	88	98	98	78
Pseudo R-al cuadrado	0.48	0.32	0.21	0.19	0.27

Fuente: de la Torre, Feyen, and Ize (2011).

El índice de ejecución de los contratos es el componente principal de los siguientes indicadores de Doing Business: costos de ejecución de contratos, número de días para ejecutar un contrato (en los registros) y número de procedimientos para ejecutar un contrato. El índice de derechos legales y el índice de información crediticia provienen de Doing Business. El índice de derechos de propiedad proviene de la Heritage Foundation. Los estadísticos-t robustos se muestran entre paréntesis.

Nivel de importancia: \* = 10%; \*\* = 5%, y \*\*\* = 1%.

amortiguadores prudenciales. Aunque esto no es demasiado sorprendente, es más bien notable que estos efectos sigan siendo visibles diez o veinte años después de las crisis.<sup>14</sup>

## ¿Dónde estamos ahora?

En su conjunto, la evidencia sugiere que la brecha bancaria interna, aunque parcialmente compensada a través de canales alternativos de financiamiento de la deuda, especialmente los canales transfronterizos es, no obstante, bastante real. Los bancos de ALC prestan menos y cobran más de lo que deberían. Sin embargo, hay buenas razones para pensar que, en el caso del crédito comercial, esta brecha afecta a las PyMEs más de lo que afecta a las grandes corporaciones, el alcance del impacto –incluso en las

**CUADRO 6.7 Crédito privado ALC, dolarización financiera e inflación 2005–2008**

	Variable dependiente: Promedio crédito privado/PIB en 2005-2008				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Dolarización – Media del periodo	-17.73* (-1.770)		49.93* (-1.851)		
Dolarización – Última				55.77** (-2.002)	62.59* (-1.774)
Inflación periodo de registro – Media del periodo		-6.380*** (-2.952)	-15.16*** (-3.572)	-15.27*** (-3.690)	-17.81*** (-2.988)
Dolarización (media)*			23.23** (-2.249)		
Logaritmo de inflación (media)					
Dolarización (última)*				24.84** (-2.261)	29.45* (-1.893)
Logaritmo de inflación (media)					
Constante	176.6** (-2.321)	167.2*** (-2.653)	118.4 (-1.557)	103.1 (-1.347)	133.6 (-1.234)
Observaciones	128	162	128	128	86
R-al cuadrado	0.68	0.73	0.72	0.72	0.73

Fuente: de la Torre, Feyen e Ize (2011).

Los estadísticos-t robustos se muestran entre paréntesis.

Nivel de importancia: \* = 10%; \*\* = 5%, y \*\*\* = 1%.

PyMEs— no está suficientemente claro, dada la información disponible actualmente. Es evidente que es necesario llevar a cabo más investigaciones. Sería de particular interés un análisis de la información crediticia que proporcione una visión más acabada de los préstamos a los prestatarios marginales. También es necesario profundizar en la investigación para confirmar el posible impacto de la falta de crédito en la actividad de apalancamiento de las empresas y de la inversión, basándose en datos de cuentas financieras disponibles a nivel de las empresas. De la misma manera, en el caso de las hipotecas, la brecha también parece real. Sin embargo, no se sabe lo suficiente hasta qué punto otras formas de financiamiento de la vivienda (incluyendo de fondos de previsión públicos) pueden estar compensando la falta de crédito bancario.

La parte más grande de la brecha bancaria sencillamente refleja la turbulenta historia de ALC. Aunque ha pasado mucho tiempo, ALC no se ha recuperado plenamente de los recurrentes colapsos del crédito en el pasado.

La principal lección de las políticas en este caso es que el juego se llama sostenibilidad financiera. Los costos a largo plazo de los colapsos financieros son demasiado importantes para tomarlos a la ligera. Esto centra los focos directamente en las políticas macroprudenciales y en la buena visión prudencial sistémica. Estos temas serán abordados en los Capítulos 10–13.

Históricamente, la baja demanda de crédito, según queda representado por el mediocre crecimiento de la producción de ALC en el pasado, explica otra parte importante de la brecha. En la medida en que el crecimiento de la producción tiene que ver con otras políticas (no financieras), como las políticas macro o las políticas estructurales del lado de la oferta para potenciar la productividad y la competitividad, las posibles respuestas de las políticas van más allá del sector financiero. Sin embargo, también se puede sostener que el crecimiento de la producción (y, a la larga, de la profundidad financiera) podría haber sido potenciada por políticas financieras centradas en superar la productividad marginal limitada del capital, disminuyendo el costo del financiamiento; es decir, las políticas podrían haber aumentado el número de proyectos bancarizables aumentando su rentabilidad. Un posible camino para llevar esto a cabo consiste en estimular la demanda de préstamos de más largo vencimiento por parte de las PyMEs a través de garantías públicas, un tema que será abordado en los Capítulos 8 y 9.

Una parte importante de la brecha bancaria también tiene que ver con las debilidades aún existentes en la generación de un entorno favorable a los negocios. Se ha realizado un gran progreso en la solución de las fricciones informacionales. En realidad, ALC se encuentra por delante de muchos mercados emergentes en el desarrollo de oficinas de crédito, por ejemplo. Sin embargo, todavía le queda un largo camino por recorrer en el tratamiento de las fricciones contractuales, especialmente en lo que concierne la ejecución de los contratos y la conservación de los derechos del acreedor. Si bien hay ciertas señales de que los sistemas

bancarios de ALC también pueden enfrentarse a problemas de eficiencia asociados con una competencia insuficiente, las pruebas disponibles no son concluyentes. Si el tema se confirmara mediante investigaciones ulteriores, será necesario elaborar un programa de políticas para abordarlo.

## Notas

1. Sobre los vínculos entre el crédito privado y el crecimiento, ver, por ejemplo, King y Levine (1993) y Beck, Levine y Loayza (2000). Un reciente estudio sobre la literatura se puede encontrar en Arizala, Cavallo y Galindo (2009), que analizan el impacto del desarrollo financiero en la productividad total de los factores a nivel de la industria. Sobre los vínculos entre la profundidad financiera, la pobreza y la igualdad de oportunidades, ver Beck, Demirgüç-Kunt y Levine (2007) y Rajan y Zingales (2003).
2. Este Capítulo se basa en gran medida en los documentos “Financial Development: Structure and Dynamics”, de Augusto de la Torre, Erik Feyen y Alain Ize, y “Financial Globalization: Some Basic Indicators for Latin America and the Caribbean”, de Tatiana Didier y Sergio Schmukler, que forman parte del volumen editado que acompaña este informe regional sobre ALC.
3. BIS sólo entrega los datos sobre préstamos sindicados recogidos en el Capítulo 4.
4. Dada la cobertura limitada del estudio, la evidencia es sobre todo indicativa.
5. Beck, Demirgüç-Kunt y Martínez Pería (2011) documentan algunos de los motores subyacentes a la capacidad, en rápida expansión, de los bancos para prestar a las PyMEs basándose en información pública más que en préstamos basados en relaciones. De la Torre, Martínez-Pería y Schmukler (2010) opinan que la conexión de los bancos de ALC con las PyMEs parece estar aumentando, especialmente para las PyMEs relacionadas con las grandes corporaciones. Basándose en un estudio de contexto econométrico para el Programa de Evaluación del Sector Financiero para Chile, Didier (2011b) confirma que las “PyMEs conectadas” consiguen mejor trato en términos del acceso a los créditos bancarios.
6. Los fondos de previsión para la vivienda, basados en ahorros obligatorios, son particularmente importantes en México. Según la Asociación Hipotecaria Mexicana, representaban casi el 85% de los nuevos préstamos para la vivienda y más del 70% del volumen de los nuevos préstamos en 2010. También están presentes en Brasil, Colombia y Venezuela.
7. En México, la oferta de hipotecas como porcentaje del PIB aumentó del 3% al 5,3% en 2009, cuando se incluye los créditos de Infonavit, FOVISSSTE y la Sociedad Hipotecaria Federal, lo cual se encuentra todavía significativamente por debajo de los niveles de referencia de 12,6% para 2007, señalado en el Cuadro 6.1.
8. El Capítulo 8 analiza el tema de la indexación en ALC en más profundidad.
9. El estadístico de Panzar-Rosse contrasta la elasticidad de los ingresos de una empresa con los de sus costos de insumos (bajo el supuesto de competencia perfecta, un aumento en los precios de los insumos debería provocar un aumento equivalente en los precios del producto y, por lo tanto, de los ingresos). El índice Lerner calcula la disparidad entre precios y costos marginales (es decir, es una medida del margen de remarcación).
10. Ver, por ejemplo, McMillan y Rodrik (2011) para una discusión que pone de relieve el lento crecimiento de la producción y el empleo en los sectores de más alta productividad en ALC.
11. El tipo de interés real compuesto (de depósito) se incluye en la cifra porque proporciona alguna indicación sobre cambios “automáticos” en el crédito que sencillamente son impulsados por el efecto de los tipos de interés. Así, la diferencia entre el crédito real y el tipo de interés real es una medida del componente verdaderamente exógeno del ciclo del crédito.
12. Resulta interesante cuando se añade una simple variable de volatilidad del crédito (la variación año a año del crédito privado con el PIB) como un control adicional en las regresiones de referencia del crédito, no es significativo. Por lo tanto, son los colapsos del crédito –pero no la volatilidad en sí– que dejan una impronta sustancial y perdurable en el desarrollo financiero.
13. Estos vínculos entre profundidad financiera, inflación y dolarización fueron analizados antes que nadie por De Nicolo, Honohan e Ize (2003).
14. Las pruebas que demuestran que los bancos de ALC actualmente disfrutaban de amortiguadores prudenciales sustanciales (capital, liquidez y rentabilidad) se presentan en el Capítulo 10.

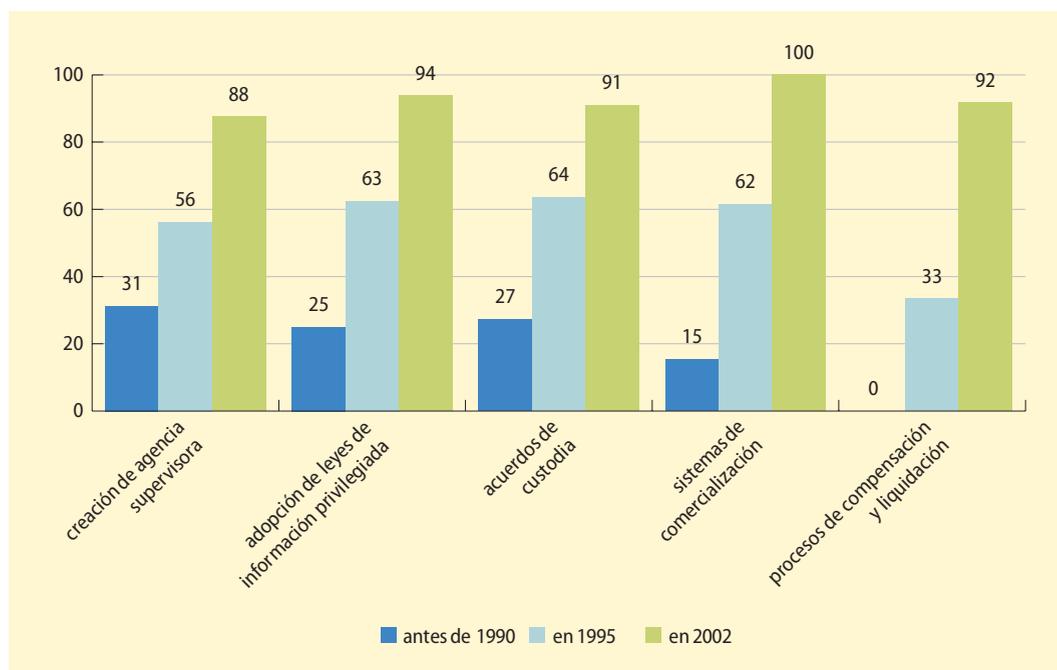


## La brecha de renta variable

# 7

Como se ha señalado en el Capítulo 3, los mercados internos de renta variable en América Latina y el Caribe (ALC) siguen siendo ilíquidos y están sumamente concentrados. Este subdesarrollo relativo contrasta con el importante número de reformas del mercado de capitales introducidas a lo largo de los dos últimos decenios y la mejor actitud macroeconómica (Gráfico 7.1), que, según las perspectivas debía ayudar a los mercados de renta variable de ALC a avanzar hacia su referencia. Este Capítulo intenta echar luz sobre las posibles causas de este bajo desempeño. Comienza repasando algunas de las explicaciones más habituales esgrimidas por especialistas, responsables de las políticas y académicos, a saber, los efectos de la globalización, la libre flotación, la concentración del mercado, el comportamiento del inversor institucional y la gobernanza corporativa. Luego, el Capítulo también se refiere a otras posibles causas. Los puntos más destacados son los siguientes:

- La deslocalización de las transacciones del mercado accionario en ALC (la comercialización de títulos en el extranjero) ha sido especialmente amplia.
- Esta deslocalización parece explicar en buena medida el bajo desempeño interno en la actividad de comercialización de las empresas más grandes; sin embargo, no explica directamente la baja actividad de comercialización de las empresas más pequeñas, puesto que éstas no cotizan en el extranjero. Entre los factores que contribuyen a la baja comercialización interna de las empresas más pequeñas están los efectos de derrame negativos de la deslocalización de los stocks más grandes; el dominio de los fondos de pensiones que compran y retienen en relación con agentes institucionales más activos, como los fondos de inversión; y las debilidades de la gobernanza corporativa (especialmente con respecto a los derechos y protecciones de los accionistas minoritarios) y el entorno favorable general para los negocios (especialmente en lo que se refiere a los derechos de propiedad).
- Por razones que aún están por ser completamente dilucidadas, el historial de la región de turbulencias macroeconómicas y financieras también puede ser un potencial culpable de la baja liquidez interna.
- Además de las evidentes mejoras en la macroestabilidad, en la infraestructura de los mercados bursátiles y en el entorno favorable general para los negocios (que deberían ayudar, aunque en el margen),

**GRÁFICO 7.1** Porcentaje de países de América Latina que han implementado reformas de los mercados de capitales

Fuente: De la Torre y Schmukler (2007).

El gráfico muestra el porcentaje acumulado de los países de América Latina que han implementado reformas específicas de los mercados de capitales en diferentes momentos en el tiempo.

el desarrollo de un programa de políticas adecuado sigue siendo espinoso, especialmente para los países más pequeños y las empresas más pequeñas, dada la importancia de los efectos de escala (tamaño de los mercados y de las emisiones) y de red en el desarrollo del mercado bursátil.

El resto de este Capítulo se organiza de la siguiente manera. En las primeras cinco Secciones se revisa el impacto de la globalización, la libre flotación, la concentración del mercado, los inversores institucionales y la gobernanza corporativa, respectivamente. En la sexta Sección, se revisan otros factores y la parte final recoge las conclusiones.

### Las consecuencias de la globalización

El cálculo de las consecuencias comienza por analizar si la falta de liquidez (es decir,

los bajos niveles de transacciones) en los mercados internos de renta variable pueden deberse a la deslocalización de la actividad del mercado bursátil descrita en el Capítulo 4 como parte de la globalización financiera. Dado que la deslocalización de los stocks no genera descalce de balances, no tiene implicaciones para la vulnerabilidad sistémica, aún cuando el país que protagoniza la deslocalización tenga una moneda débil. Sin embargo, la deslocalización de la comercialización y emisión de títulos puede tener efectos adversos en la liquidez del mercado bursátil interno. Puede ocurrir a través de diversos canales (Levine y Schmukler 2007). En primer lugar, puede desplazar la comercialización de las empresas que emiten en el exterior fuera del mercado interno – el efecto “migración de liquidez.” En segundo lugar, puede provocar una caída en la comercialización y liquidez de las acciones de las demás empresas nacionales. Esto a su

vez puede producirse mediante dos efectos. El primer efecto (“derrames negativos”) está vinculado con el aumento en el costo por transacción en el país de origen debido a los costos fijos. El segundo efecto (“desvío del comercio nacional”) se deriva del hecho de que la internacionalización de las emisiones y la transacción de títulos lleva a mejoras de la reputación, de las normas de reporte, la cobertura de analistas y la base de los accionistas, todos los cuales llevan a los inversores a desplazar su atención de las empresas cuya comercialización es interna a las empresas cuya comercialización es externa.<sup>1</sup>

El Gráfico 7.2a muestra el “volumen total de transacciones” para las acciones de (grandes) empresas con certificados de depósito (DRs –*depository receipts*) en el Mercado de la Bolsa de Nueva York – obtenido como la suma de la comercialización interna y externa dividida por su capitalización de mercado según lo registrado para el mercado interno.<sup>2</sup> También muestra el volumen interno para estas mismas (grandes) empresas y el volumen de comercialización para todas las empresas en el mercado interno. El asombroso resultado es que, una vez que la comercialización externa se toma en cuenta, el volumen de las grandes empresas de ALC casi triplica y es incluso superior a la de sus contrapartes en Asia o Europa del Este. En realidad, para las grandes empresas de ALC, el volumen de transacciones en el exterior supera al volumen interno, y mucho más que en otras regiones. El efecto es tan importante que para las grandes empresas de ALC con programas DR no parece haber una brecha de capital. Por lo tanto, la deslocalización pareciera ser, en gran parte, responsable de la atípicamente baja comercialización interna de estas empresas de ALC. Además, el aumento en el volumen total de las grandes empresas de ALC se ha producido casi en su totalidad en el exterior (Gráfico 7.2b). Y las nuevas emisiones de renta variable de las empresas de ALC se han llevado a cabo en su mayoría en el exterior en lugar de localmente (Gráfico 7.2c).

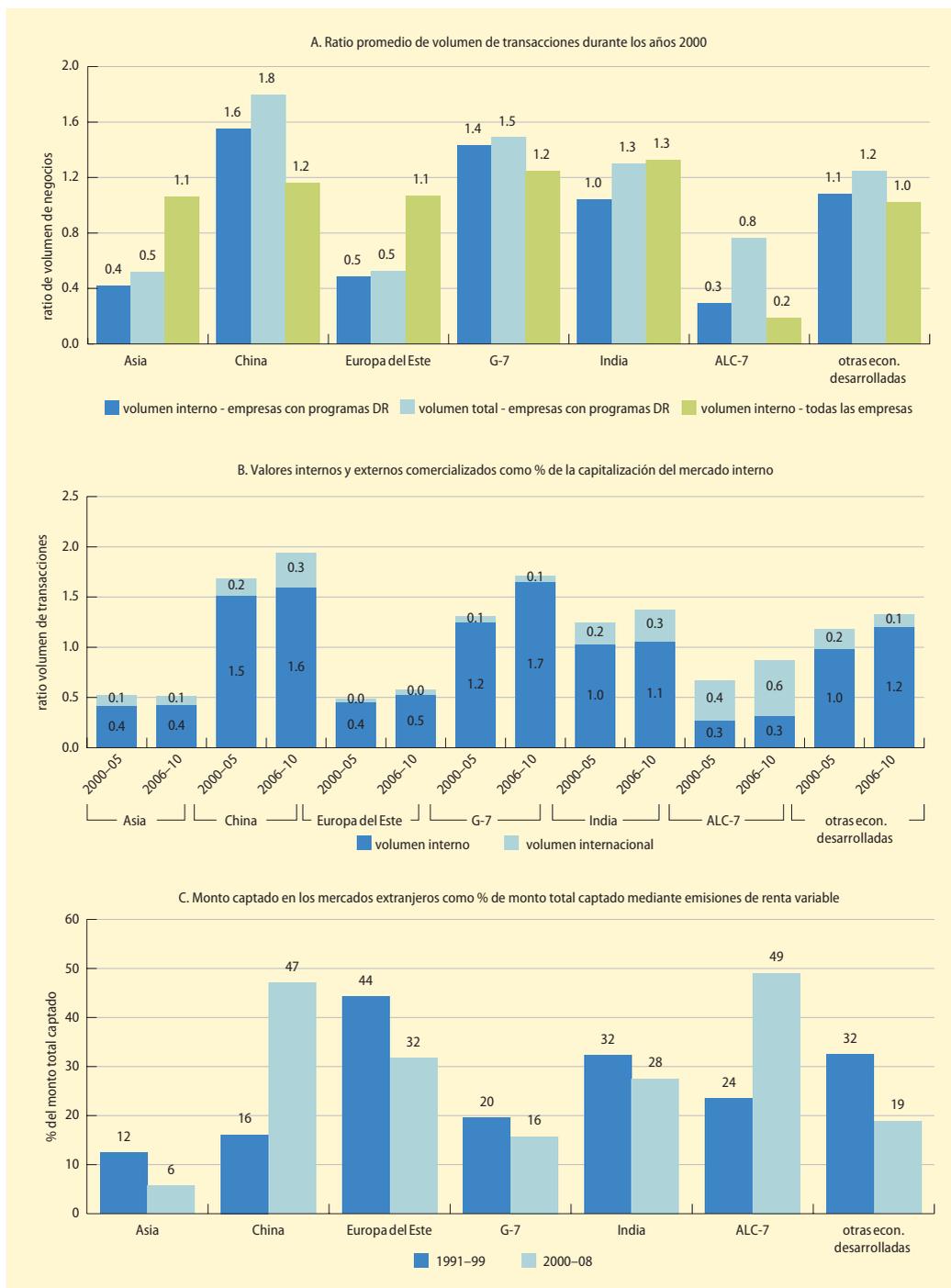
La historia para las empresas más pequeñas en ALC es bastante diferente, ya que normalmente no tienen acceso a los mercados

bursátiles extranjeros. El volumen de transacciones muy bajo del total de la renta variable nacional señala que la liquidez para las empresas más pequeñas (que no negocian en el exterior) es sumamente baja en ALC, en comparación con otras regiones. Además, en general, ha permanecido estable incluso cuando el volumen total de transacciones de las grandes empresas ha aumentado muy sustancialmente (Gráfico 7.2b), lo cual, en términos generales es congruente con la perspectiva del derrame negativo.

Se puede obtener una verificación adicional del impacto de la deslocalización en el volumen de transacciones internas controlando, para empezar, los datos de los países sobre el volumen de transacciones del mercado accionario interno y el volumen de transacciones exteriores en relación con el desarrollo económico (PIB per cápita) y el tamaño del país (población) y luego graficar los residuos de las dos series contrastadas y estimar una regresión (Gráfico 7.3). Es interesante observar que la recta de regresión es negativa, lo cual sugiere un cierto grado de sustitución entre la comercialización interna y la externa. Sin embargo, al mismo tiempo, con la excepción de un país (República Bolivariana de Venezuela), todos los demás países de ALC están agrupados en el rincón superior izquierdo del gráfico, lo cual señala que los países de ALC son atípicos en cuanto comercializan en el exterior más de lo esperado y en el interior menos de lo esperado. Esto respalda la opinión de que la deslocalización ha desplazado a la transacción de los títulos internos mucho más en ALC que en otras regiones.

En el Cuadro 7.1 se registra una verificación final. En éste se muestran los resultados de una batería de regresiones del volumen de transacciones de los mercados accionarios internos utilizando el mismo modelo de referencia básica utilizado en los Capítulos 2 y 3. Si bien la falta de datos es un factor sumamente limitante, un resultado notable es que una vez que se introduce en las regresiones el porcentaje de comercialización externa, la variable dicotómica ALC deja de ser significativa. Este resultado es una confirmación adicional de la opinión de que gran parte

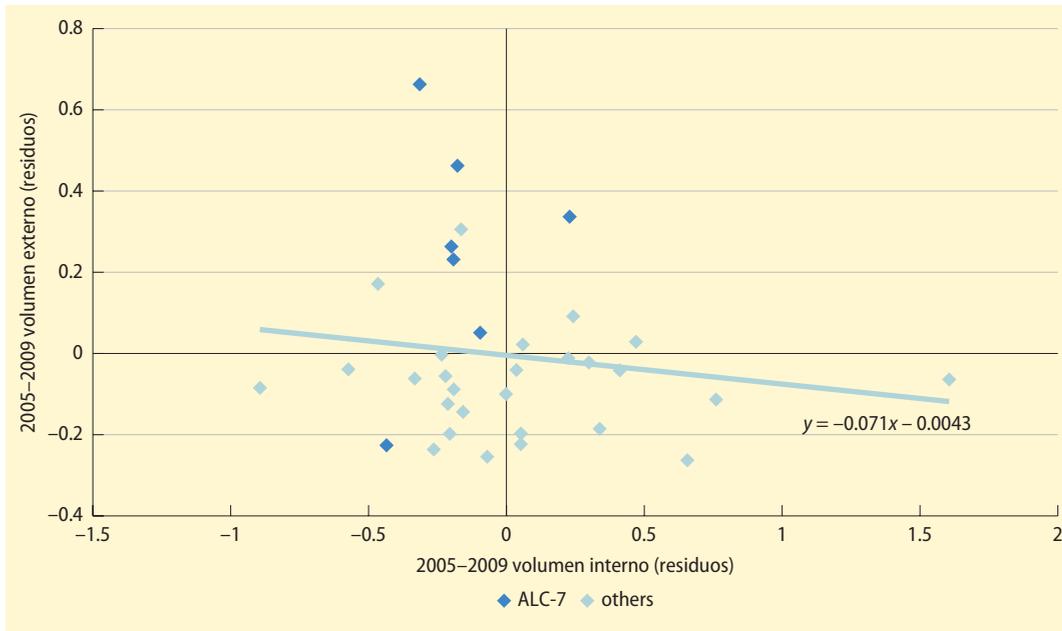
**GRÁFICO 7.2 Mercados de renta variable nacionales y offshore**



Fuente: Didier y Schmukler (2011b).

El gráfico muestra y caracteriza los mercados de renta variable internos y externos. El panel A muestra el promedio entre 2000 y 2010 del ratio de volumen de transacciones en los mercados internos para las empresas con programas DR, así como los ratios de volumen total de transacciones que tienen en cuenta la actividad comercial interna y externa. También muestra el ratio del volumen de transacciones total en los mercados internos para todas las empresas registradas. El panel B muestra, para las empresas con programas DR, el ratio promedio de valores internos y externos comercializados como porcentaje de su capitalización de mercado, es decir, ratios de volumen de transacciones internos y externos entre 2000 y 2010. El panel C muestra la cantidad captada en los mercados de renta variable en el extranjero en relación con la cantidad captada a través de emisiones de renta variable en los mercados internos y externos entre 1991 y 2008. Todos los DRs identificados en el Directorio de DRS del Bank of New York con datos de transacciones registrados en Bloomberg están considerados en este gráfico.

**GRÁFICO 7.3 2005–2009 Promedio de residuos de volumen de transacciones internas y externas**



Fuente: Cálculos del autor basados en Didier y Schmukler (2011b). El gráfico muestra la gráfica de dispersión del volumen de transacciones internas y externas de renta variable, definido como el valor total promedio transado al año en los mercados internos y externos en relación con la capitalización del mercado interno para las empresas con programas DR. Se registra el promedio residual para 2005-2009 del volumen de transacciones interno y externo. Los residuos se obtienen de las regresiones mínima cuadrática normal del volumen de transacciones interno o externo en relación con el PIB per capita y la población. Todos los DRs identificados en el Directorio de DRS del Bank of New York con datos de transacciones registrados en Bloomberg están considerados en este gráfico.

**CUADRO 7.1 Modelo de valores de referencia**

	Variable dependiente : Valor negociado en relación con PIB				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Variable dicotómica ALC-7	-50.54*** (-2.756)	-72.62* (-1.766)	-26.13 (-0.559)	-101.4** (-2.501)	-75.71** (-2.458)
Valor extranjero negociado como % del total de valor negociado			-114.9* (-1.827)		
Capitalización del mercado externo como % total capitalización mercado				411.5** (2.143)	
Monto captado 5 princip. emisiones renta variable como % total captado					-31.85 (-0.604)
Constante	-40.89 (-0.186)	194.5 (0.181)	54.84 (0.0535)	-417.4 (-0.402)	407.9 (0.557)
Controles básicos	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
No. De observaciones	86	34	34	34	47
R-al cuadrado	0.613	0.435	0.509	0.532	0.444

Fuente: de la Torre, Feyen e Ize (2011). Los estadísticos-t robustos se muestran entre paréntesis. Nivel de importancia: \* = 10%; \*\* = 5%, y \*\*\* = 1%.

de la aparente brecha de renta variable en ALC se puede explicar por la extraordinaria dependencia de la región de la comercialización externa.

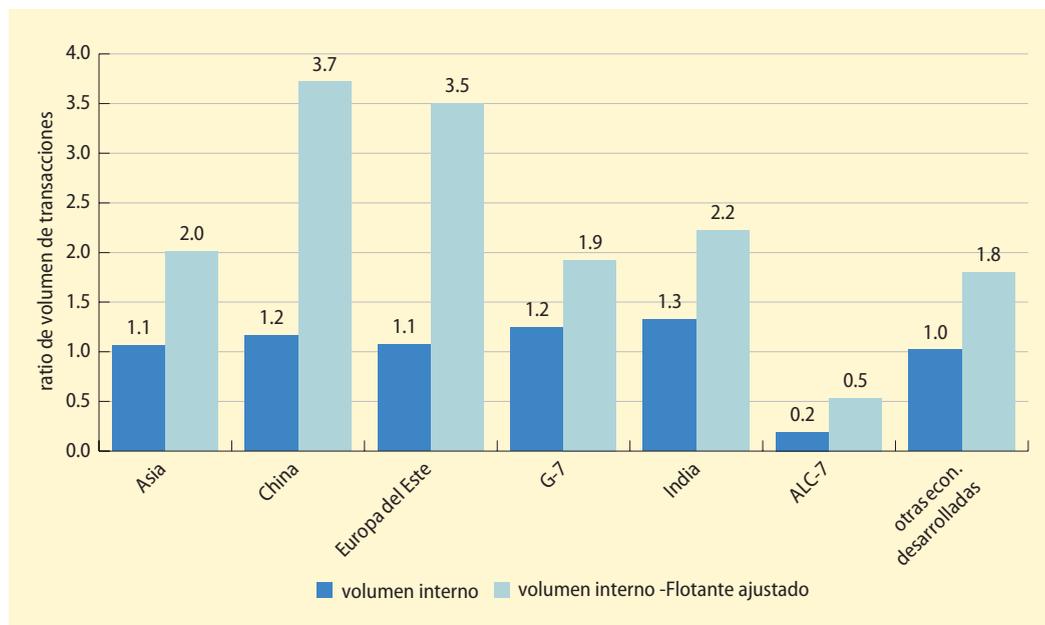
### La libre flotación

Otro de los argumentos a menudo esgrimidos como una posible explicación de la brecha de la renta variable en ALC es el bajo nivel de las acciones transadas libremente (libre flotación), es decir, un componente sustancial de la capitalización de mercado en ALC corresponde a participaciones que están muy retenidas y, por lo tanto, no disponibles para ser transadas en bolsas abiertas. Cuando las empresas son controladas por los accionistas mayoritarios (normalmente familias ricas), lo cual es el caso más probable en países con escasa protección del inversor y alta concentración de la riqueza, la liquidez del mercado secundario podría

agotarse.<sup>3</sup> En este caso, la cifra del volumen comercializado está distorsionada, dado que la comercialización capta sólo las participaciones de libre flotación, mientras que la capitalización de mercado agrega todas las participaciones.

Este argumento es evaluado ajustando el ratio de volumen de transacciones de renta variable (valor transado dividido por capitalización de mercado), es decir, considerando en el denominador sólo la capitalización de mercado de las participaciones de libre flotación.<sup>4</sup> El gráfico 7.4 muestra que al ajustar según la libre flotación aumenta significativamente el volumen de transacciones interno de ALC. Sin embargo, ocurre lo mismo en el caso de otras regiones. De hecho, en Europa del Este y China la corrección es aún mayor que en ALC. Por lo tanto, la baja libre flotación de ALC no parece ser la explicación del volumen anormalmente bajo de comercialización del mercado accionario interno.

**GRÁFICO 7.4** Transacciones en los mercados de renta variable



Fuente: Cálculos del autor basados en Dahlquist et al. (2003).

El gráfico muestra la actividad de transacciones en los mercados internos de renta variable. Muestra los ratios de volumen de transacciones promedio, definidos como el valor total comercializado al año en los mercados internos en relación con el total de capitalización del mercado entre 1990 y 2009. Muestra los mismos datos pero ajustados según el indicador flotante Dahlquist (2003) para cada país para el año 2003.

## La concentración del mercado

La evidencia presentada en el Capítulo 3 también señalaba que el acceso a los mercados de renta variable en ALC seguía siendo limitado y concentrado, y que el grueso de la actividad del mercado de renta variable dependía de unos pocos emisores y emisiones. Al limitar las opciones disponibles para los administradores de cartera, la alta concentración podía limitar la comercialización, lo cual llevaba al bajo volumen de transacciones.

Para comprobar si esto es lo que sucede, un ejercicio similar al descrito más arriba se lleva a cabo para el volumen de transacciones interno y externo. Esto implica, en primer lugar, estimar regresiones diferentes del volumen de transacciones del mercado de renta variable y de los ratios de concentración en el PIB per cápita y población. Los residuos para las dos variables se grafican y despliegan a lo largo de la recta de regresión (Gráfico 7.5). Los resultados son de poca importancia. La recta de regresión es plana –lo cual señala que la concentración del mercado guarda poca relación con el volumen de comercialización– y los países de ALC están adecuadamente distribuidos uniformemente por encima y por debajo de la recta –lo cual sugiere que la concentración del mercado para el conjunto de la región no es especialmente atípica. De hecho, la concentración del mercado parece ser un rasgo de muchos países, sobre todo de los países en vías de desarrollo.

## Los inversores institucionales

El predominio de los fondos de pensiones entre los inversores institucionales también podría contribuir a la brecha de la renta variable en ALC, dado que los fondos de pensiones no negocian activamente sino, en general, compran y retienen.<sup>5</sup> Como se ha discutido en mayor profundidad en el Capítulo 8, las regulaciones actuales tienden a acentuar la preferencia por estrategias de inversión de “comprar y retener”, que pueden ser perjudiciales para la liquidez de mercado.<sup>6</sup> En términos más generales, los inversores institucionales tienden a invertir

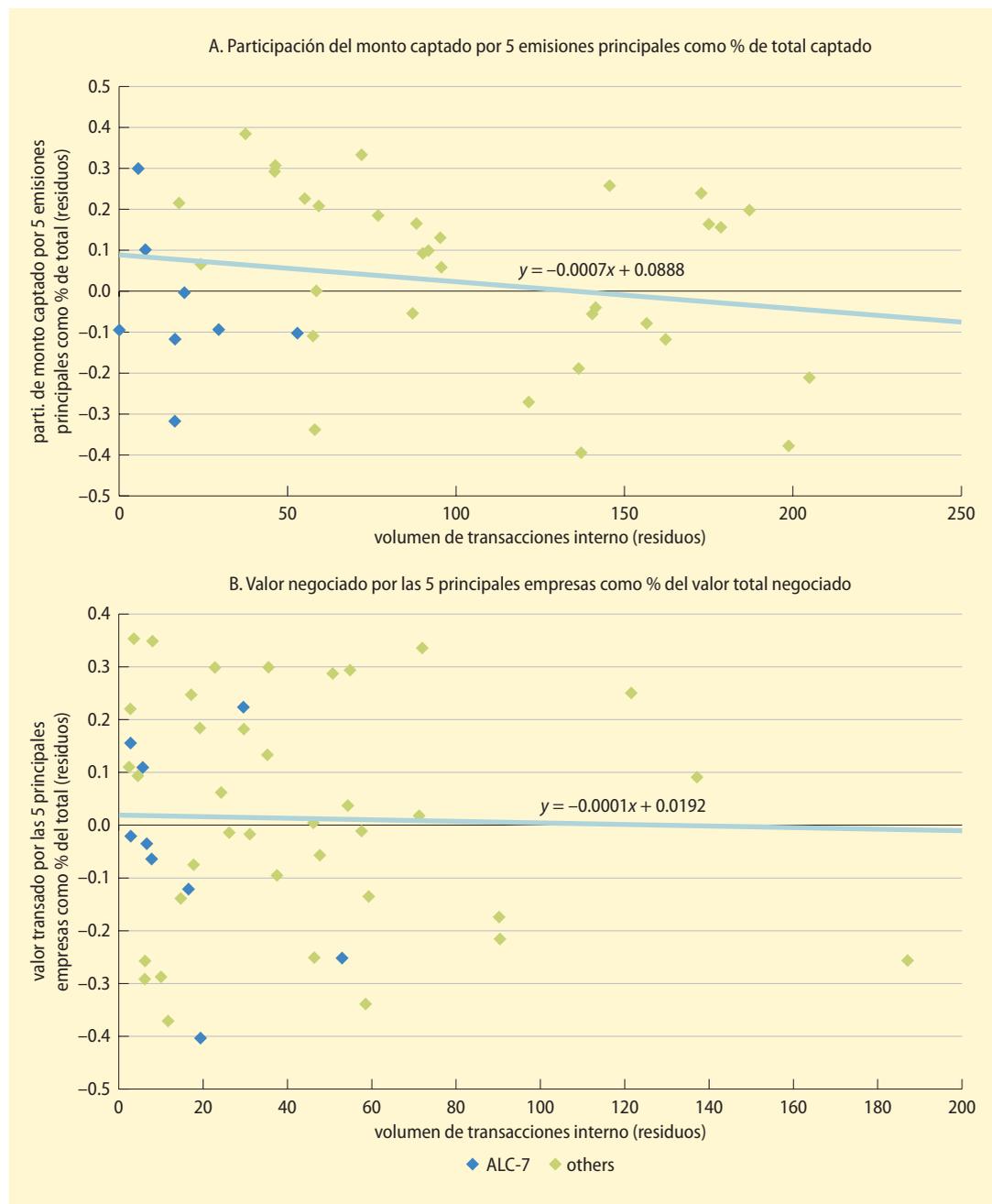
en empresas más grandes y más líquidas, limitando así la oferta de fondos a empresas más pequeñas y menos líquidas.<sup>7</sup>

Para verificar el impacto del universo del inversor institucional con un sesgo a favor de los fondos de pensiones en los mercados de capitales en ALC en materia de volumen de transacciones interno del mercado de renta variable, una vez más, el ejercicio controla por los datos de PIB per cápita y población. Los residuos vuelven a ser graficados junto con la recta de regresión (Gráfico 7.6). Es notable observar que la recta de regresión es plana en lo que se refiere a los fondos de pensiones pero tiene una clara inclinación ascendente en lo que se refiere a los fondos de inversión y las compañías aseguradoras. Se podría pensar que esto confirma la evidencia presentada en el Capítulo 2, según la cual el crecimiento de los fondos de pensiones tiene un componente influenciado por las políticas, mientras que el de otros inversores institucionales tiende a ir a la par con el desarrollo económico y financiero. Sin embargo, si se interpreta la causalidad en el otro sentido, también se podría señalar que, a diferencia de otros inversores institucionales, como los fondos de inversión, los fondos de pensiones no contribuyen gran cosa a la liquidez del mercado accionario porque fundamentalmente compran y retienen. En el marco de esta interpretación, el hecho de que la mayoría de países de ALC se encuentren agrupados por debajo de la recta de regresión en relación con los fondos de inversión, pero más equitativamente distribuidos alrededor de la línea en lo que se refiere a los fondos de pensiones, señalaría que el bajo volumen de transacciones de la renta variable tendría algo que ver con el predominio en la región de los fondos de pensiones de comprar y retener y con el relativo subdesarrollo de los fondos de inversión (supuestamente negociantes más activos).

## La gobernanza corporativa

Las débiles prácticas de gobernanza corporativa también son un argumento a menudo esgrimido para explicar el bajo desarrollo

**GRÁFICO 7.5 Volumen de transacciones interno y concentración**



Fuente: Cálculos del autor basados en Didier y Schmukler (2011b).

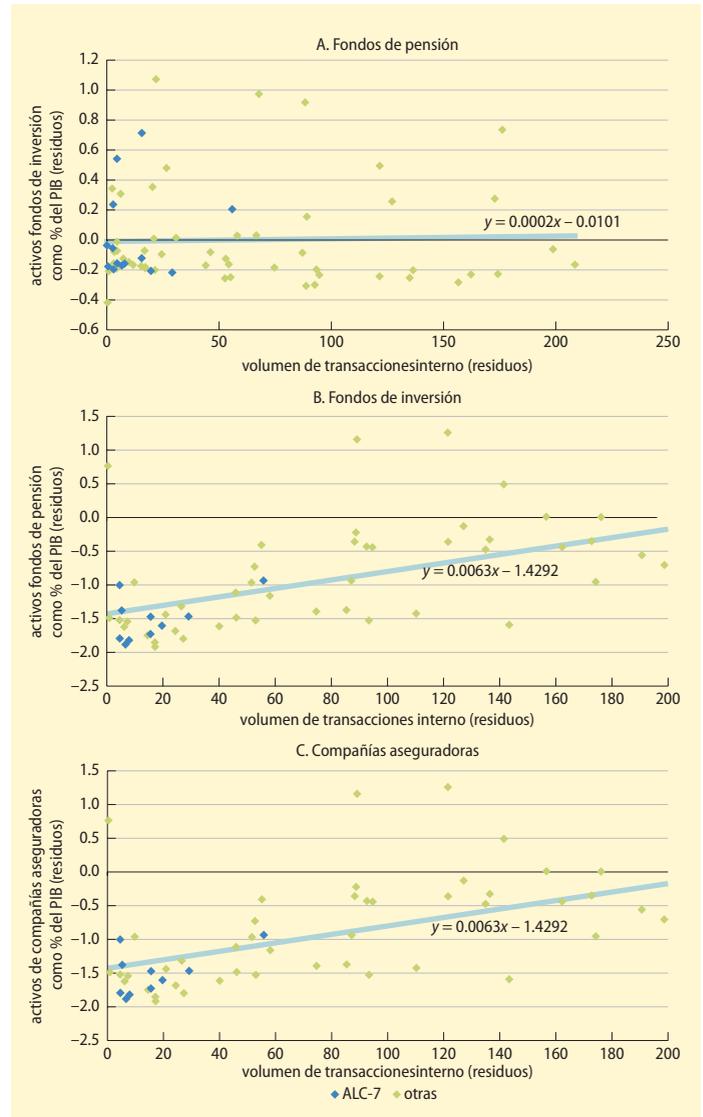
El gráfico muestra la gráfica de dispersión de los residuos promedio para 2005–2009 de dos medidas de concentración en los mercados internos de renta variable en relación con los promedios residuos del ratio de volumen de transacciones interno. El panel A muestra el monto promedio captado al año por las 5 principales emisiones como porcentaje del total de emisiones en los mercados internos. El panel B muestra la participación promedio del valor comercializado por las 5 principales empresas como porcentaje del valor total transado al año en los mercados internos. El ratio de volumen de transacciones se define como el valor total transado al año en los mercados internos en relación con la capitalización del mercado interno. Los residuos se obtienen de regresiones habituales del mínimo cuadrático de las variables en relación con el PIB per cápita y la población. Los países ALC se registran con colores más oscuros.

de los mercados accionarios (ver Recuadro 7.1). El gráfico 7.7a compara ALC con otras regiones en lo que se refiere al índice anticorrupción y al índice de derechos antidirector, dos indicadores de la gobernanza corporativa usados habitualmente.<sup>8</sup> Hasta cierto punto, ALC7 está retrasada en relación con ambos indicadores. Sin embargo, la región arroja resultados bastante peores en el caso del índice anticorrupción, donde la brecha entre ALC7 y otras regiones (excepto Europa del Este) es grande (0,39 comparado con 0,55 - 0,80). La gráfica de los residuos controlados de estos dos indicadores de gobernanza y el volumen de transacciones interno (siguiendo el mismo procedimiento que el descrito más arriba) lleva a una conclusión similar (Gráficos 7.7b y 7.7c). La recta de regresión para el indicador anticorrupción tiene claramente una inclinación ascendente, lo cual señala que está más que estrechamente conectada con el desarrollo de los mercados. Al mismo tiempo, la mayoría de países ALC están agrupados por debajo de la recta de regresión, lo cual confirma el acusado bajo desempeño de ALC en relación con este indicador y sugiere que la brecha de renta variable en ALC puede tener algo que ver con ello.<sup>9</sup> Sin embargo, debido a las dificultades para medir la gobernanza corporativa y las múltiples dimensiones de este concepto, se recomienda cierta cautela.<sup>10</sup>

## Otros factores

Por último, el bajo crecimiento de ALC, la turbulenta historia macrofinanciera y las debilidades persistentes en su entorno favorable para los negocios también podrían contribuir a explicar su bajo volumen de comercialización en el mercado de renta variable interno. La verificación de estos efectos se lleva a cabo añadiendo al modelo econométrico básico presentado en los Capítulos 2 y 3, medidas que representan perspectivas económicas (crecimiento promedio del PIB durante los tres últimos decenios) y turbulencia macrofinanciera (colapsos del crédito, como fueron definidos en los capítulos anteriores). El cálculo también

**GRÁFICO 7.6 Volumen de transacciones interno e inversores institucionales**



Fuente: Cálculos del autor basados en Didier y Schmukler (2011a, 2011b).

El gráfico muestra la gráfica de dispersión de los residuos promedio para 2005-2009 de los activos de los inversores institucionales en relación con el PIB comparado con los residuos promedio del ratio de volumen de transacciones interno. El panel A muestra los activos de los fondos de pensión como porcentaje del PIB. El panel B muestra los activos de los fondos de inversión como porcentaje del PIB. El panel C muestra los activos de las compañías aseguradoras como porcentaje del PIB. El ratio de volumen de transacciones se define como el valor total transado al año en los mercados internos en relación con la capitalización del mercado interno. Los residuos se obtienen de regresiones habituales del mínimo cuadrático de las variables en relación con el PIB per cápita y la población. Los países ALC se registran con colores más oscuros.

añade diversos indicadores de la calidad del entorno favorable para los negocios (ejecución de contratos, derechos de propiedad, información crediticia).

### RECUADRO 7.1 Gobernanza corporativa y desarrollo del mercado de renta variable

Hay una extensa literatura que relaciona las prácticas de gobernanza corporativa y el desarrollo del mercado accionario. Según Shleifer y Vishny (1997a) y Bhojraj y Sengupta (2003), las buenas prácticas de gobernanza aumentan la confianza entre los inversores ya que tienden a reducir los riesgos de agencia (información y ejecución de contratos). Por lo tanto, es probable que las empresas tengan acceso al capital a costos más bajos, y en mejores condiciones, para aumentar el valor y la liquidez de sus participaciones y para mejorar su desempeño operativo y rentabilidad.

Ashbaugh-Skaife, Collins and LaFond (2006), por ejemplo, opinan que las mejores prácticas de gobernanza corporativa mejoran las calificaciones del crédito corporativo y disminuyen los rendimientos de los bonos. De Carvalho y Pennacchi (2011) sostienen que, en el caso de Brasil la migración desde los mercados tradicionales al Novo Mercado produce rendimientos positivos anormales para los accionistas y un aumento en el volumen de transacción de las acciones. Klapper y Love (2004) opinan que la mejor gobernanza corporativa está asociada con un mejor

desempeño operativo y ratios Q de Tobin más altos. Joh (2003) llega a la conclusión de que las empresas con una mayor disparidad entre control y propiedad arrojan una rentabilidad más baja.

Los vínculos positivos entre la buena gobernanza corporativa y el desarrollo del mercado accionario están documentados en numerosos artículos. Por ejemplo, La Porta *et al* (1997) y Glaser, Johnson y Shleifer (2001) demuestran que la protección de los accionistas minoritarios es fundamental para el desarrollo de los mercados de capitales de un país. Además, Klapper y Love (2004) demuestran que las buenas prácticas de gobernanza son más importantes en países con escasa protección del inversor y con una débil capacidad de ejecución de los contratos.

Sin embargo, utilizando datos del proceso de internacionalización del mercado accionario, Gozzi, Levine y Schukler (2010) sostienen que la causalidad podría funcionar en ambos sentidos y que las mejores empresas migran al extranjero buscando mejores entornos de gobernanza corporativa, y no que la mejor gobernanza aumenta necesariamente el valor de la empresa.

Los resultados (Cuadro 7.2) son provisionales en cuanto no sobreviven del todo a las pruebas de robustez, si bien apuntan en algunas direcciones específicas a la vez que subrayan la necesidad de seguir investigando. En concreto, los colapsos financieros y el lento crecimiento están significativamente relacionados con el bajo volumen de transacciones del mercado accionario interno cuando se introducen por separado. Sin embargo, resulta interesante observar que pierden su relevancia cuando se añade la variable dicotómica ALC7. Esto podría señalar que, si bien los colapsos financieros y el lento crecimiento afectan a muchos otros países fuera de ALC, han tenido consecuencias especiales en el caso de ALC, de tal manera que se han entrelazado estrechamente con las especificidades de ALC (la variable dicotómica ALC7). Por otro lado, nuestra prueba econométrica de indicadores de entorno favorable para los

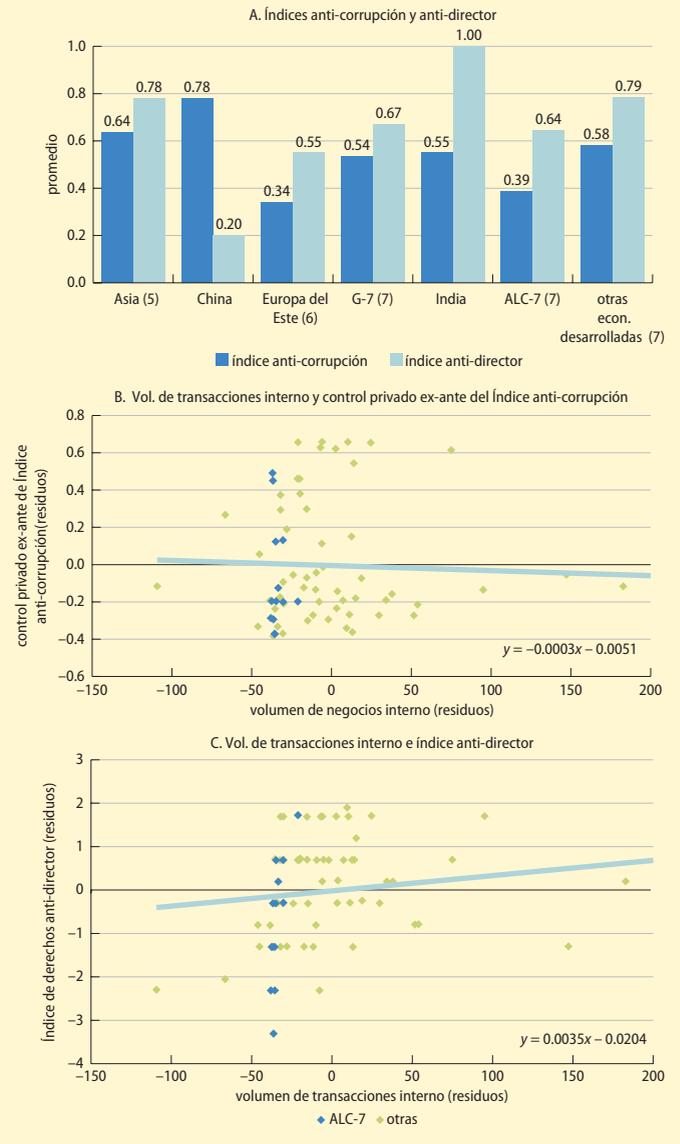
negocios señala que los costos de ejecución de contrato, los derechos de propiedad y la información también forman parte de la historia del bajo nivel de transacciones en los mercados accionarios internos de ALC (estas variables conservan una relevancia estadística incluso cuando se les introduce junto con la variable – también relevante– de los colapsos financieros). Sin embargo, al igual que los colapsos financieros y las variables de crecimiento, los indicadores de entorno favorable para los negocios también pierden relevancia una vez que se añade la variable dicotómica ALC7. Una vez más, esto podría sugerir que los efectos de un crecimiento lento, de los colapsos financieros y de las debilidades del entorno favorable para los negocios están muy estrechamente asociados en la historia de la región y son cruciales para hacer de ALC lo que es actualmente en lo que se refiere a desarrollo financiero.

## Conclusiones

Una primera conclusión en este Capítulo es que la deslocalización parece dar cuenta de gran parte de la brecha del mercado de renta variable interno en ALC. Esta brecha probablemente no tiene importancia para las empresas más grandes: para éstas, es irrelevante que sus valores se negocien en Ciudad de México o en Nueva York, y el hecho de que se negocien fundamentalmente en Nueva York podría realmente producir beneficios adicionales para estas empresas. Sin embargo, la brecha sí tiene importancia para las empresas más pequeñas, hasta el punto de que no pueden depender de los mercados internacionales y se ven, por consiguiente, limitadas por la falta de acceso al financiamiento mediante emisiones de renta variables en los países de origen. Aunque el acceso de estas empresas al financiamiento por medio de deuda en sus países fuera adecuado (que, al parecer, no es el caso, como se señaló en el Capítulo 6) aquello no sustituiría a la falta de acceso al financiamiento por renta variable, dado que este último juega un rol único en la expansión comercial a largo plazo.

Dos preguntas interrelacionadas pero claramente diferentes en este plano son: ¿por qué la deslocalización del volumen de transacciones de renta variable es tan grande en el caso de ALC? Y, en segundo lugar: ¿por qué la deslocalización ha tenido aparentemente un impacto de depresión tan importante en la liquidez del mercado interno de renta variable? Levine y Schmukler (2007) han echado luz sobre la segunda pregunta, proporcionando evidencias que describen los canales a través de los cuales el efecto adverso parece funcionar, como se señala más arriba. Sin embargo, no hay respuestas sólidas a por qué ALC tiene, en primer lugar, una cantidad anormalmente grande de acciones comercializadas en el exterior en comparación con las negociadas en casa, y por qué los mercados de renta variable para las demás empresas han quedado tan retrasados. Puede que tenga algo que ver la historia del crecimiento económico lento (hasta tal punto que se relaciona

**GRÁFICO 7.7** Volumen de transacciones interno y gobernanza corporativa



Fuente: Cálculos del autor basados en Djankov et al. (2008).

Este gráfico caracteriza la relación entre gobernanza corporativa y liquidez en el mercado interno de renta variable. El panel A muestra los índices de anti-corrupción y anti-director. El índice anti-corrupción pretende captar la fortaleza de la protección de los accionistas minoritarios ante las prácticas en que la administración o los accionistas mayoritarios utilizan su poder para desviar la riqueza corporativa hacia sí mismos. El índice anti-director pretende captar el espíritu de la ley corporativa hacia la protección del accionista. Los niveles más altos de los índices implican una mayor protección del accionista. Los paneles B y C muestran la gráfica de dispersión de los residuos de dos índices de gobernanza empresarial comparados con los residuos del ratio de volumen de transacciones interno para 2003. Los países ALC se registran con colores más oscuros. El panel B muestra el control privado *ex-ante* del índice anti-corrupción. El panel C muestra el índice de derechos anti-director. El ratio de volumen de transacciones se define como el valor total transado al año en los mercados internos en relación con la capitalización del mercado interno. Los residuos se obtienen de regresiones habituales del mínimo cuadrático de las variables en relación con el PIB per cápita y la población.

**CUADRO 7.2 Transacciones de renta variable interna e indicadores de entorno favorable para los negocios**

	Variable dependiente: Volumen de transacciones mercado bursátil					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Variable dicotómica ALC-7	-35.83*** (-4.837)			-27.02** (-2.505)		-32.12** (-2.635)
Variable dicotómica colapso del crédito (% del periodo)		-134.0* (-1.902)		-109.2 (-1.524)	-125.7*** (-3.049)	-72.19 (-1.042)
Muestra promedio de crecimiento PIB anualizada			6.315** (2.424)	3.164 (1.385)		0.440 (0.225)
Índice de ejecución de contratos					-4.298* (-1.970)	-1.477 (-0.495)
Índice de información sobre el crédito					4.452*** (2.738)	2.091 (0.976)
Índice de derechos de propiedad					0.592*** (3.211)	0.510** (2.153)
Constante	306.9*** (4.010)	359.3** (2.390)	353.9*** (2.786)	296.0*** (2.730)	445.7*** (4.343)	319.3** (2.348)
Controles básicos	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Observaciones	107	107	86	86	103	84
Pseudo R2	0.46	0.44	0.49	0.54	0.47	0.55

Fuente: de la Torre, Feyen e Ize (2011).

Nivel de importancia: \* = 10%, \*\* = 5%, y \*\*\* = 1%.

con rendimientos esperados de las inversiones poco estimulantes) y, quizá más importante, lo mismo suceda con la historia de colapsos financieros en ALC. Sin embargo, las pruebas empíricas llevadas a cabo arriba no abordan directamente las razones subyacentes de la deslocalización. Por lo tanto, los resultados hablan más del efecto depresivo de dichos factores sobre el desarrollo general del mercado de renta variable que de la deslocalización en sí.<sup>11</sup>

Una segunda conclusión más provisional es que la preponderancia de los fondos de pensiones sobre otros inversores institucionales y las debilidades aún existentes en la gobernanza corporativa, la ejecución de los contratos y los derechos de propiedad también han contribuido a la brecha en el volumen de transacciones en el mercado de renta variable interno. En lo que se refiere al rol que juegan los inversores institucionales, hasta el punto de que el rápido desarrollo (impulsado por las políticas) de los fondos de pensiones ha retrasado el crecimiento de otros inversores institucionales, como los fondos

de inversiones, se podría llegar a la conclusión de que estas decisiones de las políticas quizá hayan tenido un costo en términos del desarrollo del mercado de capitales. Sin embargo, se debe ser muy cauto al interpretar las evidencias. En primer lugar, el impacto de los fondos de pensiones en el desarrollo de la industria de fondos de inversión no está claro. Si bien los fondos de pensiones pueden sustituir a los fondos de inversión proporcionando a los inversores canales de ahorro alternativos, también pueden contribuir al desarrollo de los fondos de inversión invirtiendo en ellos parte de sus carteras. Además, como se ha demostrado en el Capítulo 8, el comportamiento de las administradoras de activos de los fondos de inversión en ALC no parece ser demasiado diferente de los fondos de pensiones.

En lo que se refiere al posible impacto de las debilidades de ALC en materia de gobernanza corporativa en el mercado de renta variable, se podría adoptar la idea –teniendo en cuenta la experiencia de Novo Mercado en Brasil, cuyo desarrollo parece haber sido

estimulado por normas estatales más severas— que dichas debilidades tienen una importancia de primer orden. Sin embargo, puede que gran parte del éxito de Novo Mercado tenga más que ver con la ventaja comparativa del tamaño de Brasil que con las reformas de gobernanza. En realidad, una alternativa para los países más pequeños podría ser seguir una vía de “gobernanza más ligera” que sea más adecuada para las empresas más pequeñas, a la vez que se acepta la contrapartida de tener un alcance reducido para los accionistas minoritarios (que deberían mostrarse menos renuentes a tener acciones bajo disposiciones de gobernanza más ligeras). Una versión ligera de este tipo se podría caracterizar por normas más benignas de contabilidad y de reporte público, más colocaciones en renta variable privada y actividades extra-bursátiles, por una menor dependencia de los intercambios locales centralizados y por una propiedad concentrada (en lugar de atomizada) de las acciones. Sin embargo, debido a la iliquidez estructural y, por lo tanto, a la limitada capacidad de revelación de precios de estos mercados, sus eventuales beneficios económicos no están claros.

Para superar las limitaciones impuestas por el pequeño tamaño de los mercados, muchos han recomendado la integración transfronteriza de los mercados accionarios de ALC. De hecho, en los últimos decenios se han producido diversos intentos en aras de una integración regional de las bolsas en todo el mundo.<sup>12</sup> Recientemente, Chile, Colombia y Perú han llegado a un acuerdo de este tipo, centrado en integrar funciones como cotización, direccionamiento de pedidos y ejecución. El acuerdo también promueve los esfuerzos destinados a una convergencia regulatoria, pero hasta ahora no contempla sistemas comunes de liquidación y compensación. A pesar de los beneficios potenciales de la integración de los mercados de valores en términos de efectos de escala y de red, estos intentos han tendido a fracasar (Lee, 1999). Se han dado muchas explicaciones para esta falta de éxito, entre ellas las diferencias legales y regulatorias entre países, los efectos adversos de diferentes monedas nacionales en

ausencia de mercados de derivados de moneda suficientemente desarrollados, barreras de información entre los mercados (entre ellas, diferencias en las normas de contabilidad y reporte), así como dificultades más grandes de las esperadas para integrar las infraestructuras de mercado. Sin embargo, como se ha señalado en de la Torre, Gozzi y Schumkler (2007a), incluso aunque estos obstáculos fueran superados, quedan algunas razones fundamentales que proyectan dudas sobre la proposición de que la integración regional de los mercados accionarios sería superior a la alternativa de una integración más profunda y acabada en los mercados accionarios desarrollados, por ejemplo, la Bolsa de Valores de Nueva York, que no tienen rivales en cuanto a la profundidad de su liquidez y la calidad de su entorno contractual.<sup>13</sup>

En cualquier caso, determinar la vía de las políticas para el desarrollo del mercado accionario en ALC sobre todo para los países más pequeños, es terriblemente difícil, mucho más de lo que se suele reconocer. Desde luego, hay reformas para el entorno favorable para los negocios (por ejemplo, en derechos de propiedad y marcos de gobernanza corporativa) que, en opinión de todos, debería ser un factor positivo. Además, incluso para los países pequeños, hay numerosas mejoras en la infraestructura de los mercados accionarios que podrían ayudar, entre ellas las que tienen como objetivo disminuir la fragmentación de las emisiones y transacciones, potenciando los acuerdos de liquidación y compensación de títulos, organizar sistemas de préstamos y empréstitos de títulos, mejorando los métodos de valuación, promoviendo la estandarización de los contratos y mejorando el reporte financiero. Sin embargo, también es evidente que estas reformas, en el mejor de los casos, corregirían sólo una modesta proporción de la brecha del volumen de transacciones de renta variable nacional y podrían más bien seguir profundizando la tendencia a favor de la deslocalización.

Por lo tanto, quedan pendientes las preguntas más importantes. ¿Cuál es el nivel adecuado de normas de gobernanza que debería plantearse? ¿Deberían los países

más pequeños sencillamente “tirar la toalla” y olvidarse de desarrollar un mercado accionario local para aceptar que el financiamiento por renta variable está disponible fundamentalmente para sus grandes corporaciones residentes y sobre todo mediante el uso de mercados accionarios internacionales? ¿O deberían perseverar para el bien de sus empresas más pequeñas? ¿Hay alguna ventaja significativa en perseguir la integración regional de los mercados accionarios, comparado con sólo promover la integración regional? Lo único que se puede dar por seguro es que ALC tendrá que mirar más allá de la sabiduría convencional más simple: la macroestabilidad y el cumplimiento de las normas internacionales podría contribuir a ello, pero no será suficiente.

## Notas

1. Levine y Schmukler (2007), por ejemplo, opinan que la evidencia empírica de un efecto negativo importante de la deslocalización en la liquidez del mercado accionario interno y sus resultados son congruentes con ambas opiniones expresadas más arriba. Sin embargo, algunas teorías sostienen, al contrario, que la deslocalización puede potenciar la integración y, por lo tanto, potenciar las transacciones internas y aumentar la liquidez de las empresas nacionales. Ver, por ejemplo, Alexander, Eun, y Janakiramanan (1987); Domowitz, Glen, y Madhavan (1998); y Hargis (2000).
2. La capitalización de mercado interno de estas empresas incluye todas las acciones emitidas en el país aunque sean transadas en el exterior (vía DRs).
3. Ver Dahlquist *et al.* (2003).
4. Los datos de libre flotación utilizados en esta evaluación han sido proporcionados por Dahlquist *et al.* (2003). Si bien es el único disponible para una muestra grande de países, desafortunadamente está un poco anticuado (data de 1997).
5. Raddatz y Schmukler (2011) demuestran que los fondos de pensiones chilenos (AFPs) comercializan con poca frecuencia. Como promedio, una AFP comercializa sólo el 13% de sus activos y los cambios mensuales en las posiciones de activos corresponden a sólo el 4% del valor total inicial de los activos. Este resultado contrasta notablemente con el ratio medio de transacciones del 88%, encontrados en Kacperczyk, Sialm, y Zheng (2008) para una muestra de 2.543 fondos de inversión de renta variable, administrados activamente, en Estados Unidos entre 1984 y 2003.
6. Ver Gill, Packard, y Yermo (2004).
7. Ver, por ejemplo, Kang y Stulz (1997); Dahlquist y Robertsson (2001); Edison y Warnock (2004); Didier, Rigobon, y Schmukler (2010), y Didier (2011), entre muchos otros.
8. Ver Djankov *et al.* (2008). El índice anticorrupción pretende capturar el poder de la protección del accionista minoritario ante prácticas donde los accionistas de la administración o mayoritarios utilizan su poder para desviar la riqueza corporativa hacia sí mismos. El índice anti-director, por otro lado, intenta capturar la actitud de la ley corporativa hacia la protección del accionista. Unos niveles más altos del índice implican una mayor protección del accionista. Djankov *et al.* (2008) opina que el índice anticorrupción es un mejor indicador de una diversidad de medidas de desarrollo del mercado accionario en los diferentes países.
9. En términos de países individuales, Argentina, México y Uruguay tienen los indicadores de gobernanza corporativa más débiles. Brasil es un caso interesante, ya que su índice anti-director adopta el máximo valor posible, mientras que su índice anticorrupción es uno de los más bajos en la región. Esto podría ser un resultado de los recientes desarrollos en el mercado de valores brasileño (tratado en el cap. 3) donde las empresas pueden adherir a reglas de gobernanza corporativa más estrictas escogiendo dónde cotizar. Si bien esto puede haber potenciado el valor del índice anti-director, que mide el alcance de la protección legal, puede que no haya tenido un efecto inmediato en las prácticas de anticorrupción.
10. En resultados no reportados sobre otros dos indicadores de gobernanza corporativa (control privado *ex ante* de los índices de anticorrupción y ejecución pública), ALC7 parece tener un desempeño superior, hasta el punto de situarse incluso ligeramente por encima de los países del G-7.
11. La cautela al interpretar el aumento de deslocalización debido a la volatilidad macroeconómica se justifica aún más si se considera que Claessens, Klingebiel, y Schmukler (2006) opinan que las mejoras en los fundamentos

macroeconómicos (así como institucionales) están asociadas con una expansión proporcionalmente mayor del volumen de transacciones en el exterior que en el interior.

12. Este proceso ha sido especialmente fuerte en los países europeos (Claessens, Lee, y Zechner 2003; Licht 1998; McAndrews y Stefanadis 2002).
13. Si bien es verdad que la integración financiera regional puede disminuir los costos de comercialización y emisión debido a las economías de escala, parece dudoso que estas reducciones de costo sean superiores a aquellas que se podrían lograr a través de la integración global. De la misma manera, si bien es verdad que los inversores vecinos pueden tener ventajas informacionales sobre las empresas

regionales, en comparación con otros inversores extranjeros más remotos, no está claro que estas ventajas serían mejor explotadas comercializando en un mercado regional más que en un mercado global. De la misma manera, la conjetura de que los mercados accionarios regionales facilitarían el acceso a las empresas de tamaño medio debe ser reexaminado ya que estas empresas están fuera de los mercados accionarios internacionales y locales, fundamentalmente debido al tamaño pequeño de sus potenciales emisiones, no debido al tamaño de los mercados. Por lo tanto, la solución estaría supuestamente no en mercados más grandes, ya sean regionales o globales, sino en el mayor tamaño de las emisiones.



**E**n los anteriores capítulos se abordó el desarrollo financiero y las principales brechas del desarrollo desde una amplia perspectiva internacional. Este Capítulo se centra más concretamente en el análisis de un tema que se encuentra en el corazón de un desarrollo financiero eficaz y sostenible: la capacidad de “largo plazo”, esto es, de generar sosteniblemente suficientes contratos financieros a largo plazo (es decir, de largo plazo de vencimiento y larga duración) para los agentes y proyectos privados.<sup>1</sup> En el Capítulo 6 se identificó la falta de hipotecas como un componente central de la brecha bancaria en ALC. En el Capítulo 7 se abordaron las posibles razones que explican la brecha de liquidez en el mercado de renta variable. En este Capítulo se profundiza en la brecha crediticia analizando por qué ALC ha tenido tantas dificultades para proporcionar financiamiento a largo plazo, en especial las hipotecas. La brecha del mercado de renta variable vuelve a ser analizada pero desde un ángulo diferente y complementario. En particular, la pregunta es: ¿por qué los inversores se muestran tan reacios a verse comprometidos en valores de renta variable menos líquidos o en contratos de deuda de más largo plazo? ¿Hasta qué punto este problema es específico de ALC y qué se

puede hacer para solucionarlo? Las principales conclusiones para las políticas son las siguientes:

- Los países de ALC tendrán que consolidar los beneficios obtenidos gracias al uso de la moneda local en los contratos financieros de largo plazo. Además de sólidas políticas macro, esto requerirá perseverancia en la promoción del uso de bonos indexados según el IPC para los segmentos de la deuda pública de largo plazo de vencimiento.
- Los países de ALC también tendrán que consolidar los derechos contractuales así como velar por su ejecución, dos aspectos en los que ALC se encuentra rezagada.
- En lo que concierne a la disciplina de mercado, ALC tendrá que promover la estandarización y la creación de valores de referencia para los fondos (especialmente la administración de los fondos de pensiones) en términos de valuación y rendimiento de los activos, con el fin de que los inversores se concentren en los rendimientos de largo plazo más que de corto plazo.
- Al mismo tiempo, los gobiernos tendrán que encontrar el equilibrio adecuado entre, por un lado, regular cómo invierten los inversores (efectivamente desempeñando

la función de “hermano mayor”) y, por otro, dejarlos asumir el riesgo.

- ALC también tendrá que encontrar la mejor combinación de canales e instrumentos para contribuir a repartir el riesgo y reducir los costos de participación a través de, entre otros, la titularización, los bonos con cobertura, los mecanismos financieros mutualizados de segundo piso y de una profundización general de los mercados en lo relativo a productos de seguros y de cobertura cuyo fin es reducir los riesgos de cesación de pagos para horizontes temporales más largos (como los seguros basados en índices pluviométricos para los agricultores o los seguros hipotecarios).
- Los responsables de las políticas en ALC tendrán que ser realistas en cuanto a la viabilidad (y la deseabilidad) de depender de mercados secundarios líquidos para promover la participación, haciendo coincidir el deseo de una opción de salida de los inversores con las necesidades de financiamiento a largo plazo de los prestatarios. Allí donde los mercados internos son pequeños, las reformas cuyo fin es promover la liquidez de los mercados secundarios posiblemente conduzcan sólo a modestas mejoras; y allí donde los acuerdos de mercado tengan éxito en profundizar la liquidez interna, las brechas entre el interés privado y el sistémico pueden agrandarse en la medida que los agentes privados se muestren cada vez más parásitos en cuestiones de liquidez y relajen sus esfuerzos de monitoreo.
- Por lo tanto, un camino alternativo para lidiar con las fricciones de acción colectiva es obligar a participar, como sucede, por ejemplo, en los fondos de pensiones privados. Cuando este enfoque se combina con políticas para promover el desarrollo de una industria dinámica de renta vitalicia, como en Chile, ha sido uno de los más brillantes y más prometedores. Sin embargo, tendrán que ser resueltos los problemas de diseño que obstaculizan el camino para desarrollar el mercado de anualidades en numerosos países.

El resto de este Capítulo está estructurado de la siguiente manera: la primera Sección repasa los principales problemas del largo plazo. La segunda Sección versa sobre las opciones. La tercera Sección evalúa la situación actual de ALC. La cuarta Sección concluye con un breve repaso de los principales desafíos de las políticas para el futuro.

### ¿Cuáles son los problemas?

La importancia de los contratos a largo plazo para el bienestar económico y social es incontestable. Por el lado de los prestatarios, limitar el costo de emitir deuda de largo plazo es central para un financiamiento viable para la vivienda, la infraestructura y el financiamiento de las empresas a largo plazo. Si los préstamos de largo plazo son demasiado caros, los prestatarios deben limitar su financiamiento (limitando así la inversión y, a la larga, el crecimiento económico) o mantenerlo de corto plazo (exponiéndose así al refinanciamiento o al riesgo de precio). Por el lado de los ahorros, las inversiones a largo plazo son cruciales para resolver los problemas de la jubilación, las necesidades de educación, las crisis de salud y la muerte prematura (aspectos clave de la suavización del consumo en el ciclo de vida). La capacidad de los inversores para mantener su posición —es decir, para mantener el riesgo a lo largo de mucho tiempo y cobrar la prima de riesgo— establece una enorme diferencia en los rendimientos acumulados a lo largo de toda una vida.<sup>2</sup> Por lo tanto, la capacidad de un sistema financiero para repartir eficazmente el riesgo a largo plazo es fundamental para una pensión privada, una educación o un sistema de salud viables.

Si bien la arquitectura financiera en ALC ha evolucionado de diversas maneras para facilitar el reparto del riesgo a largo plazo, aún quedan obstáculos y deficiencias. Superarlos es clave para un desarrollo financiero armonioso y sostenible. Sin embargo, se trata de un desafío al que incluso los sistemas financieros más desarrollados han tenido problemas para responder, según demuestra la reciente crisis hipotecaria en Estados Unidos.

En realidad, la producción y el uso *sostenible* de instrumentos de largo plazo (por ejemplo una hipoteca de tasa fija a 30 años, o una pensión de renta vitalicia) son claras señales de un sistema financiero maduro y socialmente útil. En este sentido, el largo plazo es un punto clave de intersección entre desarrollo financiero y estabilidad financiera.

Los dos aspectos del mercado para el largo plazo normalmente han tenido dificultades para entenderse, porque los compromisos financieros de largo plazo se enfrentan a grandes riesgos agregados (inflación, crecimiento, riesgos políticos) así como a un riesgo idiosincrático (por un lado, riesgo de proyecto y, por el otro, riesgo de agencia –información asimétrica y/o costos de ejecución del contrato). Cuanto más a largo plazo sea el compromiso, más expuesto está el sujeto a estos riesgos. ¿En qué nivel estarán los precios de aquí a 20 años? ¿Dónde se encontrará la sociedad? ¿Fracasará el proyecto? ¿Qué hará el prestatario? ¿Estará todavía vivo? Por lo tanto, aunque los prestatarios quisieran limitar el riesgo de las inversiones a largo plazo fijando los términos del financiamiento, puede que los prestamistas no estén dispuestos a asumir el riesgo asociado con el largo plazo y quizá prefieran prestar a corto plazo. El problema se complica aún más por el hecho de que tomar decisiones plenamente racionales de inversión a largo plazo es algo que supera la capacidad del inversor medio.<sup>3</sup> El precio al que los prestamistas están dispuestos a asumir el largo riesgo podría superar el precio que los prestatarios están dispuestos a pagar.

### ¿Cuáles son las opciones?

Como se ha señalado en el Capítulo 2, una de las principales funciones de la intermediación financiera consiste precisamente en ayudar a zanjar los dos desajustes clave y relacionados que surgen en el proceso de largo plazo. En primer lugar, hay un desajuste entre la necesidad de los hogares para invertir a largo plazo (por ejemplo para la vejez o en la educación) y su natural preferencia por el corto plazo, de manera de tener

fácil acceso a sus fondos. Y existe un desajuste entre la preferencia del prestamista por el corto plazo y la necesidad del prestatario del largo plazo. Así, dependiendo del grado de riesgo y de la aversión a la incertidumbre, el balance riesgo/beneficio percibido y la constelación de primas de riesgo relativas, los inversores pueden:

- Negarse a “aguantar” y conservar posiciones de corto plazo.
- “Aguantar” y optar por el largo plazo aunque esto signifique volverse ilíquido.
- Optar por el largo plazo, pero sólo donde perciben que pueden retirarse tempranamente si fuera necesario (es decir, si se benefician de la liquidez que ofrece el mercado o una institución).
- Optar por el largo plazo, pero sólo si pueden limitar el riesgo comprando seguros de otros participantes en el mercado o del Estado.

Las fricciones (tanto de agencia como colectivas) dictarán cuál (o qué combinación) de estas opciones podrían dominar en una determinada etapa de desarrollo financiero. Así, dependiendo de cómo los servicios financieros se apresten a eludir o limitar las fricciones, los inversores *en la práctica* se enfrentan a las cuatro opciones siguientes:

- Invertir indirectamente en activos con vencimiento a largo plazo (por la vía de un fondo) permaneciendo así plenamente expuestos a los riesgos, pero contar con un administrador de activos para el manejo del riesgo día a día y una opción de salida temprana cuando sea necesario y si es permitido por el fondo (*opción de administración de activos*).
- Invertir en un intermediario apalancado, como un banco comercial o una compañía aseguradora, que podría entonces optar por la modificación del plazo de vencimiento y absorber los riesgos mientras proporciona un seguro de riesgo a la baja a los inversores (*opción de administración de activos–pasivos*).
- Invertir directamente en activos de largo plazo pero limitar el riesgo al contar con la liquidez del mercado secundario y/o

comprando seguros del mercado<sup>4</sup> (*opción de seguro de mercado*).

- Invertir directamente en activos con vencimiento de largo plazo pero limitar el riesgo a través de garantías públicas (*opción de seguro público*).

Es evidente que estas opciones no son mutuamente excluyentes. En realidad, la opción de administración de activos y la opción de seguro de mercado funcionan en gran medida juntas, dado que los administradores de activos invierten sobre todo en el mercado. Sin embargo, estas opciones suscitan problemas conceptualmente distintos y, por lo tanto, proporcionan una manera útil de organizar la discusión. Todas se enfrentan a problemas.

*La opción de administración de activos.* Los inversores pueden escoger entre diversos fondos, desde los más líquidos (los fondos de mercado monetario) hasta los menos líquidos (fondos de riesgo, fondos de capital de riesgo, fondos de valores de renta variable privados), con fondos de pensiones de aportación definida, otros fondos de inversión y donde los corredores personales se encuentran en algún punto intermedio.<sup>5</sup> En todos los casos, los inversores se encuentran plenamente expuestos al riesgo de las inversiones del fondo y se enfrentan a un problema de agencia básico: ¿satisfarán adecuadamente los administradores de activos (AM *-asset managers*) los intereses de sus clientes?<sup>6</sup> Si los inversores son proactivos y cambian de fondos como respuesta a las tarifas del fondo y a los rendimientos de corto plazo (como ocurre normalmente en las etapas maduras del desarrollo financiero), puede que los administradores de activos asuman demasiado riesgo y negocien demasiado con el fin de atraer clientes mediante el aumento de los rendimientos a corto plazo.<sup>7</sup> En ese caso, aunque puedan parecer “inversores alfa” que ganan al mercado por tener habilidades superiores, en realidad lo hacen comprando activos con un riesgo de cola sustancial.<sup>8</sup> Al contrario, si los principales (inversores) son pasivos (como suele ser el caso en los sistemas menos desarrollados) los administradores de activos

tienen escasos incentivos para seleccionar y monitorear el riesgo de la contraparte, puede que no optimicen en términos del balance riesgo–beneficio, que gasten demasiado en marketing, vendan demasiado poco y, aún así, cobren jugosas comisiones. Con la excepción de los fondos más líquidos y especializados, donde los inversores conocen al administrador lo suficiente para confiar sus fondos por largos períodos de tiempo, el juego se llama liquidez (la capacidad de retirarse rápidamente). Esto puede conducir a menudo a que los administradores de activos prometan más liquidez de lo que pueden dar.

*La opción de administración de activos–pasivos.* En este caso, los inversores tienen una vez más una gama de opciones, desde la más corta y la más líquida (depósitos de cuenta corriente en los bancos comerciales) hasta la más larga y la menos líquida (seguros de vida y anualidades, con los acuerdos de recompra con bancos de inversión situados en algún punto intermedio). Los administradores de activos–pasivos (ALM *-asset-liability managers*) se benefician plenamente de la ventaja de sus inversiones y ofrecen seguros y liquidez a los inversores interponiendo amortiguadores de capital, normativas o liquidez entre sus activos y pasivos. Sin embargo, debido a las políticas públicas, los administradores de activos–pasivos no cargan con todas las desventajas, lo cual refleja una responsabilidad limitada (rescate de seguros o de depósitos). Por lo tanto, a menos que sean controlados por una disciplina de mercado o por un conjunto de regulaciones, los ALM tienen un incentivo para seleccionar y monitorear, pero puede que todavía asuman demasiado riesgo con el dinero de otras personas. Los ALM también tenderán naturalmente a buscar la modificación del plazo de vencimiento, asumiendo el riesgo de la tasa de interés pero embolsándose la prima de riesgo al vencimiento, si las cosas van bien, y asumiendo las pérdidas de capital o arruinándose si las cosas van mal. En ambos casos, los ALM suben las apuestas mediante el apalancamiento. Los ALM centrados en seguros de vida tienen una financiación asegurada (por ejemplo, mediante la venta de

pólizas de seguros de largo plazo) y por lo tanto no están expuestos al riesgo de corridas. Esta libertad con respecto a las corridas y la necesidad de igualar los activos con los pasivos de largo plazo hacen que las compañías de seguros de vida sean los inversores especializados ideales en el largo plazo. Los ALM centrados en la banca, por el contrario, ofrecen el rescate de los depósitos en valor nominal según la demanda y, por lo tanto, pueden estar sujetos a corridas de liquidez que los obligan a llevar a cabo liquidaciones y despalancamientos socialmente ineficientes.<sup>9</sup> Esto limita la transformación del plazo de vencimiento que pueden efectuar los bancos. Sin embargo, debido a las corridas o a la insolvencia, ambos tipos de ALM pueden eventualmente fallar, provocando rescates públicos.

*La opción de seguro de mercado.* En los sistemas suficientemente desarrollados, los inversores pueden comprar directamente a partir de un nutrido menú de títulos de deuda y de renta variable. Los títulos de renta fija (bonos) van desde aquellos que fundamentalmente asumen un riesgo de mercado (bonos con cobertura – *covered bonds*<sup>10</sup>) hasta aquellos que asumen tanto los riesgos de mercado como de cesación de pagos (títulos respaldados por activos – *asset-backed securities*), con productos estructurados (por ejemplo con tramos *senior* o garantías incorporadas) en algún punto intermedio. Para lidiar con los riesgos de exposiciones de tan largo plazo, los inversores pueden depender de la liquidez del mercado (es decir, cuentan con la capacidad de deshacerse del título a un costo pequeño vendiéndolo en el mercado secundario). Cuando es posible, los inversores también pueden recurrir a los seguros de mercado, a la cobertura o a derivados, como las permutas de incumplimiento crediticio (CDS– *credit default swaps*), para protegerse del riesgo crediticio, o swaps, futuros y opciones para protegerse del riesgo de mercado (riesgo de tipo de interés, riesgo monetario y riesgo de precio de los valores de renta variable). Como queda demostrado por la reciente crisis global, ninguno de estos instrumentos está libre de problemas. Por ejemplo, los valores respaldados

por activos ponen todo el riesgo directamente en los inversores (o en los garantes) pero pueden exponerlos a problemas de incentivos de tipo de originar y distribuir. Los bonos con cobertura pueden desplazar el riesgo de crédito a otros tenedores bancarios, entre ellos los depositantes, que se convierten en tenedores *junior*; los productos estructurados crean riesgos de excesiva complejidad y opacidad; los derivados plantean riesgos de la contraparte. Además, los mercados de seguros son bastante incompletos, incluso en sistemas financieros maduros.<sup>11</sup>

*La opción de seguro público.* Los gobiernos pueden proporcionar financiamiento directo de largo plazo a través de bancos públicos de primer piso o facilitar el financiamiento de largo plazo del sector privado (bajo la forma de préstamos comerciales, bonos de infraestructura, bonos de vivienda, anualidades e incluso de participaciones). En el segundo caso, el Estado puede ofrecer garantías explícitas, cuyo fin es limitar el riesgo de instrumentos de largo plazo, o garantías implícitas, cuyo fin es facilitar la salida temprana de compromisos financieros de largo plazo asumidos por inversores privados (préstamos de liquidez de última instancia o absorción de riesgos de última instancia). En todos los casos, el principal problema es la fijación inadecuada del precio del riesgo que podría minar los incentivos de monitoreo y promover el riesgo moral social (es decir, el incentivo para asumir riesgos excesivos con la perspectiva de conservar las ganancias pero pasar las pérdidas al Estado).

Así, dependiendo de cuáles fricciones (de agencia o colectivas) se resuelvan mediante los acuerdos de mercado definidos más arriba o debido a mejoras de las políticas, hay cuatro posibles resultados:

1. Todos los problemas de fricciones e incentivos se resuelven satisfactoriamente.
2. Las fricciones de agencia no se resuelven.
3. Las fricciones de agencia se resuelven pero las fricciones colectivas (de participación) no se resuelven.
4. Las fricciones de agencia se pueden resolver o no, pero en cualquiera de los casos

el Estado asume un rol dominante para resolver las fricciones colectivas. (Puede hacerlo garantizando los contratos privados o convirtiéndose en intermediario financiero que emite bonos de largo plazo y ofrece financiamiento de largo plazo directamente a través de operaciones de primer piso.)

El resultado 1 es, desde luego, el resultado feliz, donde tiene lugar el alargamiento financiero pleno (invertir en instrumentos de largo plazo y posiblemente ilíquidos). El resultado 2 es el caso opuesto, donde el alargamiento y la profundización financiera sencillamente no ocurren (domina el cortoplacismo). El resultado 3 es cuando los inversores invierten a largo plazo pero sólo si pueden salirse recurriendo a la liquidez del mercado secundario. Sin embargo, en el caso de eventos sistémicos, a menos que el Estado esté presente para ofrecer liquidez de última instancia (convirtiendo así eficazmente un resultado de tipo 3 en un resultado de tipo 4), esto suscita un problema de acción colectiva sin solución. Además, como se ha señalado en el Capítulo 2, esto puede estimular el parasitismo a costa de la liquidez del mercado y debilitar los incentivos de monitoreo, exacerbando así los problemas de agencia. Por lo tanto, en ausencia de una regulación que internalice el riesgo sistémico, el sistema financiero se desarrollará, aunque de manera poco profunda y con propensión a las crisis. De la misma manera, en 4, la absorción de riesgo por parte del Estado puede contribuir a profundizar la disponibilidad de contratos de largo plazo, si bien es posible que esto se vea acompañado de un riesgo moral social (es decir, la transferencia del riesgo al Estado), ocasionando líneas de fractura que eventualmente provocarán una ruptura con repercusiones devastadoras.

En resumen, para que el desarrollo financiero esté bien anclado y sea sostenible, es necesario encontrar una solución donde los inversores inviertan con un horizonte de largo plazo (incluyendo en valores ilíquidos) pero sólo con una absorción de riesgo limitada por parte del Estado o, en caso de absorción de riesgo por parte del Estado, con

una valoración adecuada de las garantías públicas.

### ¿Dónde se sitúa ALC?

ALC ha realizado progresos considerables a lo largo del último decenio para abordar muchos de los problemas planteados más arriba. Ha conseguido, particularmente, un alargamiento notable de los plazos de vencimiento en su deuda del sector público y, en términos generales, ha restaurado la primacía de sus monedas locales con respecto al dólar, según queda documentado en el Capítulo 3. Sin embargo, aún esperan otros desafíos. Entre las numerosas maravillas esperadas de los fondos de pensiones con aportación definida (de las cuales varias se han cumplido, al menos parcialmente) muchos esperaban que también contribuirían a alargar el plazo de vencimiento de las inversiones y a superar la falta de liquidez en los mercados de capitales. Pero la realidad en estos aspectos concretos más bien ha dado qué pensar ya que, como se demuestra en el Capítulo 3, en gran parte de la región estos fondos siguen concentrando sus carteras en bonos del sector público, en depósitos bancarios de relativo corto plazo o en títulos de deuda privada. En muchos países de ALC, el sector público sigue siendo la principal o incluso la única entidad capaz de ofrecer, garantizar, o potenciar el financiamiento de la deuda a largo plazo. Y esto ocurre a pesar de que la región actualmente está inundada de fondos invertibles, lo cual hace que la situación sea tanto más desconcertante. Es evidente que el largo plazo es más difícil de lo que se suele creer.

*Los fondos de pensiones.* Las administradoras de fondos de pensiones (AFP) de aportación definida se han convertido en los AMs dominantes en diversos sistemas financieros en toda la región.<sup>12</sup> Debido a las imperfecciones por el lado de la demanda (es decir, los trabajadores contribuyentes) y los complejos problemas de organización industrial,<sup>13</sup> estas administradoras se ven aquejadas por tres problemas interrelacionados: son caras para lo que hacen; invierten mayormente en activos

estándares líquidos, relativamente seguros; y tienden a gastar demasiado en marketing y en cobranza. A pesar de que la participación de los bonos estatales y los depósitos bancarios ha ido declinando, sigue representando, en promedio, alrededor del 60% de las carteras de las AFPs.<sup>14</sup> Y cuando las administradoras de fondos de pensiones (AFP) invierten en instrumentos de mercado, sobre todo compran y retienen, limitando sus inversiones a los instrumentos de más alta calificación y liquidez. La preferencia de invertir a corto plazo y en activos seguros, más que a largo plazo y en activos riesgosos, en gran medida refleja el hecho de que los fondos de pensiones de aportación definida son AM puros que no tienen una responsabilidad formal, para no hablar de una responsabilidad a largo plazo. Son los pensionistas, no las AFP los que absorben todos los riesgos de inversión.<sup>15</sup> Por último, para beneficiarse tanto de la mayor liquidez como de los beneficios de diversificación del riesgo, las AFP invierten cada vez más en el extranjero en lugar de hacerlo en el interior (Gráfico 3.21).

Las tarifas de administración han bajado pero todavía son relativamente altas, y dan como resultado índices generalmente muy altos de rentabilidad para las AFP.<sup>16</sup> En la medida en que las tarifas son proporcionales a las entradas y que las tarifas cobradas por aportaciones anteriores no se trasladan con los trabajadores cuando cambian de AFP, una AFP que capta trabajadores relativamente jóvenes (con menos activos) tendrá ingresos superiores a una AFP que sirve fundamentalmente a los trabajadores más antiguos (con más activos).<sup>17</sup> Dado que las entradas netas a las AFP en gran medida no responden al rendimiento de las inversiones ni a las comisiones de gestión sino que tienden más bien a responder a la cantidad de vendedores, las AFP tienen incentivos incorporados para atraer a los clientes más jóvenes gastando grandes sumas en marketing.<sup>18</sup> Las pruebas disponibles también sugieren que los administradores de las AFP tienen grandes incentivos directos para adoptar una actitud conservadora. La compensación generalmente aumenta en función de la clasificación entre pares en cuanto

a rendimientos brutos mensuales o trimestrales, lo cual aumenta los incentivos para exponerse al riesgo. Sin embargo, también hay controles estrictos y penalizaciones por desviarse de la referencia de la industria o por infringir las regulaciones, lo que limita la absorción de riesgos y fomenta el comportamiento de manada.<sup>19</sup> Considerados todos los factores, las pruebas señalan que, a pesar de su supuesta misión de invertir a largo plazo, las AFP se comportan en gran medida como administradores puros de activos (más que como ALM). Sus incentivos se inclinan a favor del corto plazo y contra la absorción de riesgos.<sup>20</sup> Así, las esperanzas iniciales de que los fondos de pensiones tuvieran un impacto directo en el desarrollo del financiamiento de largo plazo de una manera amplia y sostenible hasta ahora sólo se han cumplido en un sentido limitado.<sup>21</sup>

*Los fondos de inversión.* A diferencia de los fondos de pensiones, se sabe mucho menos acerca de los fondos de inversión en ALC. En principio, los altos márgenes de tasas de interés de los bancos comerciales abren un gran espacio para que los fondos de inversión compitan y ofrezcan mejores rendimientos en comparación con los depósitos bancarios. Sin embargo, más que competir, los fondos de inversión de ALC parecen beneficiarse de estos altos márgenes. Reflejan la importancia de la conglomeración financiera y del reconocimiento de su nombre, y están sumamente concentrados y estrechamente relacionados con los grupos bancarios. Sus tarifas son sustancialmente más altas que las de los países desarrollados (Cuadro 8.1).<sup>22</sup> Al mismo tiempo, los beneficios ingresados por estas tarifas se gastan fundamentalmente en distribución y en publicidad, más que en administración de activos.

En realidad, los administradores de fondos de inversión en ALC parecen tener pocos incentivos internos o externos para practicar una administración de activos de alta calidad. Las bonificaciones por rendimiento rara vez se usan, y cuando son utilizadas, se pagan sobre los rendimientos brutos, sin distinguir entre riesgos alfa y beta.<sup>23</sup> Además, las bonificaciones son pequeñas, la renovación

**CUADRO 8.1 Tarifas de fondos de inversión en países seleccionados de América Latina**

	Tarifa fija anual (%)	Fondos con tarifas por desempeño (%)	Tarifas de entrada (% monto depositado)	Tarifas de salida (%)	Tarifas de salida (%) fondos con escala móvil)	Tarifas de gastos ofic.	Fondos con inversión mínima (%)	Muestra de fondos
<b>Fondos equilibrados</b>								
Argentina	2.6	0%	0.5%	0.50	0%	0.0%	50%	2
Brasil	2.0	70%	0.0%	0.50	0%	0.0%	100%	10
Chile	4.8	0%	0.0%	2.38	60%	0.0%	80%	5
Colombia	1.9	0%	0.0%	0.00	20%	0.0%	100%	5
México	4.2	0%	0.0%	0.00	0%	0.8%	50%	4
Perú	3.0	0%	0.0%	1.17	0%	0.0%	100%	3
Promedio	3.1	12%	0.1%	0.76	13%	0.1%	80%	
<b>Fondos de renta fija</b>								
Argentina	2.6	0%	0.2%	3.00	20%	0.0%	80%	5
Brasil	2.4	0%	0.0%	0.00	0%	0.0%	100%	10
Chile	1.5	0%	0.0%	0.00	40%	0.0%	100%	5
Colombia	1.6	0%	0.0%	0.00	0%	0.0%	100%	4
México	3.2	0%	0.0%	0.00	0%	0.0%	60%	5
Perú	2.5	0%	0.0%	1.92	0%	0.0%	100%	3
Promedio	2.3	0%	0.0%	0.82	10%	0.0%	90%	
<b>Fondos de renta variable</b>								
Argentina	3.9	0%	0.2%	0.40	20%	0.0%	80%	5
Brasil	2.3	40%	0.0%	0.50	0%	0.0%	100%	10
Chile	4.4	10%	0.0%	0.00	70%	0.4%	70%	10
Colombia	0.6	0%	0.0%	0.00	0%	0.0%	100%	1
México	3.7	0%	0.0%	0.00	0%	0.2%	20%	5
Perú	3.2	0%	0.0%	1.83	0%	0.0%	100%	3
Promedio	3.0	8%	0.0%	0.46	15%	0.1%	78%	
<b>Fondos de mercado monetario</b>								
Argentina	1.2	0%	0.2%	3.00	20%	0.0%	80%	5
Brasil	2.1	0%	0.0%	0.00	0%	0.0%	100%	10
Chile	1.3	0%	0.0%	0.00	0%	0.0%	80%	5
Colombia	1.2	0%	0.0%	0.00	0%	0.0%	100%	4
México	4.0	0%	0.0%	0.00	0%	0.0%	80%	5
Perú	2.2	0%	0.0%	0.08	0%	0.0%	100%	3
Promedio	2.0	0%	0.0%	0.51	3%	0.0%	90%	

Fuente: Raddatz (2011).

de personal gerencial es alta y la gestión de cartera suele ser una de las primeras funciones asignadas a los nuevos empleados en la empresa.<sup>24</sup> Tampoco hay grandes incentivos de rendimiento que provengan del mercado. La respuesta sistemática de los clientes de los fondos de inversión en la región a los rendimientos de corto plazo es limitada y el comportamiento del inversor es más bien volátil.<sup>25</sup> Además de una posible falta de sofisticación de los inversores, esto último probablemente refleje una falta de información transparente

y estandarizada, lo cual impide la elaboración de valores de referencia significativos y actualizados entre pares.

En su conjunto, los incentivos que enfrentan los administradores de fondos de inversión los llevan en gran medida a invertir de manera conservadora, comprando activos líquidos o de corto plazo o comprando y reteniendo sólo los activos mejor calificados, lo cual incluye una alta proporción de bonos del Estado y pasivos bancarios (Cuadro 8.2).<sup>26</sup> La importancia relativa de los fondos de

**CUADRO 8.2 Participación de los depósitos en las carteras de los fondos de inversión chilenos**

Tipo de fondo de inversión	Medio	Min	Max	Participación acumulada del total de activos
Fondo de mercado monetario	78.0%	8.2%	98.0%	40.0%
Fondos de mediano y largo plazo	30.7%	0.0%	88.9%	75.1%
Plazo de vencimiento corto	65.5%	21.9%	93.1%	86.8%
Fondos de mercado de capitales	0.7%	0.0%	2.8%	92.3%

Fuente: Raddatz (2011).

<sup>a</sup>: Tipos según Circular N° 1578 Supervisor de valores y títulos (SVS). [http://www.svs.cl/normativa/cir\\_1578\\_2002.pdf](http://www.svs.cl/normativa/cir_1578_2002.pdf)

inversión de mercado monetario que invierten fuerte en instrumentos de bajo riesgo y corto plazo deja aún menos espacio para la búsqueda de ganancias. Al mismo tiempo, el fuerte énfasis puesto en el hecho de permitir a los inversores tener acceso rápido a su dinero expone a los fondos de inversión a riesgos de reembolso importantes. Esto, junto con los fuertes vínculos entre los fondos de inversión y los grupos bancarios y las frecuentes debilidades de los ajustes al valor de mercado, refuerza los incentivos de los fondos de inversión para invertir fundamentalmente en activos sumamente líquidos a la vez que crean vulnerabilidades sistémicas a las corridas.

*Los corredores personales.* Las debilidades de los fondos de inversión –además de la alta concentración de riqueza típica en la región– parecen abrir un espacio sustancial para el corretaje personal y los servicios de administración de capital para los inversores más sofisticados y ricos. Sin embargo, la industria está fundamentalmente desregulada, hay muy pocas estadísticas directamente disponibles sobre su importancia y se conoce poco acerca de sus operaciones (excepto que, como sucede con los fondos de inversión, se cobra una comisión fija sobre los activos administrados).<sup>27</sup> La preferencia por los corredores personales refleja un cambio progresivo, paso a paso, desde el “préstamo basado en las relaciones” hasta la “inversión basada en las relaciones.” La creciente disponibilidad de información pública reduce progresivamente la importancia de la intermediación bancaria tradicional. Sin embargo, debido a la falta de información pública suficiente sobre los administradores de activos, los inversores siguen confiando en

la información privada para seleccionarlos y escogerlos. Sin embargo, los corredores también parecen atraer cada vez más inversores pequeños y menos sofisticados, como sucede en gran medida en los bancos de inversión de Estados Unidos. El resultado es que, dada la falta de regulaciones y de transparencia, algunas autoridades supervisoras en la región empiezan a manifestar sus inquietudes sobre los problemas de la protección del inversor. Es más probable que las carteras administradas por servicios de administración personalizada del capital sean invertidas pensando en horizontes largos, pero parece que una gran parte se invierte en los mercados internacionales.

*Los fondos de riesgo, los fondos de capital riesgo y los fondos privados de renta variable.* Los fondos de alto riesgo y de baja liquidez apuntan al nivel siguiente de riqueza y sofisticación. Empiezan a aparecer en los mercados de mayor profundidad de la región, especialmente en Brasil, con una participación a menudo dominante de los fondos deslocalizados.<sup>28</sup> Aunque en ALC este tipo de fondos están generalmente desregulados y parecen tener la capacidad de apalancarse a sí mismos, al parecer en gran medida todavía no lo han hecho. Aunque al principio las regulaciones limitaban estrictamente la participación de los inversores institucionales en dichos fondos, las reformas actuales están abriendo cada vez más la puerta a las inversiones de fondos de pensiones y fondos de inversión en estos instrumentos. Sin embargo, es muy difícil saber cuánto invierten en activos de largo plazo, debido a la escasez de datos.

*Los bancos comerciales.* La mayoría de los bancos comerciales optan por el corto

plazo, y en general igualan la duración de sus activos con la de sus pasivos. Esto, a su vez, refleja sus propias preferencias de administración del riesgo –como se señala en el Capítulo 10, los bancos de ALC ya son sumamente rentables sin asumir demasiados riesgos– así como la existencia de requisitos prudenciales, que normalmente penalizan el desajuste entre plazo de vencimiento y duración. Los bancos comerciales limitan el riesgo de largo plazo mediante hipotecas de tipos variables o igualando la larga duración de sus activos con la de sus pasivos mediante bonos con cobertura (como en Chile) o con financiamiento público de largo plazo (como en Brasil o México, donde los bancos comerciales canalizan préstamos de largo plazo de segundo nivel desde los bancos de desarrollo). Hasta que llegó la crisis global, los bancos comerciales de la región seguían cada vez más el camino que seguían las economías avanzadas, que consiste en pasar sus exposiciones de largo plazo a los inversores institucionales y a los mercados de capitales mientras dependían cada vez más de los ingresos por servicios (más que en márgenes de intermediación) para aumentar los beneficios.

*La banca de inversión.* En numerosos países de ALC, a los bancos de inversión no se les permite participar directamente en actividades de los mercados de capitales. En su lugar, los grupos financieros pueden participar en actividades de los mercados de capitales a través de un subsidiario de banca de inversión con una licencia diferente. En otros países, los corredores y vendedores dirigen de hecho los negocios de la banca de inversión. Hasta ahora, la banca de inversión en ALC (y los corredores/vendedores) ha participado fundamentalmente en actividades de corretaje y suscripción. Si bien dispone de un espacio para participar en la transformación de plazos de vencimiento a gran escala, como en Estados Unidos, hasta ahora no ha aprovechado la oportunidad, en gran medida porque los mercados de capitales aún no han alcanzado la fase en que financiar valores a largo plazo con recompras de un día para otro pudiera verse como una actividad sostenible y rentable. Además, los bancos de inversión de

ALC, allí donde existen formalmente, tienden a estar sujetos a las mismas regulaciones de capital y otras regulaciones prudenciales que los bancos comerciales. Por lo tanto, el tipo de apalancamiento en los bancos de inversión que se observaba en Estados Unidos no es viable en ALC.

*Las compañías de seguros de vida.* Con la notable excepción de Chile, los productos de seguros de vida en ALC están infradesarrollados, lo cual refleja en parte los tristes recuerdos dejados por las erosiones inflacionarias de un pasado no demasiado distante. En Chile, su éxito se ha basado esencialmente en tres factores: la creación de la UF (Unidad de Fomento), una unidad de cuenta indexada al IPC que facilita la inversión a largo plazo, permitiendo a los inversores una protección contra la inflación, casi sin costos; la naturaleza obligatoria de los fondos de pensiones definidos por aportaciones que crea una demanda cautiva de renta vitalicia al jubilarse;<sup>29</sup> y las garantías estatales de la anualidades, que limitan los riesgos de largo plazo. Por lo tanto, en agudo contraste con los fondos de inversión y los fondos de pensiones de aportación definida, las compañías de seguros de vida, sobre todo las que ofrecen productos de renta vitalicia, invierten una parte importante de su cartera en horizontes de largo plazo.<sup>30</sup> Tienen que buscar activos de largo plazo para que se correspondan con sus pasivos de largo plazo, y no están expuestos a corridas hacia la liquidez –es decir, la falta de liquidez no es un problema apremiante.<sup>31</sup>

Si bien la competencia puede llevar a las compañías de seguros de vida a convertir los rendimientos más altos de inversiones a largo en pólizas con precios atractivos, en el proceso se ven expuestos a riesgos de solvencia no desdeñables. Al mismo tiempo, la iliquidez de sus pasivos, la complejidad de sus actividades comerciales y la estructura de sus contratos –que se preocupan de limitar el riesgo moral por el lado del asegurado más que por el lado de la compañía de seguro– limitan severamente el alcance de la disciplina de mercado directa de los tomadores de pólizas.<sup>32</sup> Sin embargo, es probable que las reaseguradoras (que conocen bien el negocio de los seguros)

ejerzan una disciplina de mercado más eficaz en aquellas aseguradoras que deciden reasegurar sus exposiciones residuales. En cualquier caso, las aseguradoras en general, y las compañías de seguros de vida en particular, necesitan estar sumamente reguladas y efectivamente supervisadas para garantizar que sus activos (incluidas las primas no pagadas) puedan cubrir sus pasivos esperados y que las ganancias de corto no sean exageradas (o su equivalente, es decir, que las pérdidas esperadas estén adecuada y puntualmente provisionadas). Al parecer, se ha realizado un gran progreso en este sector en muchos países donde las compañías de seguros de vida son importantes, pero aún queda mucho por hacer.

Un importante aspecto relacionado es que si bien los seguros de vida orientados a las anualidades ya son una industria madura en Chile y preparada para crecer en países de ALC donde se han introducido reformas de las pensiones al estilo de Chile, hay una conexión insuficientemente fluida entre la fase de acumulación (el periodo durante el cual los trabajadores contribuyen a sus fondos de pensiones) y la fase de desacumulación (el periodo después de la jubilación, cuando los trabajadores retiran sus fondos o reciben una pensión mensual de una anualidad hasta que fallecen). Los pensionistas están sujetos a riesgos importantes en el cruce de las dos fases (los riesgos de obtener una anualidad) que es necesario abordar. En otros países donde los sistemas de fondos de pensiones privados obligatorios y de beneficio definido están madurando, las políticas deberán prestar una gran atención para asegurar una formación adecuada de una industria robusta de anualidades.<sup>33</sup>

*El financiamiento para la vivienda.* El desarrollo limitado de las hipotecas en la mayor parte de ALC (documentado en los Capítulos 3 y 6) es una prueba de las dificultades del largo plazo (Recuadro 8.1). En Chile, que tiene el mercado de hipotecas de mayor profundidad de la región, las hipotecas se han desarrollado básicamente en torno a los bonos con cobertura denominados en UF (Unidades de fomento) emitidos por los

bancos con términos que igualan a los préstamos hipotecarios, y cuyos más grandes compradores y tenedores son las compañías de seguros de vida y los fondos de pensiones.

En México, el mercado privado de valores respaldados por hipotecas (MBS –*mortgage-backed securities*) que empezaba a florecer masivamente bajo el ala de instituciones relacionadas con el Estado (fundamentalmente la Sociedad Hipotecaria Federal, la SHF, el Fondo Hipotecario Nacional de los trabajadores, Infonavit y Fovissste) quedó en gran parte interrumpido después de la crisis financiera global. Los inversores se asustaron debido a las aparentes similitudes entre la estrategia de desarrollo hipotecario dirigida por la SHF y la de Fannie Mae y Freddie Mac en Estados Unidos. El contagio fue exacerbado debido a las dificultades financieras de algunos Sofoles, desregulados recientemente pero mal monitoreados, por las compañías financieras con fines específicos fundadas por la SHF y por la dificultad del mercado para separar las buenas Sofoles de las que no eran tan buenas. La insuficiente estandarización de los problemas de titularización no era de ninguna ayuda. Por lo tanto, el mercado de MBS en México se ha quedado en gran parte circunscrito a emisiones de las grandes entidades públicas a cargo del desarrollo de viviendas de bajos ingresos (Infonavit y Fovissste). Sin embargo, estas emisiones públicas han tendido a desplazar a las emisiones privadas porque emiten títulos en términos que los emisores privados no pueden igualar. Actualmente se está elaborando un marco legal para introducir bonos con cobertura como parte de una reforma de las normas de quiebra aplicables a los bancos.<sup>34</sup>

En Colombia, la mejor estandarización, las grandes facilidades fiscales para desgravar y las importantes ventajas regulatorias han conseguido que el mercado de MBS esté más entero. Sin embargo, la mayoría de las emisiones siguen en posesión de los bancos comerciales que, así, se benefician de las exenciones fiscales. Al principio, los bancos comerciales adquirieron MBS para recomponer sus balances después de la crisis de financiamiento de la vivienda de 1998–99 (CAV).<sup>35</sup> Al igual que

### RECUADRO 8.1 Los bonos con cobertura vs los MBS: La experiencia reciente de ALC

ALC había empezado a desarrollar los MBS. Muchos países desarrollaron –o, en algunos casos (Chile, Brasil) mejoraron su marco de titularización en los años noventa, incluyendo estructuras legales, criterios de venta auténtica, reglas de contabilidad y tratamiento fiscal. De hecho, ALC fue pionera en el concepto de confianza en el contexto de derecho romano–germánico que predomina en el subcontinente. Otras innovaciones técnicas que sentaron las bases de la titularización son: (i) el uso de préstamos hipotecarios legalmente diseñados para ser fácilmente transferibles y vendidos a inversores institucionales, como los Mutuos Hipotecarios Endosables, en Chile, y las Letras Hipotecarias, en Argentina; (ii) el uso juicioso de la actual estructura legal de fondos de inversión como base para establecer vehículos de propósito especial (SPV) en Brasil y (iii) la titularización de los flujos de caja futuros que se originan en los contratos de arriendo de viviendas en Chile. El mercado que más creció en este periodo inicial gracias a esta eficiente base legal (y a la estabilidad monetaria temporal) fue Argentina. Sin embargo, el desarrollo de los MBS dista mucho de haber sido lineal y actualmente sigue siendo cuestionado. México y Colombia, los dos países donde existen MBS activos, proporcionan valiosas lecciones de desarrollo.

En México, los MBS crecieron a la par con los prestamistas hipotecarios no depositarios (Sofoles y Sofomes), los principales motores del renacer bancario después de la “crisis Tequila.” Este desarrollo estaba respaldado por garantías de la SHF, de propiedad estatal, y las mejoras de las compañías aseguradoras especializadas de Estados Unidos. Cuando los bancos comerciales volvieron a ser activos en el financiamiento para la vivienda, esto contribuyó a diversificar la fuente de MBS supervisada por la SHF. Se creó un sistema de supervisión dual, donde la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) efectivamente delegó gran parte de la supervisión en la SHF, que refinanció o garantizó los préstamos sobre una base contractual. Sin embargo, el esquema se vio gravemente sacudido cuando el deterioro económico de 2009 afectó al mercado de financiamiento de la vivienda en México. A medida que las carteras de las Sofoles –que se originaron en gran parte en la actividad de los promotores y que incluían una gran

parte de préstamos promotores– incurrieron cada vez más en préstamos no productivos, se gestó una crisis de confianza que perjudicó el refinanciamiento de la deuda de corto plazo, imprudentemente emitida por algunas Sofoles. Las brechas en la regulación de funciones fiduciarias, la desaparición de las compañías aseguradoras especializadas, y el claro contagio de la debacle de Estados Unidos, inquietantemente similar, contribuyeron aún más a las severas bajas en las calificaciones impuestas por las agencias de calificación. El resultado fue que los MBS privados se suspendieron. Al mismo tiempo Infonavit y Fovissste, cuya actividad creció parcialmente de manera contracíclica, desarrollaron sus propios programas de MBS. Estos fueron un gran éxito no sólo debido al perfil de bajo riesgo de las carteras sino también a las atractivas condiciones que los fondos de previsión públicos pudieron ofrecer. Al contrario, el sector privado fue en gran parte desplazado. Por lo tanto, el principal desafío de México en este momento consiste en reinstaurar las condiciones para un mercado viable de MBS privados.

Colombia, por otro lado, no se ha visto tan sacudida por la crisis financiera global. Una razón fundamental, además de las normas de préstamo muy estrictas establecidas por la ley hipotecaria de 1999, ha sido el rol crucial de una estructura central privada, Titulizadora Colombiana (TC). Desde 2002, TC ha proporcionado comodidad a los inversores gracias a su diligencia para cerrar tratos y organizar la transparencia del mercado. El alivio fiscal del que disfrutaron los inversores hasta 2011 también contribuyó a su éxito.

A pesar de que varios países, entre ellos Argentina, Colombia y Paraguay, tienen un marco de bonos con cobertura, Chile es el único caso en que este instrumento ha sido utilizado activamente. En realidad, las Letras de Crédito Hipotecario (LPH) –basadas en un mecanismo de transferencia garantizado por originadores de préstamos hipotecarios han existido desde 1885.<sup>36</sup> Sin embargo, la entidad emisora de LPH, una institución pública especializada, se hundió con la crisis financiera de los años treinta. Cuando el Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo (SINAP) sufrió un colapso, las LCH fueron revitalizadas y combinadas con los recién creados fondos de pensiones privados y la UF,

*(continuación próxima página)*

### RECUADRO 8.1 Los bonos con cobertura vs los MBS: La experiencia reciente de ALC (continuación)

que gozaba de gran aceptación, dando lugar así a un desarrollo notable del financiamiento para la vivienda. En realidad, los plazos de vencimiento muy largos (20 años) y tasas (reales) fijas aparecieron en Chile mucho antes de que estos mecanismos estuvieran disponibles en muchas economías más desarrolladas. Las LCH fueron mejoradas permitiendo que los bancos comerciales las emitieran (en lugar de solamente los prestamistas especializados no receptores de depósitos), y mediante el diseño de un proceso más preciso para velar por el estatus privilegiado de los tenedores de bonos en caso de una insolvencia bancaria.

Sin embargo, las LCH se han vuelto mucho menos fundamentales, sobre todo desde 2004, y han perdido progresivamente la participación en el mercado (desde el 86% de las carteras en vivienda en 1995 hasta el 11% en 2010). Hay tres factores fundamen-

tales que explican esta desafección: una ola de pagos anticipados en 2004–2005, en un contexto en que el valor de la opción de pago anticipado no estaba adecuadamente valorada; la falta de flexibilidad –las LCH sólo pueden financiar nuevos préstamos, no pueden ser reestructuradas y deben cumplir con estrictas normas regulatorias; y la rentabilidad decreciente de los negocios de LCH –debido a la naturaleza transitoria de los bonos, los bancos cobran una comisión fija sin ingresos adicionales, como reinversiones del tesoro o ALM activos.<sup>37</sup> Recientemente, las regulaciones de LCH fueron dotadas de más flexibilidad, permitiendo en particular ratios de préstamo/valor iguales a 100, para los prestatarios con más alta calificación y las tasas ajustables. Al mismo tiempo, la regulación permitió el financiamiento de préstamos para la vivienda mediante bonos hipotecarios no asegurados.

en México, Chile y Uruguay, hay planes para elaborar una nueva legislación que facilitaría la emisión de bonos con cobertura bajo un marco legal y contractual moderno (ver Recuadro 8.1).

En Brasil, el mercado hipotecario sigue estando en gran parte bajo el control directo de grandes instituciones estatales, con acuerdos a medida, lo cual incluye un banco comercial de propiedad del gobierno (Caixa Economica Federal) que es el principal actor del sistema de financiamiento de la vivienda, SBPE. Éste está respaldado por costos de financiamiento inferiores a los del mercado, movilizado a través de libretas de cuentas de ahorro (Caderneta de Poupança) con tasas de interés semiadministradas (TR),<sup>38</sup> y el administrador de una aportación del trabajador como impuesto, (Fundo de Garantia do Tempo de Serviço, o FGTS). Este sistema que produce una enorme cantidad de hipotecas de largo plazo a partir de depósitos de ahorro de corto plazo y fondos asimilables a impuestos tienen como resultado una segmentación que obstaculiza el desarrollo de un financiamiento basado en el mercado y, por lo tanto, de la

oferta total de préstamos para la vivienda, a la vez que genera problemas de liquidez para el propio sector de SBPE.<sup>39</sup>

*Los bonos.* El progreso en la gestión macroeconómica, junto con una fuerte demanda de parte de inversores institucionales y extranjeros a lo largo del último decenio ha contribuido a considerables mejoras en ALC en el prolongamiento del plazo de vencimiento de los bonos públicos y privados, y se ha alejado de los peligros de la dolarización. Como se ha señalado en el Capítulo 3, las curvas de rendimiento han sido aplanadas y extendidas a plazos más largos, y la moneda local ha conseguido ganancias sustanciales en relación con el dólar. El desarrollo de bonos corporativos de más largo plazo de vencimiento de tipo fijo y en moneda local es particularmente notable, especialmente en Chile, Colombia y México. En parte, este éxito ha sido un reflejo de la preferencia de los inversores por la deuda en lugar de la renta variable, debido a problemas residuales en la gobernanza corporativa y otros obstáculos para el desarrollo de los mercados de valores internos, según se ha señalado en el Capítulo

7. Sin embargo, aún hay problemas. Por ejemplo, en países como Brasil, la mayoría de las emisiones de bonos corporativos en moneda local siguen teniendo un plazo de vencimiento corto o de tipo variable. La liquidez del mercado secundario para la deuda corporativa sigue siendo en gran medida un obstáculo clave para el desarrollo del mercado en el futuro. Y los costos de emisión siguen siendo altos y limitan el acceso a casi todas las empresas, excepto las más grandes.<sup>40</sup>

Además de los bonos hipotecarios, los bonos de infraestructura proporcionan la otra fuente natural de oferta de activos financieros a más largo plazo. Tanto las asociaciones público-privadas (APP) como el aumento de los inversores institucionales (fondos de pensiones y aseguradoras) han jugado un rol crucial para cerrar la brecha entre demanda y oferta. Sin embargo, en muchos países de ALC los bancos de desarrollo (por ejemplo, el BNDES en Brasil, Banobras en México) son los principales actores cuando se trata de ofrecer financiamiento en moneda local para proyectos de infraestructura. Los préstamos bancarios sindicados y el crédito de las agencias multilaterales también juegan un rol importante, pero en la mayoría de los casos en financiamientos denominados en moneda extranjera. El financiamiento de infraestructura es, casi por definición, sumamente ilíquido, sobre todo porque normalmente requiere complicadas estructuras hechas a la medida. Esto tiende a limitar significativamente el apetito de bonos de infraestructura entre los fondos de inversión y los fondos de pensiones definidos por aportación. Además, una pieza clave de esta ecuación se perdió después de la crisis global con la desaparición de las aseguradoras *monoline*, que jugaron un rol clave para asegurar la calificación y la potenciación del atractivo del mercado de bonos.<sup>41</sup> Por lo tanto, los gobiernos se enfrentan actualmente al dilema de saber si necesitarán dar un paso atrás para zanjar la brecha de garantía, y de cómo podrían hacerlo.

*Las coberturas de largo plazo.* Quizá con la excepción de Chile, que ha logrado desarrollar, con paciencia y perseverancia, un esquema de indexación según el IPC de

talla mundial con mercados profundos y líquidos y una metodología de indexación fiable, la indexación sigue siendo un escollo para el financiamiento a largo plazo en la mayor parte de ALC (ver Recuadro 8.2).<sup>42</sup> Ha resultado difícil encontrar un buen punto de intersección entre lo que los prestatarios necesitan (tasas de interés fijas asequibles o protección eficaz contra las fluctuaciones del salario real) y lo que quieren los inversores (protección creíble y transparente contra las fluctuaciones de los precios al consumo con un mercado secundario profundo).

Los mercados de derivados se han desarrollado con fuerza en los países más grandes de ALC a lo largo de los últimos diez a quince años. Los derivados de divisas se han vuelto especialmente profundos después de la libre flotación de las monedas y, como en Chile, debido a las exigencias regulatorias para la protección de las inversiones en dólares de los fondos de pensiones. Sin embargo, los swaps de tasas de interés, la pieza clave que subyace al desarrollo de los instrumentos de tasa fija de más largo plazo, siguen estando relativamente infradesarrollados en la mayoría de los países.<sup>43</sup>

### ¿Cuáles son los cambios clave para las políticas?

El camino para desarrollar mercados para contratos de financiamiento de largo plazo es un camino difícil. Esta parte no abunda en detalles sobre las políticas y, en su lugar, el enfoque se centra en direcciones generales, basándose en la hoja de ruta general seguida en este informe. Según esta hoja de ruta, el rol de las políticas consiste en disminuir las fricciones de agencia o colectivas que obstaculizan el progreso hacia el largo plazo.

En primer lugar, las fricciones de agencia. Hay cuatro aspectos genéricos subyacentes de las políticas. ¿Cómo puede el Estado seguir mejorando el entorno (macroeconómico e institucional) favorable con el fin de facilitar contratos financieros de largo plazo? ¿Cómo puede el Estado fomentar la disciplina de mercado y cuán lejos debería ir para asumir

## RECUADRO 8.2 Las experiencias de indexación en el financiamiento de la vivienda en ALC

Los países de ALC han luchado a lo largo de los años con la tensión inherente entre los índices que acompañan la capacidad de los prestatarios de pagar (es decir, que están vinculados al salario real) y aquellos que acompañan el poder de compra de los inversores (es decir, que están vinculados a la inflación del IPC). Si bien los primeros limitan el riesgo del crédito y son favorecidos por los prestatarios, los segundos son los preferidos por los inversores. Los bancos se muestran indecisos entre los dos y pueden enfrentarse con grandes desajustes de activos-pasivos cuando intentan reconciliar ambos lados del mercado.

Esto fue lo que ocurrió en Argentina en 2002. Como una temprana respuesta a la crisis, los préstamos fueron indexados con el IPC para aliviar el impacto de la pesificación de los prestamistas. Sin embargo, a medida que aumentó la inflación, la indexación fue cambiada al índice de los salarios, pero cuando los salarios aumentaron drásticamente, los legisladores volvieron a la indexación del IPC. En Colombia, la definición del índice UPAC (Unidad de Poder Adquisitivo Constante) cambió varias veces –desde un IPC con un tope a una combinación de IPC–tipo de interés a un tipo de interés en depósitos a corto plazo. Ahora bien, cuando las tasas reales de corto plazo aumentaron en 1998, esto desató una ola de préstamos no productivos y una caída de los precios de las viviendas, hasta desatar una crisis bancaria. En México, se introdujo un esquema de indexación doble –indexación de los balances de los préstamos con el IPC, o utilizando tipos variables, pero limitando el aumento de los pagos mensuales al aumento de los salarios. Dado que el esquema originó grandes pérdidas a los bancos, fue suspendido en 1993 y reemplazado por tipos variables vinculados a los bonos públicos. Sin embargo, poco después, a medida que las tasas de interés aumentaron

durante la “crisis del Tequila”, los bancos dejaron de extender préstamos para la vivienda.

Otro enfoque ha consistido en cubrir el desajuste entre activos y pasivos con amortiguadores prudentiales. Por ejemplo, en Argentina, en 2004 el Banco Hipotecario empezó titulizando los préstamos en pesos de tasa fija mientras ofrecía tasas variables a los inversores. De la misma manera, los fondos de previsión en México (Infonavit y Fovissste) han emitido MBS indexados según el IPC basados en préstamos para la vivienda indexados según el salario mínimo. En ambos países, las mejoras del crédito necesarias para apoyar estas estructuras han sido muy altas (25% o más). En Argentina, la creciente brecha entre activos y pasivos eventualmente disuadió a los prestamistas de asumir el riesgo. En México, los Fondos de previsión sólo han sido capaces de sostener este esquema porque no están sujetos a los mismos gastos de capital que los prestamistas comerciales y porque los salarios reales no han fluctuado demasiado en los últimos diez años.

En unos pocos casos, los gobiernos eventualmente asumieron la responsabilidad de estrechar la brecha diseñando mecanismos de protección respaldados por el Estado. En México, el gobierno creó la *swap* UDI (Unidad de Inversión) para proteger el índice de salario real contra el IPC. La *swap* UDI tuvo éxito hasta que aumentó la correlación entre salarios mínimos e inflación, quitándole atractivo. En Colombia, el gobierno estableció el “Fondo de Reserva para la Estabilización de la Cartera Hipotecaria” (FRECH) a través del cual los prestamistas hipotecarios pueden comprar cobertura contra las bruscas subidas de las tasas de interés.<sup>44</sup> La intervención real del FRECH ha sido limitada, posiblemente por razones de fijación de precios, pero probablemente también debido a las condiciones de estabilidad macroeconómica.

él mismo el monitoreo a nombre de los inversores? ¿Cuáles son los acuerdos de mercado que, en la actual fase de desarrollo financiero en ALC, son más plausibles de proporcionar una mezcla exitosa de reparto del riesgo y un sólido control? Finalmente, ¿hasta dónde

deberían llegar los reguladores para limitar el riesgo de modificación del plazo de vencimiento asumido por los intermediarios financieros?

En cuanto al entorno institucional y macroeconómico, dos aspectos merecen

especial mención. En primer lugar, los países tendrán que fortalecer los derechos de contrato y su ejecución, dos ámbitos donde (como se señaló en el Capítulo 6), ALC ha quedado rezagada. En segundo lugar, los países tendrán que consolidar lo logrado en aras del uso de la moneda local en los contratos de largo plazo. En este sentido, las principales lecciones de la experiencia de indexación en ALC se pueden resumir en tres puntos. Primero, la indexación no puede reemplazar a la estabilidad macroeconómica; cuando la volatilidad se vuelve demasiado alta y los precios relativos fluctúan demasiado, se vuelve muy difícil, sino imposible, encontrar índices que respondan a todas las necesidades.<sup>45</sup> Segundo, a la inversa, unas buenas políticas macro (incluyendo las metas de contención de la inflación) pueden limitar de manera natural la volatilidad de los precios relativos, hasta el punto en que un solo IPC es probablemente suficiente. Tercero, incluso en los países bien estabilizados, como Chile, un IPC puede contribuir a incrementar el desarrollo del financiamiento a largo plazo, especialmente en la industria de las anualidades. Por lo tanto, será necesaria una dosis de persistencia para introducir y promover el uso de bonos indexados por el IPC para los segmentos de vencimiento de largo plazo de la deuda pública.

En lo que concierne a la promoción de la disciplina de mercado, además de seguir mejorando la información a los inversores (como aumentar la transparencia y las normas de reporte de tarifas y rendimientos),<sup>46</sup> la ruta más prometedora en esta etapa consiste en promover la estandarización y otras maneras de organizar la información (entre ellas, mejores referencias) que faciliten las comparaciones de desempeño en diferentes AM o ALM. Sin embargo, el principal peligro que se debe evitar es exacerbar la tendencia del inversor a los rendimientos de corto plazo, lo que a su vez podría aumentar los incentivos del AM para operar con horizontes cortos. Esto es especialmente importante para los fondos de pensiones. Para impedir estos problemas, los supervisores de fondos de pensiones deberían alargar las referencias utilizadas para evaluar el desempeño de los fondos de

pensiones.<sup>47</sup> Una manera práctica de hacerlo es introducir un fondo de ciclo vital en el contexto de un esquema multifondo —un proyecto que en este momento se está poniendo a prueba en Chile.<sup>48</sup> Como proponían Blake, Cairns y Dowd (2009), las regulaciones que impulsaban a los fondos de pensiones definidos por aportaciones a imitar el comportamiento inversor de un fondo de pensión de beneficio definido (que tiene un pasivo de largo plazo que debe intentar igualar con los activos a largo plazo) también deberían ser un coadyuvante.

Además de estimular el monitoreo del mercado, los gobiernos también deberían decidir hasta qué punto están dispuestos a desempeñar el rol de “hermano mayor” para los inversores a través de un monitoreo y de regulaciones públicas. Esto puede ayudar a resolver problemas de protección del consumidor y de la racionalidad limitada de los inversores. Un aspecto de esto implica utilizar regulaciones para alentar los fondos de pensiones a alargar sus inversiones, incluyendo las iniciativas socialmente beneficiosas, como los bonos de infraestructura. El otro es hacer un uso más inteligente de las opciones por defecto, que automáticamente canalizan a los inversores hacia las carteras que son más apropiadas para ellos. Sin embargo, cuanto más se ocupe de la dirección el gobierno, más puede minar los incentivos de selección y monitoreo de los administradores de activos (obedecer las regulaciones al pie de la letra podría convertirse en la consigna). El gobierno también puede minar el monitoreo del mercado por parte de los inversores, que podrán pensar “¿Para qué molestarse?” Y generalmente puede provocar un riesgo moral (si algo va mal es responsabilidad del gobierno solucionarlo). En la práctica, no obstante, se debe encontrar un delicado equilibrio entre proteger a los inversores y perjudicar al monitoreo.

En relación a las mejores soluciones de mercado para combinar el monitoreo del mercado y un reparto del riesgo, un tema actualmente dominante en ALC es la opción entre bonos con cobertura y titularización. Los primeros aseguran una exposición impersonal,

pero quedan un poco cortos en lo relativo al reparto del riesgo. Como se ha demostrado recientemente, la titularización puede encontrarse con el problema opuesto de repartir el riesgo (originar para distribuir) sin suficiente capital en riesgo. Si bien la reevaluación global, posterior a la crisis, de los beneficios de los bonos con cobertura en ALC se tradujo en planes para desarrollar marcos de referencia en países donde el instrumento no está disponible (Brasil, México), la pregunta es si no deberían realizarse mayores esfuerzos para desarrollar la titularización.<sup>49</sup> En cualquier caso, también se debería contemplar la ampliación de los sistemas que aumentan colectivamente los fondos, sobre todo en los mercados hipotecarios infradesarrollados.<sup>50</sup> Además de disminuir los costos de participación mediante el reparto del riesgo y crear economías de escala— estos sistemas también pueden contribuir a promover la competencia e imponer normas uniformes de préstamos y atención a los prestamistas primarios. Sin embargo, cuando sea posible, ese financiamiento debería estar “mutualizado” más que “socializado”, es decir, los sistemas de financiamiento de segundo nivel deberían ser privados en lugar de públicos.

Finalmente, en lo que respecta a la regulación de la modificación del plazo de vencimiento, la aplicación de requisitos para los capitales basados en el riesgo que penalizan los desajustes en la duración puede contribuir en gran medida a alentar a los ALM con deudas a largo plazo, como las compañías de seguros de vida, a invertir a largo plazo. En este caso, la regulación es una situación donde todos resultan beneficiados porque tiene a la vez los beneficios de la estabilidad (disminuir el riesgo de los aseguradores) y los beneficios para el desarrollo (promover activos de largo plazo).<sup>51</sup>

En cuanto a las fricciones colectivas, un primer camino que los gobiernos pueden tomar para lidiar con ellas es disminuir los costos de participación. Esto se puede lograr continuando las mejoras para el entorno favorable para los negocios y, allí donde se necesite, promoviendo la disponibilidad de información, así como infraestructuras adecuadas

para recopilar e intercambiar información. Dado que gran parte de la información en este caso es un bien público, los gobiernos pueden recopilar o subvencionar la información necesaria para elaborar índices que puedan ser usados para comercializar y facilitar el financiamiento de largo plazo. Estos índices pueden ser precios de la vivienda por ciudad, que podrán ser utilizados para generar contratos de futuros sobre el precio de las viviendas, o productos de seguros para el valor de la vivienda, o estadísticas pluviométricas, que pueden ser utilizadas para generar productos de seguro indexados por la pluviometría, y facilitar así el alargamiento de los plazos de vencimiento en el financiamiento para la agricultura.

Allí donde hay fuertes economías de escala para recopilar información, como en el caso de los fondos de pensiones, separando las funciones de cobranza y de servicio al consumidor de la función de administración de la cartera (la llamada opción sueca) podría potenciar la transparencia y la competencia en la industria de fondos de pensiones, a la vez que disminuir los costos (bajando así las tarifas).<sup>52</sup> Las iniciativas de las políticas dirigidas a potenciar la liquidez del mercado podrían incluir la disminución de la fragmentación en la emisión y comercialización de títulos, potenciando la compensación de los activos financieros y los arreglos de liquidación, organizando los sistemas de préstamos accionarios y de endeudamiento y promoviendo la estandarización de los contratos. Además, la liquidez se puede potenciar *junto con* el monitoreo, por ejemplo, mejorando los métodos de valuación y las normas de contabilidad y de reporte financiero para las carteras de horizonte más largo, y promoviendo (o incluso subvencionando) la elaboración de análisis sobre los administradores de activos y el desempeño de los ALM para que estén públicamente disponibles.

Si bien un programa de este tipo puede estar justificado, los responsables de las políticas de ALC deben ser realistas acerca de la viabilidad (y deseabilidad) de la adopción de una solución al estilo de Estados Unidos que depende casi exclusivamente de los mercados

secundarios líquidos para hacer coincidir el deseo de los inversores por una opción de salida con las necesidades de financiamiento a largo plazo de los prestatarios. Esta solución tiene limitaciones porque depende fundamentalmente del tamaño (como se ha señalado en el Capítulo 7) y puede conducir a una fragilidad sistémica –el “lado oscuro.” La discusión más abajo aborda estos dos aspectos en mayor detalle.

En primer lugar, el problema del tamaño. Como se señaló en los Capítulos 2 y 7, en ausencia de un tamaño suficiente –de los mercados y de las emisiones– los mercados de capitales internos pueden verse fácilmente encerrados en una trampa de baja liquidez. Esto es una noticia aleccionadora para los pequeños mercados de capitales internos en ALC y contribuye a explicar por qué las emisiones y la comercialización de valores de América Latina siguen desplazándose hacia los centros financieros internacionales donde se concentra la liquidez del mercado global. Así, allí donde los mercados internos sean pequeños, es probable que las reformas, aunque deseables, conduzcan a sólo modestas mejoras en la liquidez del mercado secundario.

En cuanto al lado oscuro de la liquidez del mercado, si los acuerdos de mercado consiguen profundizar la liquidez interna (un gran “sí” para un país pequeño), las brechas entre los intereses privados y sistémicos pueden ensancharse en la medida en que los agentes privados se vuelven cada vez más parasitarios con la liquidez y relajan sus esfuerzos de monitoreo. De manera alternativa, se pueden crear serios problemas si, frustrado con la iliquidez del mercado interno de contratos a largo plazo, el Estado asume un compromiso demasiado expansivo para proporcionar apoyo de liquidez (por la vía del banco central o de bancos de desarrollo) a un costo demasiado bajo o a ningún costo. Esto, a su vez, se relaciona con dos problemas clave que serán abordados más adelante en este informe: volver a analizar el papel relevante del Estado en el desarrollo financiero (Capítulo 9) y ajustar la supervisión prudencial para lidiar con el lado oscuro (Capítulos 10–13).

Una segunda vía clave para lidiar con las fricciones de acción colectiva consiste en obligar a la participación en lugar de sólo promoverla. Esto incluye en particular la participación en fondos de pensiones de aportaciones definidas administrados privadamente. Cuando se combinan con las políticas para promover el desarrollo de una industria dinámica de anualidades en la fase de desacumulación de los ahorros de ciclo vital, como en Chile, proporciona una de las palancas más prometedoras para el desarrollo del financiamiento a largo plazo. A medida que maduran los sistemas obligatorios de aportación definida, los jubilados naturalmente y cada vez más demandan anualidades de las compañías de seguros de vida. A su vez, éstas tienen que igualar esos pasivos sistemáticamente invirtiendo en activos de largo plazo.

Sin embargo, los problemas de diseño que pueden encontrarse en el camino del desarrollo del mercado de anualidades tienen que ser eliminados (a través de reformas legales, entre otras cosas).<sup>53</sup> Por ejemplo, en México, la demanda de anualidades de los jubilados se aplaza durante décadas, hasta que se jubilan los nuevos participantes del sistema.<sup>54</sup> En Colombia, los años requeridos de aportación y la opción de que los trabajadores se cambien al sistema público de pensiones implican que una proporción más bien pequeña de las próximas olas de jubilados podrá reunir las condiciones para una renta vitalicia. Estos defectos deberían evitarse siempre que sea posible. Para facilitar el vínculo entre pensiones y seguros, puede que también sea útil introducir las garantías estatales en las anualidades (ya se tratará en el próximo Capítulo) con fuertes amortiguadores de capital en las compañías de seguros de vida que actúan como la primera línea de defensa. Además, la composición de los valores de activos en el fondo de pensión del trabajador a medida que se acerca a la jubilación debería ser lo más parecida posible a la composición de la cartera de activos de la compañía aseguradora de vida a quien el trabajador comprará su renta vitalicia. Además de inclinar una parte significativa del total de las inversiones en fondos de pensiones a

favor de activos a más largo plazo e ilíquidos a medida que los trabajadores envejecen, esto debería también contribuir sustancialmente a disminuir los riesgos de obtener una renta vitalicia.<sup>55</sup>

## Notas

1. Este Capítulo se basa en gran medida en los documentos “Institutional Investors and Agency Issues in Latin American Financial Markets: Issues and Policy options”, de Claudio Raddatz, y “Mobilizing Long-Term Resources for Housing Finance: Trials, Errors, and Achievements in LAC”, de Olivier Hassler, que forman parte del volumen editado que acompaña este informe regional sobre ALC.  
La duración es el plazo de vencimiento medio ponderado de un contrato de deuda, donde las cargas surgen de la periodicidad contractual con que se ajusta el tipo de interés. Si el tipo de interés es fijo para toda la vida del contrato, el plazo de vencimiento y la duración coinciden. La duración es más breve que el vencimiento si el tipo de interés está periódicamente ajustado a lo largo de la vida del contrato. El exceso de vencimiento en relación con la duración es mayor cuanto más frecuentes sean los ajustes del tipo de interés. Este Capítulo utiliza los rótulos de contratos de deuda de “largo plazo” y “corto plazo” para denotar plazo de vencimiento y duración larga (corta).
2. Las recientes estimaciones mundiales de riesgos y beneficios, de Dimson, Marsh y Staunton (2006), basadas en 19 países (en su mayoría de altos ingresos) señalan que la prima de riesgo que se puede captar a largo plazo es de aproximadamente 450 puntos básicos. Al elegir una composición de cartera adecuada, hay, desde luego, un balance riesgo-beneficio que debe tenerse en cuenta y que depende de la edad y de las características de capital humano del inversionista. Para una teoría y simulaciones en esta línea, ver Campbell y Viceira (2002) y Viceira (2010).
3. Ver Benartzi y Thaler (2007).
4. Los propios títulos pueden, desde luego, estar estructurados para ofrecer rasgos de cobertura y de seguros mediante, por ejemplo, la incorporación de opciones de venta, opciones “collars”, indexación, etc.
5. Los fondos de riesgo son una especie de híbrido. Ya que están apalancados, los administradores de fondos de riesgo tienen que poseer capital. Sin embargo, los riesgos de las inversiones serán eventualmente desplazados totalmente a los inversores; es decir, los fondos de riesgo no asumen una gestión de activos y pasivos con el fin de ofrecer a los inversores seguros de riesgo con cotización a la baja.
6. Dado que los administradores de activos puros (es decir, administradores de fondos desapalancados), no tienen capital en riesgo (las ganancias o pérdidas de la inversión son asumidas totalmente por el inversionista), sus incentivos sólo pueden alinearse con los del inversionista a través de cómo son compensados o mediante una regulación. A su vez, su compensación puede verse afectada por los incentivos directos ofrecidos a los administradores de activos por las compañías para las que trabajan o por los incentivos indirectos que provienen de decisiones de los inversores para cambiar sus carteras entre diferentes fondos de la competencia. Para una discusión extensa sobre los problemas de los incentivos y de compensación, centrada en ALC, ver Raddatz (2011).
7. Dado que la selección de cartera normalmente debería depender del horizonte de inversión, es probable que la maximización de los beneficios a corto plazo no sea óptima desde una perspectiva de largo plazo (ver Samuelson 1969; Merton 1969).
8. Distinguir a los verdaderos inversores alfa resulta difícil debido a la racionalidad limitada de los inversores. En congruencia con los hallazgos de las finanzas conductuales, incluso los inversores financieramente cultos no monitorean adecuadamente el comportamiento de los administradores de activos y puede que no reaccionen elásticamente al rendimiento, medido en términos de tarifas y rendimiento de los fondos. Ver Impavido, Lasagabaster y García-Huitron (2010) para un análisis de las implicaciones para las políticas relevantes en materia de fondos de pensiones en ALC.
9. Si bien la confianza en el financiamiento a corto plazo se describe tradicionalmente en la literatura del financiamiento como una condición necesaria para la disciplina de mercado (para resolver las fricciones de agencia), se vuelve problemática cuando los inversores reaccionan a señales ruidosas corriendo en lugar de monitorear. Ver Calomiris y Khan (1991), Diamond y Rajan (2000) y Huang y Ratnovski (2011). Sobre los costos sociales

- de las liquidaciones y el desapalancamiento, ver Shleifer y Vishny (2011).
10. Se trata de bonos emitidos por un intermediario apalancado y respaldado por su balance. En caso de quiebra, los bonos con cobertura tienen una demanda prioritaria sobre los activos del intermediario.
  11. Ver Shiller (2008) y Kroszner y Shiller (2011) para una discusión detallada de los beneficios sociales de completar ciertos mercados de seguros que actualmente están infradesarrollados o no existen. Por ejemplo, los mercados de futuros de precios de la vivienda (que pueden permitir a los inversores vender bienes inmuebles al descubierto sin tener que vender el activo subyacente, por ejemplo, la casa), los seguros de vida (que pueden proteger a los trabajadores de los choques económicos en sus ingresos) o los seguros hipotecarios (que pueden proteger a los deudores hipotecarios de pérdidas inesperadas en el valor de sus viviendas).
  12. Los fondos de pensiones privados son importantes en Bolivia, Colombia, Costa Rica, El Salvador, México, Perú y Uruguay, países que han implementado reformas de las pensiones al estilo de Chile (es decir, han creado un sistema obligatorio administrado por manos privadas de fondos de pensiones de aportación definida como un pilar del sistema de seguridad social nacional) a lo largo de los últimos decenios. Argentina tenía un sistema de este tipo hasta hace poco, cuando se volvió a un sistema de reparto. Los fondos de pensiones administrados privadamente, pero voluntarios, son también un rasgo destacable del sistema financiero de Brasil, donde una parte significativa (aunque en descenso) de activos en esta industria se guarda en fondos de pensiones profesionales de aportación definida. El rápido crecimiento de estos planes de pensión abiertos que se benefician de ventajas fiscales ha promovido a su vez el desarrollo de la industria de seguros de vida.
  13. Ver Impavido, Lasagabaster y García-Huitron.
  14. Parece poco probable que el viraje hacia bonos y depósitos estatales de corto plazo pudiera ser el resultado directo de una falta de otros instrumentos. Raddatz y Schmukler (2008) señalan que los fondos de pensiones no invierten en todos los activos en que le está permitido invertir, incluso entre los valores de renta variable. Opazo, Raddatz y Schmukler (2009) demuestran que los fondos de pensiones chilenos apuestan menos agresivamente por bonos del banco central, con plazos de vencimiento más largos, que por otros bonos de plazo de vencimiento más corto.
  15. Por lo tanto, las AFP que administran pensiones de beneficio definido parecen invertir de manera diferente de aquellas que administran pensiones de aportaciones definidas.
  16. Por ejemplo, en Chile los rendimientos del capital de los fondos de pensiones en 2009 era 24%, comparado con 17% para los bancos y 4% para las compañías de seguros.
  17. Diversos países de ALC (entre ellos Costa Rica, México, Perú, República Dominicana y El Salvador) han cambiado (o están pensando en cambiar) la estructura de tarifas de sus fondos de pensiones de una base de flujo puro (las aportaciones) a una base de stock puro (activos administrados). Sin embargo, siempre que los fondos de pensiones se dediquen a la administración de cobros y de cartera, es probable que ningún extremo sea óptimo ya que ninguno puede igualar plenamente la estructura de costo subyacente de los fondos.
  18. Cerda (2006) demuestra que hay una correlación positiva aunque muy pequeña entre entradas y desempeño. Calderón-Colín, Domínguez y Schwartz (2008) demuestran, en el caso de las AFP mexicanas, que hay una fracción sustancial de la población que está cambiando a las AFP con los rendimientos más bajos y las tarifas más altas. Berstein y Cabrita (2007) señalan que los trabajadores chilenos no se muestran sensibles a las señales de precio y costo. Srinivas, Whitehouse y Yermo (2000) sostienen que la naturaleza obligatoria de las aportaciones y las mínimas garantías del Estado sobre los rendimientos limita el sentido de propiedad de los trabajadores y disminuye sus incentivos para observar una disciplina de mercado. Al contrario, puede que los induzca (correcta o incorrectamente) a suponer que el Estado es implícitamente responsable de asegurar sus pensiones. A pesar del reciente progreso, sigue siendo problemático evaluar el rendimiento (y establecer las referencias) de las AFP.
  19. Diversos estudios han documentado la presencia de un comportamiento de manada en la comercialización entre las AFP en Chile (Olivares 2005; Raddatz y Schmukler 2008). Se observa un acusado comportamiento de manada incluso allí donde los rendimientos de los fondos de pensiones no están regulados, y una de las principales razones es que los incentivos de compensación están

- vinculados al desempeño en relación con un referente para la industria.
20. Por lo tanto, los fondos de pensiones tienden a ser muy similares a los fondos de inversión en su comportamiento inversionista: son tácticos, hacen lo que hace la mayoría y se centran en los rendimientos de corto plazo. Ver Didier, Rigobón y Schmukler (2011).
  21. Esto desde luego no pretende afirmar que las reformas de los fondos de pensiones fueron un fracaso. En realidad, los beneficios del crecimiento del sistema de cuentas de los fondos de pensiones individual han sido suficientemente reconocidos. Por ejemplo, Corbo y Schmidt-Hebbel (2003) opinan que la reforma de las pensiones en Chile, en parte a través de su impacto positivo en el desarrollo del mercado de capitales, aumentó el crecimiento del PIB en medio punto porcentual al año, como promedio, entre 1981 y 2001. Las limitaciones de los fondos de pensiones obligatorios, o de beneficio definido, tampoco tienen por qué ser privativas de ALC. En realidad, la tendencia de los fondos de pensiones a tener un comportamiento de manada y comprar y retener se observa en todo el mundo. Ver, por ejemplo, Blake, Lehmann y Timmermann (2002).
  22. La estructura de tarifas es relativamente estándar y consiste fundamentalmente en una tarifa de administración proporcional a los activos administrados y, en menor medida, en una combinación de tarifas de entrada y salida. Las tarifas por desempeño explícito son poco habituales.
  23. Los riesgos alfa se refieren a los retornos excedentes ajustados al riesgo para invertir en títulos inteligentemente seleccionados que tienen mejores resultados que el mercado. Los riesgos beta se refieren a la volatilidad de un título en relación con la del mercado.
  24. La estructura de bono sencilla refleja en parte el hecho de que ALC tiene pocos o ningún instrumento de cola gorda en que los fondos de inversión puedan (o se les permita) invertir, la falta de estandarización de los estilos y segmentos de las inversiones y el número normalmente limitado de los fondos, lo cual dificulta establecer una referencia para un estilo.
  25. Si bien hay una correlación importante entre los retornos excedentes pasados de corto plazo de los fondos de inversión de Chile (respecto al promedio de la industria) y la entrada neta de activos, la pendiente de esta relación es pequeña, con unos retornos excedentes de 10%, arrojando como resultado entradas equivalentes al 2% de los activos (Opazo, Raddatz y Schmukler, 2009).
  26. A primera vista, parece desconcertante el hecho de que los AMs inviertan en títulos líquidos a la vez que tienden básicamente a retener en lugar de vender. Sin embargo, es un comportamiento plenamente coherente en un AM que no tiene incentivos para incurrir en los costos de selección más altos propios de las inversiones en instrumentos ilíquidos, combinados con el riesgo de rescate anticipado de los inversores.
  27. Esta forma de intermediación es análoga a las “cuentas administradas por separado” ofrecidas por las sociedades financieras en Estados Unidos, donde, según ciertos cálculos, su tamaño es similar al de la industria de fondos de inversión. En ALC, la única manera de medir su impronta es a través de la participación no contabilizada de activos financieros que no está en manos de las instituciones financieras nacionales ni de los inversores extranjeros. Un cálculo aproximado para Chile basándose en investigaciones de contexto para el último FSAP (Programa de Evaluación del Sector Financiero) (en prensa), señala que es posible que los corredores personales y los administradores de capital administren hasta el 17% de la riqueza total de los hogares, bastante menos que los fondos de pensiones (47%) pero más que los bancos y las compañías de seguros (aproximadamente el 11% cada uno).
  28. Hasta 2004 había fondos de riesgo en Brasil, Argentina, México y en numerosas localizaciones offshore. Sólo en Brasil, los activos bajo la administración de los fondos de riesgo alcanzaron los US\$200.000 millones hacia finales de 2010. Los fondos de inversiones privados han comenzado a aparecer en países como Brasil, Chile y Colombia. En Chile y Colombia, gestionaban activos equivalentes al 0,1% y 0,2% del PIB, respectivamente. La actividad de capital riesgo también está limitada a unos pocos países de la región, entre ellos, Chile, donde los activos en fondos de capital riesgo llegan al 2% del PIB (10% de la industria de fondos de inversión).
  29. Hay que reconocer que la demanda de renta vitalicia no es completamente obligatoria en el sistema de pensión chileno porque los pensionistas tienen la opción de retiradas escalonadas. Sin embargo, al hacer la pensión disponible en el momento de la jubilación,

- el sistema crea una demanda inducida naturalmente de anualidades. Cambiar los beneficios de incapacidad y supervivencia al segundo pilar contribuyó a crear más demanda.
30. Ver Opazo, Raddatz y Schmukler (2009) para el caso de Chile.
  31. Sin embargo, es necesario observar que las compañías de seguros de vida combinan cada vez más los servicios tradicionales de seguro con el acceso a “cuentas de ahorro” cuyas cantidades se pueden retirar libremente. En realidad, estos rasgos fueron en parte responsables de la quiebra del grupo Clico en el Caribe. Este desdibujamiento de las fronteras entre seguros y banca debe vigilarse atentamente en el futuro. Es evidente que requiere una regulación uniforme basada en el riesgo para todos los intermediarios despalancados (ver Capítulo 12).
  32. En realidad, es probable que cambiar de aseguradora sea contraproducente para los asegurados debido a condiciones preexistentes que pueden obligar a incurrir en costos para hacer el cambio.
  33. Los obstáculos y los problemas de las políticas involucrados en el desarrollo del mercado de anualidades para diferentes países de América Latina están documentados en sus respectivos documentos FSAP ([www.worldbank.org/fsap](http://www.worldbank.org/fsap)). En el caso de Colombia, ver también Cheikhrou *et al.* (2006).
  34. Una plataforma de titularización, Hipotecaria Total (Hito) ha sido creada para importar un tipo de estructura de bonos hipotecarios de estilo danés.
  35. Las CAVs (Corporaciones de Ahorro y Vivienda) son corporaciones de ahorro e hipotecarias.
  36. El “Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo SBPE”, que comprende la Caixa Economica Federal, en gran medida predominante, y otros 40 bancos, equivale a casi la mitad del total del financiamiento para la vivienda.
  37. El TR también suscita problemas de riesgos de liquidez ya que, con el financiamiento del mercado de capital, complica la cobertura de una posible escasez de liquidez.
  38. Las LCH se basaban en acuerdos similares iniciados en Alemania, Dinamarca y Francia. Como en Francia, los bonos respaldados por hipotecas fueron introducidos junto con un banco de vivienda pública.
  39. Además, las comisiones se redujeron de 3,5% a 1% entre 1984 y 2006.
  40. Ver Zervos (2004).
  41. Para referencias sobre el rol de las compañías aseguradoras especializadas en Estados Unidos y los fondos de pensiones locales en el financiamiento y en la garantía de los bonos de infraestructura en ALC, ver Escrivá, Fuentes y García-Herrero (2010).
  42. Para una revisión reciente de los temas en torno a la indexación de la deuda en las economías emergentes, ver también. Holland y Mulder (2006).
  43. Si bien los derivados de divisas son normalmente más líquidos, su desarrollo suele estar limitado por asimetrías de mercado. En el caso de las principales divisas, la demanda de protecciones opuestas proviene de agentes similares (por ejemplo, los exportadores) situados a ambos lados de la frontera. Pero para las monedas de ALC, la demanda de protecciones opuestas proviene fundamentalmente de agentes locales que adquieren exposiciones opuestas (por ejemplo, exportadores vs. importadores). Por lo tanto, ambos lados del mercado pueden tener dificultades para localizarse unos a otros cuando no tienen niveles similares de sofisticación financiera.
  44. Los dos acuerdos tienen un precio justo.
  45. La integridad y credibilidad del índice de precios al consumo también es, desde luego, esencial.
  46. El programa de reforma de seis puntos de Shiller (2008) para fortalecer la infraestructura de información para el financiamiento hipotecario proporciona una referencia útil. Los ámbitos de la reforma propuesta son: subvencionar consejos financieros independientes y amplios; crear un organismo financiero de protección estatal orientado a los consumidores; adoptar y adaptar convenciones y normas de cesación de pagos que funcionen bien para la mayoría de los individuos; mejorar la divulgación de información sobre valores financieros; promover la creación de grandes bases de datos con información detallada relacionada con la situación económica de los individuos; y crear sistemas adecuados de unidades de medida económicas a las cuales deberían estar vinculados los contratos financieros (como los bonos indexados según el IPC).
  47. El trabajo académico sobre la definición de referencias de inversiones de largo plazo ha realizado un progreso sustancial, pero ahora necesita traducir las investigaciones en propuestas de políticas concretas que sean

- alcanzables. En particular, una estructura de toma de decisiones creíble y que funcione, probablemente basada en un comité independiente de sabios, podría proporcionar una vía institucional adecuada para definir y periódicamente revisar la composición de la cartera de ciclo de vida. Ver Antolin *et al.* (2010) y Castaneda y Rudolph (2011).
48. El fondo de ciclo de vida se puede convertir en el fondo por defecto, es decir, el fondo al que se asigna a los trabajadores que no escogen activamente un fondo. La composición de activos de ese fondo cambiaría automáticamente a medida que el trabajador se acerca a la edad de jubilación.
  49. Si bien los valores respaldados por hipotecas ofrecen mejores rendimientos, son menos fáciles de comercializar que los bonos con cobertura –al menos en su forma más común de deuda totalmente reembolsable al plazo de vencimiento – debido a las dificultades de valuación que suscitan.
  50. Estas estructuras de refinanciamiento ya han sido creadas en varios países de América Latina, entre los cuales México, Costa Rica, Ecuador, el Caribe del Este y Paraguay. En Brasil, el fondo de previsión FGTS está concebido para jugar un rol similar. Sin embargo, los conflictos inherentes de interés que resultan del hecho de que el FGTS está administrado por Caixa, limita su capacidad de apertura hacia otros prestamistas.
  51. Sin embargo, los reguladores tienen que cuidarse de no tratar todos los desajustes de plazo de vencimiento de la misma manera y simétricamente. Penalizar los desajustes de plazo de vencimiento de los ALM que tienen fundamentalmente pasivos de corto plazo, como los bancos, podría tener implicaciones sistémicas indeseables porque al alentar a los intermediarios a prestar a corto plazo, se podría alterar el riesgo de liquidez del resto del sistema. Como se señaló en el Capítulo 12, la solución en este caso consiste en penalizar el financiamiento a corto plazo más que en recompensar la inversión a corto plazo.
  52. Sin embargo, en el marco de esta opción, un desafío podría ser impedir que se deteriorara la calidad de los servicios al cliente.
  53. El mayor desafío para el sistema de pensiones en ALC sigue siendo su baja cobertura, a pesar de su naturaleza obligatoria (Gill, Packard y Yermo 2004). Con la excepción de Chile, menos de la mitad de la población económicamente activa participa en el sistema obligatorio de pensiones y, en muchos países, la cobertura es inferior a 25%. También existe un desafío creciente para los fondos de pensiones de aportaciones definidas para producir una “tasa de reemplazo” aceptable de los ingresos después de jubilarse (de la Torre, Gozzi y Schmukler 2007a). Sin embargo, estos desafíos quedan fuera del alcance de la política de desarrollo financiero y tiene que ver fundamentalmente con la política de protección social.
  54. Los trabajadores que ya estaban en el sistema en el momento de la reforma tienen una opción de venta -en la jubilación, pueden “poner” su fondo acumulado en el Instituto de Seguridad Social (IMSS) y recibir beneficios bajo el sistema de reparto. El desarrollo del mercado de anualidades fue aún más obstaculizado después de los cambios legales de 2001-2002, que tuvieron como resultado que la mayoría de los individuos incapacitados elegían los beneficios del antiguo sistema, contrariamente a la intención original de la reforma de pensiones, que pretendía asegurar que los beneficios por incapacidad y muerte y compensación de los trabajadores serían proveídos por empresas privadas especializadas en anualidades. A la larga, la opción de venta en el sistema de pensiones mexicano se volvió casi inevitable porque los afiliados que se desplazaban al nuevo sistema de pensiones, al contrario de sus contrapartes chilenos, no recibían los llamados “bonos de reconocimiento” como compensación por los beneficios que habían acumulado bajo el antiguo sistema de pensiones de reparto hasta la fecha de la reforma. Al contrario, los bonos de reconocimiento en Chile crearon una clara separación entre el sistema antiguo y el nuevo, permitiendo que fueran complementarios en lugar de sustitutos.
  55. Un fondo de pensiones de ciclo de vida por defecto bien diseñado –como aquel que Chile está probando actualmente– también puede ayudar a eliminar esa discontinuidad. Ver Rocha y Thornburn (2006) y Rocha, Vittas y Rudolph (2011).



# El riesgo asumido por el Estado: Una perspectiva de acción colectiva

## 9

**E**n el Capítulo 2 se señalaba los importantes roles que el Estado puede jugar para lograr un desarrollo financiero sostenible. En este Capítulo se analiza uno de estos roles en particular, a saber, el de absorber riesgo financiero proveyendo préstamos o garantías. Como en otros capítulos de este informe, el análisis procede según los criterios de los paradigmas del financiamiento, contrastando sistemáticamente el impacto y las implicaciones de las fricciones de agencia (asimetría informacional y ejecución) y colectivas (acción colectiva y cognición colectiva).<sup>1</sup> El Capítulo aborda los siguientes cinco puntos:

- El Estado tiene una ventaja comparativa sobre el mercado para resolver fricciones colectivas, mientras que el mercado tiene una ventaja comparativa sobre el Estado para resolver fricciones de agencia.
- Estas ventajas comparativas sugieren naturalmente que los Estados y los mercados deberían complementarse en lugar de sustituirse o competir uno con otro.
- Sin embargo, en la práctica esta clara separación de roles puede volverse opaca porque los paradigmas interactúan. Así, puede que los Estados tengan que abordar fallas de agencia que impiden a los mer-

cados resolver fricciones colectivas o, al contrario, abordar fallas colectivas que impiden a los mercados resolver fricciones de agencia. El primer caso puede justificar la banca estatal de primer piso, y el segundo la banca estatal de segundo piso y las garantías estatales.<sup>2</sup>

- Estas interacciones han oscurecido los roles relativos hasta el punto de que se han perdido de vista los pilares conceptuales básicos del rol del Estado durante demasiado tiempo, desatando debates polémicos, largos y no concluyentes. En ALC, a lo largo de los últimos decenios esto ha dado lugar a grandes oscilaciones de las políticas, cargadas ideológicamente –una obra en cuatro actos que este Capítulo revisará en detalle.
- Por lo tanto, volver a los principios básicos debería ayudar a repensar y reorganizar el rol del Estado en el desarrollo financiero.

El resto de este Capítulo se organiza de la siguiente manera. Las Secciones 1–5 presentan los pilares conceptuales del rol del Estado para asumir riesgo dentro del marco de los paradigmas del financiamiento.<sup>3</sup> La sexta Sección vuelve a analizar y da una interpretación de las oscilaciones de las políticas en ALC a lo largo de los tres a cuatro últimos

decenios en lo relativo al rol del Estado a la luz de esta discusión conceptual. La séptima Sección aborda las implicaciones para el futuro de las políticas propuestas.

### El rol del Estado en los paradigmas de agencia puros

Piénsese primero en el caso de las fricciones de agencia puras, suponiendo por ahora que los prestamistas no tienen aversión al riesgo y que no hay fricciones de acción colectiva (como externalidades o problemas de coordinación). Según la literatura (que es vasta), la información asimétrica en los mercados de crédito, incluso sin aversión al riesgo, pueden conducir a resultados socialmente ineficientes ya sea por prestar demasiado poco o por prestar demasiado. Por ejemplo, Jaffee y Russell (1976) y Stiglitz y Weiss (1981) demuestran lo que ocurre al prestar demasiado poco mostrando que la información asimétrica puede llevar a una selección adversa a medida que las tasas de interés más altas atraen a prestatarios más arriesgados; por lo tanto, los prestamistas pueden estar en mejores condiciones racionando el

crédito por debajo del nivel que sería socialmente deseable.<sup>4</sup>

La respuesta apropiada de las políticas a estas fallas de mercado creadas por problemas de agencia no es evidente. La mayor parte de la literatura que encuentra que la información asimétrica puede justificar las garantías estatales del crédito es de una naturaleza de equilibrio parcial; es decir, no considera los efectos en el bienestar de los impuestos necesarios para financiar las garantías. Sin embargo, la literatura del equilibrio general, que utiliza un estricto y adecuado criterio de bienestar (que exige neutralidad de los ingresos y que tiene en cuenta las implicaciones distributivas de los impuestos cobrados para financiar las garantías del Estado), concluye sistemáticamente que, en ausencia de aversión al riesgo, las garantías del Estado no pueden mejorar los resultados del mercado, excepto cuando el Estado tiene una ventaja informativa o de ejecución sobre el sector privado, lo cual es, en general, difícil de argumentar (Recuadro 9.1).

Para ayudar a entender lo que hay en juego, se puede pensar en el modelo de préstamos estudiantiles de Mankiw (1986). Este modelo

#### RECUADRO 9.1 El criterio del bienestar en la literatura teórica sobre las garantías del Estado

La literatura sobre el equilibrio parcial que no requiere neutralidad de los ingresos sostiene que las garantías del Estado pueden mejorar las cosas aumentando el crédito prudente (por ejemplo, Mankiw 1986; Smith y Stutzer 1989; Innes 1991; Benavente, Galetovic y Sanhueza 2006; Arping, Loranth y Morrison 2010). La literatura que adopta una visión de equilibrio general (e impone así la neutralidad de los ingresos) puede clasificarse en dos grupos. El primer grupo utiliza un criterio de bienestar Kaldor–Hicks que sencillamente repara en el tamaño total del pastel pero no en su distribución entre la población (es decir, descarta las implicaciones que tiene para el bienestar asignar

impuestos entre la población). Con un criterio de este tipo, algunos artículos predicen que las garantías del Estado pueden llevar a un mejor equilibrio (por ejemplo, Ordover y Weiss 1981; Bernanke y Gertler 1990; Innes 1992; y Athreya, Tam y Young 2010). Sin embargo, otros creen que no (Li 1998; Gale 1991; Williamson 1994). El segundo grupo de artículos incorpora los impactos de la redistribución fiscal en el bienestar. Los artículos en este último grupo llegan uniformemente a la conclusión de que, sin una ventaja informativa y la capacidad de subsidios cruzados, no es posible que las garantías del Estado produzcan una mejora de Pareto (por ej., Greenwald y Stiglitz 1989; Lacker 1994).

se centra en el problema de la asimetría informativa de la selección adversa y supone que los prestamistas son neutrales al riesgo. La honradez de los estudiantes varía entre la población. Sin embargo, el prestamista sabe menos que el estudiante prestatario; específicamente, conoce el promedio de la distribución pero no las características de cada estudiante. Además, el prestamista no puede obligar a repagar, lo cual refleja fricciones de ejecución e información. Por lo tanto, el prestamista debe aumentar el tipo de interés en todos los préstamos para cubrir las pérdidas de los préstamos no pagados. Sin embargo, al aumentar el precio de todos los préstamos, el prestamista no honrado (aquel que no tiene la intención de pagar) impide que el honrado (aquel que se compromete a pagar) pueda pedir prestado. Dado que habría sido socialmente deseable que el honrado tuviera acceso al crédito, sale perdiendo la sociedad.

¿Qué pueden hacer las políticas a propósito de esto? Para contestar a esta pregunta, primero se debe observar que, en ausencia de aversión al riesgo, una garantía no subsidiada (es decir, una garantía cuyo precio se fija para cubrir pérdidas esperadas) no tiene impacto. Aunque reduzca el riesgo, esto no tiene consecuencias para un prestamista neutral al riesgo. El precio de la garantía equivale al costo de las provisiones de pérdidas del préstamo en que el prestamista tendrá que incurrir en ausencia de garantía. El resultado es que la garantía cuyo precio se fija justamente no agrega valor y, por lo tanto, no afectará a la conducta del prestamista.

Al contrario, si el Estado proporciona una garantía de crédito plenamente subsidiada (una garantía de impago de 100% con un precio igual a cero) el prestamista neutral al riesgo se ahorra el costo de las provisiones de pérdidas por el préstamo y se ve inducido a prestar a todos los estudiantes al tipo de interés libre de riesgo. Desde una perspectiva de equilibrio parcial, en ausencia de un requisito de neutralidad de ingresos, la garantía subsidiada permitiría, por lo tanto, que se alcanzara el óptimo social. Sin embargo, desde una perspectiva más estricta (y normalmente justificada) del bienestar, el financiamiento

de la garantía y la distribución del pago de impuestos entre la población estudiantil también importan. A menos que los estudiantes que no pagan también paguen el impuesto, si se cobra impuestos sólo a los estudiantes que pagan, se les obliga a pagar por los pecados de los que no pagan. Así, a pesar de que una garantía subsidiada podría estar socialmente justificada, los estudiantes que pagan impuestos y pagan los préstamos (incluidos aquellos que no pedirían prestado sin la garantía) preferirían prescindir de ella.

Es evidente que cobrar impuestos sólo a los estudiantes que no pagan conduciría a una mejora de Pareto. Pero hacer eso equivale a suponer que se puede imponer los impuestos allí donde no se puede hacer respetar el pago de un préstamo. El carácter óptimo de la garantía (subsidiada) en un modelo de préstamo estudiantil de Mankiw de selección adversa se basa, por lo tanto, exclusivamente en una *capacidad de ejecución diferencial* [del contrato]. Esto no tiene sentido en un sistema político donde el estado de derecho se aplica tanto a los Estados como a los ciudadanos. Cualquier capacidad de recaudación preferencial que puedan tener los Estados debería hacerse fácilmente disponible para todos mediante el perfeccionamiento del sistema judicial, como parte de un entorno favorable para los negocios que preste más apoyo. Por razones similares, un agente privado podría pensar en ofrecer sus servicios de selección al prestamista si estuviera mejor informado (y por tanto, más capaz de discriminar entre los buenos préstamos y los malos préstamos) o más capaz de cobrar (y por lo tanto hacer que los no honrados paguen por sus pecados). Sin embargo, un agente con esas capacidades (por ejemplo, capaz de beneficiarse de las economías de escala estableciendo un sistema eficaz de calificación de los prestatarios) se dedicaría a vender servicios a los bancos, no a garantizar sus préstamos.

Se pueden exponer unos argumentos similares en términos amplios cuando, en lugar de la selección adversa, el problema que subyace a la falla de los acreedores neutrales al riesgo para prestar a estudiantes honrados es un problema de ejecución. Supongamos,

por ejemplo, que los prestatarios no pueden obtener un préstamo porque carecen de una buena garantía y, por lo tanto, no pueden verosímilmente comprometerse a devolver el préstamo. En este caso, los estudiantes prestatarios viables sin garantía se verían excluidos de ese mercado de préstamos, lo cual arrojaría nuevamente un equilibrio social ineficiente. Al remplazar el colateral ausente, se suele argumentar, la garantía del Estado podría traer de vuelta a esos prestatarios al mercado. El problema con este argumento es que, en ausencia de cualquier cambio en el propio capital en riesgo de los estudiantes, se enfrentarían al mismo problema del compromiso de repagar. Así, a menos que la garantía tenga un precio fijado justamente (de manera tal que se cubran las pérdidas esperadas del préstamo y otros costos) las pérdidas por impago del préstamo sencillamente pasarían al Estado (el garante). Pero si la garantía tiene un precio fijado justamente, los prestamistas neutrales al riesgo no pagarían por ella porque, por definición, sólo les importan las pérdidas esperadas y no la varianza de dichas pérdidas. A menos que el Estado tenga una ventaja de ejecución sobre los prestamistas privados –que, como ya hemos sostenido, es difícil de justificar– no puede haber garantía del Estado.

La discusión en esta parte se puede resumir de la siguiente manera. En un mundo carente de aversión al riesgo y de fricciones de acción colectiva, las fricciones de agencia por sí solas generalmente no justifican las garantías en la perspectiva de equilibrio general que utiliza un criterio de bienestar adecuadamente estricto. Si bien el resultado del mercado sería ineficiente, un Estado que no sabe más o que no vela mejor por la ejecución de los contratos que el sector privado no puede mejorar el resultado por la vía de garantizar los créditos. En realidad, normalmente se podría esperar que el Estado tuviera una desventaja comparativa, en lugar de una ventaja, al tratar con fricciones de agencia puras. Si el Estado tuviera una ventaja comparativa en este aspecto, la política correcta sería sólo tener bancos de propiedad del Estado y administrados por el Estado, lo cual, evidentemente, no

tiene sentido.<sup>5</sup> En términos más generales, en un mundo donde las distorsiones surgen sólo de las fricciones de agencia, mientras el equilibrio del mercado es ineficiente, el Estado no puede mejorarlo asumiendo riesgo, porque no hay una brecha entre los intereses privados y sociales –los principales y los agentes quieren lo mismo que quiere la sociedad, a saber, superar las fricciones de agencia y acordar contratos financieros mutuamente beneficiosos. El único rol legítimo que queda para el Estado en un mundo de este tipo es mejorar el entorno informacional y de ejecución de contratos para que los mercados puedan funcionar mejor.

### Añadiendo fricciones de acción colectiva

A continuación, se puede añadir fricciones de acción colectiva que se manifiestan bajo la forma de externalidades *sociales* –por ejemplo, externalidades positivas de los préstamos que no son internalizadas por el prestamista privado. Por ahora, hay que seguir suponiendo que los prestamistas son neutrales al riesgo. La literatura normalmente llega a la conclusión de que, en ausencia de asimetrías de información, cualquier política de créditos, incluyendo las garantías, es ineficaz para mejorar el resultado del equilibrio a menos que esté subsidiada.<sup>6</sup> En realidad, normalmente se ha demostrado que los subsidios y los impuestos son las mejores respuestas políticas a una falla de mercado que se origina en externalidades no internalizadas. Sin embargo, la literatura concluye que se ha vuelto cada vez más difícil diseñar subsidios óptimos allí donde coexisten las externalidades y la información asimétrica.<sup>7</sup>

Para ver qué hay en juego, es necesario observar que en el modelo de Mankiw (1986) de las fricciones de agencia puras, los no honrados infligen externalidades informacionales negativas a los honrados. Sin embargo, si se excluyen los impuestos diferenciales o la capacidad de ejecución, es imposible que el Estado internalice estas externalidades. *No hay falla de acción colectiva*. Los no honrados sencillamente se salen con la suya.

Aunque la negociación no tuviera costos, no le convendría al honrado comprar al no honrado. En realidad, utilizando el mismo razonamiento que en la parte anterior, el honrado tendría que realizar una transferencia a favor del no honrado que equivale exactamente a los pagos por impuesto que se requerirían para cubrir una garantía de subsidio estatal o una subvención del tipo de interés. De la misma manera, aunque parece evidente que se debería prestar a todos los alumnos cuyos rendimientos superan el costo social del financiamiento, un banquero estatal sin una ventaja informacional o de ejecución no debería prestar y se debería portar exactamente igual que un banquero privado.

¿Cómo cambiaría esta conclusión si se añade las externalidades sociales y las fricciones de acción colectiva? Se puede suponer que prestar a unos alumnos escogidos (por ejemplo, los que estudian para convertirse en profesores de escuela primaria) tiene externalidades sociales positivas (es decir, una buena educación básica aumenta el potencial de ingresos en la enseñanza universitaria en todos los campos de estudio). El resultado del mercado sería ineficiente aún cuando los prestamistas privados pudieran resolver problemas de agencia e identificar adecuadamente a todos los estudiantes dignos de créditos. Al fijar precios a todos los préstamos uniformemente, los prestamistas privados no podrían prestar suficiente a los estudiantes que pretenden ser profesores de escuela primaria porque sus perspectivas de ingresos son mediocres, a pesar de que esos alumnos son los que más pueden contribuir a los ingresos de otros alumnos. El prestamista privado no internaliza la externalidad. Hay entonces un caso claro de falla de acción colectiva. Si los estudiantes de todas las generaciones en todos los campos de estudio fueran capaces de reunirse y negociar con poco o ningún coste, estarían de acuerdo en dejar de lado parte del aumento en sus ingresos futuros que resultan de una mejor educación primaria con el fin de subsidiar las tasas de interés de los préstamos a futuros profesores de escuela primaria.

Como se ha señalado, una garantía estatal no subsidiada (con el precio justamente

fijado) en estas circunstancias no tendría valor alguno para un prestamista neutral al riesgo. Al contrario, el Estado puede resolver esta falla de mercado causada por externalidades coordinando agentes mediante un programa de subsidio del tipo de interés favoreciendo los préstamos a los futuros profesores y pagados por todos los demás estudiantes. Desde luego, un subsidio al salario de los profesores de escuela primaria financiado por los impuestos generales sería incluso más limpio que un préstamo subsidiado. Esto señala que, siempre y cuando no haya aversión al riesgo, las fricciones de acción colectiva por sí solas bastan para justificar los impuestos y las políticas de subsidios, pero no las garantías de crédito estatales.

Considérese el caso en que las fricciones de acción colectiva coexisten con las fricciones de agencia, mientras los prestamistas siguen siendo neutrales al riesgo. Allí donde los subsidios al salario de los profesores de los colegios no son una opción disponible, una alternativa podría ser un programa de préstamos subsidiados gestionado por bancos privados. Ya que las fricciones informacionales requieren que los banqueros seleccionen a los prestatarios potenciales y monitoreen su desempeño, y ya que estos esfuerzos son caros, los subsidios selectivos del tipo de interés dominan las garantías selectivas y subsidiadas (hay que recordar que si la garantía tiene un precio justo en lugar de estar subsidiada, el prestamista neutral al riesgo no pagaría por ello). Si bien ambos instrumentos de las políticas pueden ampliar de manera similar el nivel de préstamos selectivos previstos, el subsidio del tipo de interés es preferible porque no distorsiona los incentivos de selección y monitoreo del prestamista (el prestamista retiene plenamente un capital en riesgo).

Sin embargo, puede que también haya casos donde el costo del Estado de monitorear si los prestamistas privados seleccionan adecuadamente a los postulantes a los préstamos, según el criterio social que se ha establecido, sea superior al costo de sencillamente crear un banco estatal de primer piso que proporcione directamente los préstamos subsidiados.<sup>8</sup> En estos casos, la absorción

por parte del Estado de los riesgos asociados con actividades financieras se puede justificar sobre la base de la capacidad del Estado para lidiar con fricciones de agencia (es decir, asegurar que los préstamos sean otorgados a los prestatarios socialmente más deseables). Sin embargo, es fundamental señalar que esas fricciones de agencia surgen de un falla de acción colectiva subyacente que impide a los mercados internalizar las externalidades.

Por lo tanto, lo fundamental de esta parte, es lo siguiente: cuando las externalidades sociales y las fricciones de acción colectiva se añaden a las fricciones de agencia en un mundo donde no existe la aversión al riesgo, se hace evidente la necesidad de la intervención estatal, pero difícilmente bajo la forma de garantía del crédito. Cuando estas fricciones son relativamente leves, el Estado puede limitar su intervención a la de un catalizador que reúne a todas las partes interesadas y facilita las transferencias entre las partes que se requiere para un equilibrio mutuamente beneficioso. Cuando las fricciones son más difíciles de superar, el Estado puede eludirlas mediante un programa de subsidio fiscal selectivo, lo que internaliza externalidades. Sin embargo, la implementación de este programa podría topar con fricciones de agencia. Así, dependiendo de si el Estado o los mercados son los más indicados para lidiar con estas últimas fricciones, puede que sea óptimo para el Estado subsidiar los préstamos ofrecidos por los prestamistas privados o proporcionar los préstamos directamente a través de un banco estatal de primer piso. Sin embargo, la motivación básica que subyace a la intervención del Estado siempre es la necesidad de lidiar con las fricciones colectivas, lo cual introduce una brecha entre los intereses privados y sociales que los mercados no pueden resolver por sí solos.

### Añadiendo aversión al riesgo

Luego, se puede añadir a la poción la aversión al riesgo entre los prestamistas privados. Arrow y Lind (AL 1970) siguen siendo el marco conceptual más fundamental y duradero de la absorción pública del riesgo. AL

demuestran que, cuando el riesgo se reparte en pequeñas cantidades entre un gran número de inversores, el precio del capital se puede fijar en precios de neutralidad ante el riesgo. Sostienen que la capacidad intertemporal del Estado de cobrar impuestos y de extender préstamos le da a éste un poder único para repartir los riesgos entre una gran población. Así, las garantías estatales (al contrario de los subsidios o préstamos) están naturalmente llamadas a disminuir el costo de asumir riesgo y a estimular las inversiones o los préstamos privados ante la presencia de un alto riesgo o de una aversión al alto riesgo.

Curiosamente, la literatura sobre garantías parciales del crédito (PCGs— *partial credit guarantees*) ha básicamente ignorado la perspectiva de AL. Además, en la escasa literatura sobre este tema, un aspecto dominante es la refutación de la proposición de que hay algo único en la capacidad del Estado para repartir el riesgo. Por ejemplo, Klein (1996) sostiene que si la ventaja del Estado no residiera únicamente en sus poderes fiscales coercitivos (es decir, su capacidad para obligar a los contribuyentes a asumir riesgo a través del sistema fiscal), los mercados serían capaces de repartir el riesgo con la misma eficiencia. Sin embargo, como AL también señalan, puede que no sea posible para el sector privado ser completamente neutral al riesgo, incluso cuando el riesgo se reparte entre numerosos propietarios. Puesto que los accionistas que controlan una empresa tienen que tener grandes bloques de acciones, y ya que es probable que estos bloques constituyan una parte importante de su riqueza, los costos de asumir riesgo no son nada desdeñables y la empresa debería comportarse como un averso al riesgo. Por lo tanto, a pesar de que AL sugieren la existencia de un vínculo entre la aversión al riesgo y los problemas de agencia (donde grandes exposiciones inducen a un monitoreo adecuado), no abundan en ello, ni tampoco la literatura se ha explayado sobre ese tema.

Por lo tanto, para poder analizar si en realidad hay algo único en la capacidad del Estado de cargar con el riesgo, se introduce la

aversión al riesgo en el modelo de monitoreo muy conocido de Calomiris y Khan (1989).<sup>9</sup> En este modelo, un empresario financia un proyecto arriesgado mediante una mezcla de financiamiento minorista y mayorista. Los proyectos que están condenados a fallar pueden ser liquidados –salvando así parte de su valor– si son identificados como tales en una etapa temprana a través del monitoreo. Los inversores minoristas no monitorean porque tienen intereses demasiado pequeños en el proyecto en relación con el costo del monitoreo. Si los mayoristas recurren al monitoreo, pueden recuperar sus inversiones en proyectos fallidos. Pero los mayoristas solo hacen esto si tienen intereses lo suficientemente grandes en el proyecto (suficiente capital en riesgo) para justificar incurrir en costos de monitoreo. Sin embargo, dado que los mayoristas tienen aversión al riesgo, tener capital en riesgo aumenta ineficientemente el costo del financiamiento. Un garante que compre el riesgo que está concentrado en los mayoristas y lo reparta revendiéndolo en pequeñas cantidades a los minoristas, puede mejorar el equilibrio del mercado.

Sin embargo, al hacer esto, el garante se enfrenta a dos problemas interrelacionados. En primer lugar, mina los incentivos de los mayoristas para monitorear al empresario y su proyecto. Este es el problema de riesgo moral habitual que se encuentra en los mercados de seguros. Para conseguir que los prestamistas mayoristas monitorean a los prestatarios adecuadamente, el garante puede monitorear a los mayoristas y ajustar la prima de la garantía dependiendo de lo bien que lleven a cabo su monitoreo. Desde luego, monitorear al monitor tiene un costo. En segundo lugar, la capacidad del garante para revender el riesgo a los minoristas dependerá a su vez de su capacidad de convencerlos de que está haciendo un buen trabajo de monitoreo de los mayoristas y, por ende, ofrece a los minoristas un trato a precio justo para compartir los riesgos. Esto, a su vez, requerirá resolver dos problemas. En primer lugar, los minoristas deben ser capaces de monitorear los esfuerzos de monitoreo del propio garante para resolver el problema del riesgo moral. Por lo tanto, la

historia del monitoreo se repite en este nivel. En segundo lugar, cuando esta fricción de información ha sido resuelta (porque la información que certifica la calidad del monitoreo del garante está disponible para los minoristas sin costo alguno), el garante también tiene que convencer a los minoristas de que suscriban la garantía. Esto requerirá *resolver las fricciones de participación del mercado*. Debido a la atómicidad de sus inversiones, y en ausencia de una arquitectura de mercado que permita un fondo común, puede que los minoristas no se molesten en participar. El resto de esta parte se centra en el primer problema, es decir, en el costo de monitoreo de los mayoristas por parte del garante, y deja de lado el segundo problema, es decir, supone que no hay costos para los minoristas ni en monitorear al garante ni en participar en la suscripción de la garantía. Estos últimos costos serán reincorporados en la próxima parte.

En ausencia de aversión al riesgo, no hay que pagarles a los mayoristas para que carguen con el riesgo, lo cual implica que no sería socialmente costoso para ellos retener un capital en riesgo y que los empresarios contratarían suficiente financiamiento mayorista para permitir a los mayoristas recuperar totalmente el costo del nivel socialmente eficaz del monitoreo. Sin embargo, los costos de monitoreo pueden ser absorbidos eficazmente por mayoristas neutrales al riesgo y *no sería necesario repartir el riesgo*. Al contrario, cuando hay aversión al riesgo pero ningún costo de monitorear al monitor, *el riesgo asumido por los mayoristas tiene que ser repartido entre los minoristas, aunque esto puede hacerse sin ningún costo*. Ya que el garante puede monitorear a los mayoristas sin ningún costo, puede ofrecer una garantía plena y monitorear a los mayoristas lo bastante bien como para asegurarse de que éstos siguen monitoreando adecuadamente a los prestatarios. Al mismo tiempo, ya que los minoristas también pueden evidentemente monitorear al garante sin ningún costo, el garante puede pasar totalmente (repartir) el riesgo a los minoristas. Por lo tanto, el hecho de que los costos de monitoreo desaparecen al

nivel minorista de la pirámide de monitoreo permite que el equilibrio de mercado replique la solución socialmente óptima.

Sin embargo, quitarles el riesgo a los mayoristas normalmente no está libre de costo, porque mina la calidad de su monitoreo. Si ese costo es demasiado alto, una garantía plena deja de ser socialmente óptima. Por lo tanto, allí donde el costo de asegurar un buen monitoreo mediante prestamistas mayoristas aversos al riesgo es alto, estos prestamistas monitorearían a los prestatarios adecuadamente sólo si retienen una exposición al riesgo importante, lo cual implica que *el riesgo ya no es totalmente repartible*. Por lo tanto, hay una correspondencia fundamental entre la capacidad del mercado para repartir el riesgo y la disminución de los costos de monitoreo a medida que se asciende por la pirámide de monitoreo.

El razonamiento en esta parte puede resumirse de la siguiente manera: a menos que el riesgo esté adecuadamente repartido, la aversión al riesgo, añadida a las fricciones de agencia, introduce una pérdida de peso muerto que constituye una fuente de ineficiencia del mercado. Por lo tanto, una garantía puede estar justificada como medio para disminuir el costo del capital repartiendo más ampliamente el riesgo. Aún así, los beneficios de un mayor reparto del riesgo deberían superar los costos de una selección, monitoreo y ejecución más pobres. Por consiguiente, para que las garantías sean deseables es de una importancia crítica que su impacto adverso en los incentivos de monitoreo sea limitado. Esto depende de hasta qué punto el precio de la garantía internaliza el riesgo moral, que es una función de la calidad del monitoreo por parte del garante y, por lo tanto, del costo de monitorear al monitor. Cuando este costo es bajo, la solución de mercado se aproxima a la solución óptima porque reemplaza un requisito socialmente costoso de capital en riesgo por un monitoreo bueno (barato) a través de un arreglo más eficiente y piramidal de monitoreo que permite un reparto total del riesgo.

Hasta ahora, no se ha dicho nada acerca de la naturaleza, pública o privada, de la garantía. Como se demostrará a continuación, la

ventaja comparativa de las garantías públicas sobre las privadas depende no de los costos de monitoreo y de las fricciones de agencia sino, al contrario, de las fricciones de acción colectiva (*la justificación tradicional de los bienes públicos*) que, en ciertos entornos, pueden dar a las garantías públicas una ventaja clara con respecto a las garantías privadas.

### ¿Garantías privadas o públicas?

En el contexto anterior, la ausencia de costos de monitoreo o de participación permitía a los minoristas confirmar que los tratos de reparto del riesgo que les ofrecía el garante tenían un precio justo y, a la vez, participar en el mercado de riesgo, todo sin costo alguno. A pesar de que los rendimientos que los minoristas obtendrían al comprar eran pequeños, estaban dispuestos a suscribir el garante. Con estos supuestos, los garantes privados deberían emerger naturalmente, siempre y cuando puedan mitigar, a un costo razonable, el problema de monitorear al prestamista mayorista. Por lo tanto, no habría un rol para las garantías públicas. El único rol del Estado consistiría en fortalecer el entorno favorable para los negocios para ayudar a aliviar las fricciones informacionales (o de ejecución) que limitan el reparto del riesgo.

Se puede relajar el supuesto de que los minoristas pueden monitorear al garante sin ningún costo mientras mantienen el supuesto de cero costos de participación. Para que los minoristas confirmen si los garantes les ofrecen un negocio justo, tienen que certificar la calidad del monitoreo de los garantes, lo cual es un esfuerzo caro. Dado que favorece el interés de los propios garantes tener a sus monitores certificados (de otra manera no podrán vender riesgo) y ya que pueden incluir el costo de certificación en el precio de su garantía, los garantes pueden pagar a alguien (por ejemplo, una agencia de calificación) para que lleve a cabo la certificación. Sin embargo, esto añade una capa más a la pirámide de monitoreo ya que los minoristas, a su vez, tienen que estar convencidos de que la agencia de calificación

ha hecho un buen trabajo certificando a los garantes. Si monitorear a la agencia de calificación pudiera hacerse sin costo, se solucionaría el problema. Sin embargo, es poco probable que esto ocurra. Los conflictos de interés potenciales entre emisores de bonos y agencias de calificación que han surgido en el corazón del debate posterior a la crisis sobre las reformas regulatorias son un testimonio de lo difícil que es la solución de este problema. Esto conlleva una implicación crucial, a saber, que es poco probable que los problemas de monitoreo del mercado (es decir, completar la pirámide de monitoreo) normalmente se solucionen sin la provisión de un bien público que asuma la forma de una supervisión oficial de los monitores de mercado. La provisión oficial de información y de supervisión oficial actúan así como las últimas líneas de defensa para ayudar a cerrar la pirámide de monitoreo.

En cualquier caso, el punto clave es que estos problemas de monitoreo no dependen de la naturaleza, pública o privada, de las garantías. En realidad, con una posible advertencia (que se ampliará más abajo), aún cuando los minoristas no tuvieran costos para participar en la suscripción de una garantía, un garante público se enfrentará exactamente a los mismos problemas y límites de monitoreo que un garante privado cuando se trata de convencer a los minoristas de que los prestamistas mayoristas estarán sometidos a una vigilancia adecuada. Por lo tanto, sigue sin estar justificada una garantía pública.

¿Qué ocurre si se relaja este último supuesto simplificador, a saber, la ausencia de costos de participación? Si bien sería socialmente deseable que los minoristas participaran en el mercado de riesgo para repartir eficazmente el riesgo, puede que los minoristas individuales no internalicen esta externalidad de participación positiva. Al contrario, los desincentivos de participación que encuentran los minoristas quizá requieran que el garante incurra en ciertos costos (por ejemplo, en publicidad) con el fin de atraer a los inversores. En un sistema financiero bien desarrollado, el garante no tendría que tratar directamente con los minoristas.

Al contrario, una capa adicional de agentes –los administradores de activos (fondos de inversión, fondos de pensiones, fondos de riesgo y otros similares) – podrían agrupar a los inversores minoristas para el garante, disminuyendo así los costos de participación. Pero en un sistema de financiamiento no desarrollado, los costos de movilizar la participación serán altos, de modo que añadirlos a los costos de certificación del garante podría aumentar los costos totales hasta un punto en que la garantía ya no será viable.

Por lo tanto, lo fundamental es que la capacidad del garante para aliviar la carga del riesgo dependerá en gran medida de cuán desarrollados estén los mercados financieros. En los sistemas financieros maduros, el mercado puede resolver fricciones de participación mediante una tupida red de administradores de activos. En un sistema no desarrollado, estas fricciones siguen sin estar resueltas. Éste es precisamente el punto en que el Estado puede contribuir a completar los mercados, al menos provisionalmente. Dado que un garante estatal no tiene que comercializar su riesgo (porque ya se ha solucionado la distribución mediante el sistema tributario y las políticas públicas), puede efectivamente resolver la falla de acción colectiva.

Las garantías públicas pueden repartir el riesgo mucho más finamente porque pueden hacerlo entre los contribuyentes actualmente vivos y entre las generaciones dentro de una determinada jurisdicción. Sin embargo, debe observarse que, aún en el caso de reparto intergeneracional del riesgo, la ventaja del sector público se deriva una vez más de su capacidad para abordar una fricción de acción colectiva (participación), más que una fricción de ejecución (de agencia). En realidad, intentar describir la incapacidad de los mercados, a lo largo de generaciones, para contratar a partir de una pura perspectiva de ejecución es más bien fútil. Dado que no es posible firmar contratos bilaterales con alguien que no ha nacido, “ejecutar” estos contratos no tiene sentido. Al contrario, el sector público tiene una ventaja debido al reparto intergeneracional de la carga, algo para lo que el sistema político está naturalmente diseñado.<sup>10</sup>

Basándose en las premisas conceptuales recién mencionadas, ahora se pueden enunciar las condiciones bajo las cuales las garantías estatales serán necesarias ya sea para reemplazar o para complementar las garantías privadas ante el riesgo idiosincrático. La conclusión principal es que, allí donde los prestamistas tengan aversión al riesgo, e incluso allí donde los riesgos sean idiosincráticos y, por lo tanto, en principio diversificables, el Estado puede repartir el riesgo más ampliamente que el mercado resolviendo externalidades de participación –es decir, el Estado puede agrupar a los inversores atomistas (o contribuyentes) que de otra manera no participarían en la suscripción de la garantía. Sin embargo, para que las garantías públicas sean deseables, es sumamente importante que su impacto adverso en los incentivos de monitoreo y ejecución sean limitados.

Hay un claro argumento de la industria incipiente a favor de las garantías públicas, en el sentido de que se pueden justificar sobre una base *transitoria* cuando los sistemas financieros son subdesarrollados –y por lo tanto, sufren de altos costos de monitoreo y baja participación– pero sólo en cuanto tengan como objetivo incluir (en lugar de excluir) el sector privado. Además, si el riesgo idiosincrático es de cola gorda, las garantías estatales pueden estar justificadas sobre una base más *permanente*, porque incluso los mercados financieros más desarrollados quizá no sean capaces de alcanzar la escala de participación que sería necesaria para atomizar y distribuir suficientemente el riesgo.<sup>11</sup> Si bien los sistemas más maduros deberían potenciar el alcance de las garantías privadas suavizando las fricciones de agencia (al contribuir a cerrar la pirámide de monitoreo) y las fricciones de acción colectiva (agrupando el riesgo mediante administradores de activos) puede que el reparto del riesgo de cola gorda supere la capacidad de las garantías privadas. Una vez más, las garantías públicas permanentes en los sistemas financieros maduros pueden estar justificadas siempre y cuando no erosionen indebidamente los incentivos de monitoreo de quienes están protegidos por las garantías.

Debe observarse que en todos los casos la capacidad del Estado de repartir el riesgo y, por lo tanto, el razonamiento a favor de las garantías públicas, al final descansa en la ventaja comparativa del Estado para resolver fricciones de acción colectiva (*la justificación tradicional de los bienes del Estado*).<sup>12</sup> Puede que las garantías públicas tengan una ventaja sobre las garantías privadas no porque el Estado pueda resolver mejor las fricciones de agencia sino, al contrario, porque las fricciones de acción colectiva podrían desactivar la capacidad del mercado para resolver esas fricciones de agencia.

### El riesgo sistémico

Finalmente, se considerará el caso en que los riesgos en cuestión son sistémicos, es decir, no son diversificables. De lo tratado en el Capítulo 2 se debe recordar que el riesgo sistémico puede surgir endógenamente en el proceso de desarrollo financiero. Esto es lo que ocurre, por ejemplo, cuando la disminución aparentemente exitosa que el mercado lleva a cabo de las fricciones de agencia y participación puede en sí misma introducir –como resultado de, por ejemplo, la interconectividad– brechas crecientes entre los intereses sociales y privados. El punto clave es que las garantías públicas se pueden justificar permanentemente ante la presencia del riesgo sistémico, incluyendo aquél que se gesta endógenamente en el proceso del propio desarrollo financiero. Sin embargo, en este caso, el razonamiento no se deriva de la necesidad de repartir el riesgo todo lo posible sino de la capacidad del Estado para contribuir a coordinar las acciones de los agentes en torno a un equilibrio eficiente de reparto del riesgo.

El argumento que apoya las garantías estatales bajo riesgo sistémico tiene dos vertientes, dependiendo de si el riesgo sistémico es una manifestación de riesgo sumamente incierto y endógeno o una manifestación de riesgo correlacionado. En el caso de riesgo sumamente incierto y endógeno, esto podría inducir a los agentes a abandonar del todo el marco de maximización de las utilidades

esperadas y elegir, por el contrario, un criterio minimax de tal naturaleza que se minimice su exposición a la máxima pérdida posible. En este caso, el argumento del reparto del riesgo de AL ya no es válido, ya que el costo total de asumir el riesgo sigue siendo el mismo a medida que la población de contribuyentes crece, haciendo que el riesgo sea no diversificable. Sin embargo, las garantías públicas siguen siendo útiles porque contribuyen a resolver fallas de acción colectiva. Cuando todos los agentes minimizan su exposición al peor escenario posible, pueden acabar comportándose de una manera colectivamente irracional porque cada individuo actúa sobre la base de verse afectado más que el promedio. Al eliminar dicho escenario, las garantías públicas funcionan efectivamente como un mecanismo de coordinación, de manera muy parecida a como las garantías sobre los depósitos y los mecanismos de prestamista de última instancia pueden eliminar las corridas bancarias autocumplidas.<sup>13</sup>

Los riesgos correlacionados conducen a una mayor ruptura del criterio AL. Aunque la exposición al riesgo esté atomizada y repartida entre un gran número de inversores, éstos siguen teniendo aversión al riesgo porque se produce una correlación negativa entre los rendimientos de su inversión y sus ingresos y consumo. Dado que esto es válido tanto para un inversor que decide si invertir o no en un esquema de garantía privada, como para un contribuyente que decide si votar a favor de un plan de garantía pública, el Estado no tiene ninguna ventaja de natural aversión al riesgo en este caso. Sin embargo, las garantías públicas aún pueden mejorar las cosas al ayudar a impedir las fallas de acción colectiva que magnifican el impacto de un evento sistémico. Al coordinar la conducta de los agentes en torno a un resultado colectivamente deseable, las garantías públicas contribuyen a disminuir el riesgo de deterioro catastrófico, reduciendo así el consumo privado, lo cual, a su vez, contribuye a disminuir la aversión al riesgo.

La justificación para que el Estado asuma un riesgo financiero siempre se deriva de su capacidad de resolver fricciones de agencia colectiva mejor que los mercados, lo cual, de

hecho, es la justificación habitual para los bienes públicos. Esto sugiere una división natural de tareas, donde los mercados asumen los roles de agencia pero están apoyados por los Estados allí donde los mercados son incapaces de corregir las fallas colectivas. Por lo tanto, los Estados y los mercados deberían complementarse mutuamente de forma natural. Sin embargo, en la práctica, esta clara división del trabajo se complica debido al hecho de que el rol del Estado suele justificarse en la intersección de los paradigmas de agencia y colectivos. Puede que asumir riesgos por parte del Estado sea necesario para lidiar con las fallas de agencia que impiden a los mercados solucionar fricciones colectivas, como en el caso de la banca estatal de primer piso analizada en la segunda Sección o, al revés, lidiar con fallas colectivas que impiden a los mercados solucionar fricciones de agencia, como en el caso del reparto del riesgo analizado en la cuarta Sección, que puede justificar la existencia de la banca estatal de segundo piso y de las garantías del Estado. Dado que es compleja y potencialmente confusa, esta interacción entre fricciones colectivas y de agencia puede haber contribuido a generar las grandes oscilaciones de las políticas observadas en la historia reciente de ALC.

### Las oscilaciones de las políticas en ALC: Una obra en cuatro actos

Si bien la importancia de los bancos públicos en ALC disminuyó notablemente a lo largo de los últimos 40 años, estos siguen siendo relevantes en la región, y equivalen a más del 20% de los activos del sistema bancario. Además, los bancos de desarrollo, un subconjunto de los bancos públicos, siguen siendo el instrumento preferido de los Estados cuando se trata de lograr la inclusión financiera y objetivos crediticios contracíclicos.<sup>14</sup> La historia reciente de ALC en cuanto a las grandes oscilaciones en el rol desarrollista del Estado en el financiamiento puede describirse como una obra en cuatro actos.<sup>15</sup>

*1er Acto: El Estado puede hacerlo mejor.* En ALC el Estado desempeñó un papel

**CUADRO 9.1 Bancos de desarrollo en América Latina y el Caribe. Modalidad operativa de los bancos de desarrollo a principios de 2009**

Modalidad operativa	Modalidad operativa de los bancos de desarrollo a comienzos de 2009			
	No. de bancos de desarrollo	%	Activos	%
Bancos del 1er piso	66	65.3	376,365	43.5
Bancos del 2º piso	23	22.8	237,762	27.5
Bancos del 1º y 2º piso	12	11.9	251,043	29
<b>Total</b>	<b>101</b>	<b>100</b>	<b>865,169</b>	<b>100</b>

Fuente: Base de datos ALIDE. Identifica un total de 101 bancos orientados al desarrollo en 21 países en ALC.

sumamente intervencionista en los años cincuenta, y dominó las políticas de desarrollo financiero hasta mediados o finales de los años setenta. La premisa era que el mercado, abandonado a sus propios mecanismos, sería incapaz de internalizar las externalidades del crecimiento. Por lo tanto, los bancos de desarrollo se convirtieron en el vehículo clave de las políticas para movilizar y asignar recursos financieros allí donde fallaban los mercados, especialmente en el financiamiento a largo plazo, el crédito a las pequeñas y medianas empresas (PyMEs), el financiamiento para la vivienda y los créditos para el sector agrícola. Si bien este razonamiento ponía el énfasis correctamente en la ventaja comparativa del Estado para resolver fricciones de acción colectiva, en la práctica el Estado se vio directamente involucrado en la solución de fricciones de agencia y, en este rol, se convirtió en sustituto (más que en complemento) de los mercados financieros. Por lo tanto, no es ninguna sorpresa que el primer acto acabara mal, con sistemas financieros profundamente atrofiados y bancos públicos mal gestionados que se convirtieron en instrumentos de clientelismo político y aquejados de pérdidas enormes.<sup>16</sup>

2º Acto. *Pensándolo bien, los mercados pueden hacerlo mejor.* Como reacción a estos problemas, la sabiduría convencional sobre el rol desarrollista del Estado en los asuntos financieros sufrió un giro de 180 grados hacia una franca perspectiva de *laissez-faire*. Este viraje, un reflejo de los vientos intelectuales

cambiantes en todo el mundo, se vio drásticamente estimulado en ALC por las crisis de la deuda y las crisis fiscales de los años ochenta.<sup>17</sup> La discusión clave era que, precisamente debido a problemas de agencia, los burócratas nunca pueden ser buenos banqueros y, en realidad, pueden hacer más daño que bien. Además, si cuentan con derechos de propiedad bien definidos, buenas instituciones contractuales e información asequible, los mercados pueden cuidarse solos de la mayoría de las fallas de agencia.<sup>18</sup> Por lo tanto, los esfuerzos del Estado deberían orientarse fundamentalmente a mejorar el entorno favorable para los negocios.<sup>19</sup> Como respuesta, muchos bancos de desarrollo redefinieron sus obligaciones, y se desplazaron del primer piso al segundo piso. Al mismo tiempo, en aras de la igualdad de condiciones, los Estados sometieron a los bancos de desarrollo de primer piso que quedaban a las mismas normas de supervisión prudencial y gobernanza corporativa que rigen en los bancos privados, a la vez que se esforzaba en mejorar su calidad y su independencia administrativas. Sin embargo, esto colocó a los bancos en una difícil situación, que hoy sigue estando en el centro de los desafíos que enfrentan. Por un lado, se ven inevitablemente obligados a desempeñar un mandato de las políticas (implícito o explícito) que, casi por definición, los expone a una clientela de alto riesgo y a menudo limita su capacidad de diversificar riesgos. Por otro lado, los requisitos nuevos y más estrictos para evitar pérdidas los llevan a buscar líneas

de negocio menos arriesgadas y más lucrativas, situándolos así en una vía de potencial colisión con los bancos privados.<sup>20</sup>

*3er Acto. Dejar que los mercados y el Estado colaboren.* Durante el último decenio, muchos bancos de desarrollo en ALC se han alejado del riesgo y se han dedicado a actividades catalíticas no tradicionales cuyo objetivo es resolver fallas de acción colectiva. Estos esfuerzos comenzaron a materializarse en intervenciones innovadoras, donde los bancos de desarrollo combinaban cada vez más actividades cuyo objetivo era solucionar problemas de coordinación con actividades que implicaban absorción de riesgo (especialmente por la vía de garantías del crédito). Este “activismo pro-mercado” analizado con cierto detalle en los casos de Chile y México por de la Torre, Gozzi y Schumukler (2007c), comprendía: (i) la creación de infraestructuras para promover la participación y ayudar a los intermediarios financieros a crear economías de escala y reducir los costos de los servicios financieros;<sup>21</sup> (ii) actividades de inversión de tipo bancario centradas en la coordinación de diversos interesados en torno a proyectos de financiamiento estructurado, y mejora de dichas estructuras con garantías del Estado;<sup>22</sup> (iii) proyectos parciales de garantía de los créditos para promover los préstamos del sector privado a sectores prioritarios.<sup>23</sup>

*4º Acto. Cuando las cosas se ponen difíciles.* Durante la reciente crisis financiera global, el tema de absorción del riesgo por parte de los bancos de desarrollo volvió obligadamente al debate sobre las políticas porque en numerosos países de ALC los bancos de desarrollo llevaban a cabo importantes actividades crediticias contracíclicas cuyo objetivo era sostener el flujo del crédito ante la creciente aversión al riesgo entre los bancos privados. Actualmente impera el fuerte consenso de que estas intervenciones contracíclicas –que al principio comprendía los préstamos de primer y segundo piso, así como las garantías del crédito– fueron, en general, exitosas.<sup>24</sup> Sin embargo, esto ha reabierto temas polémicos que finalmente parecían haberse resuelto. Actualmente, los bancos de desarrollo se preguntan si deberían crecer más incluso en

los buenos tiempos para jugar un rol más relevante en los malos tiempos. Por lo tanto, existe un riesgo de que el péndulo vuelva a oscilar.

## Hacia políticas reequilibradas

El principal mensaje del análisis conceptual en las Secciones 1–5 es que el Estado debería aprovechar sus puntos fuertes –contribuir a resolver fallas de acción colectiva– en lugar de sus debilidades –lidar con fricciones de agencia. Esto implica que el Estado debería intentar complementar (en lugar de sustituir) a los mercados, incluyendo al sector privado, y aprovechar su ventaja comparativa al tratar con problemas de agencia, en lugar de excluirlo.

Eso abre tres vías de análisis. La primera, la menos polémica, comprende las intervenciones de las políticas que apuntan exclusivamente a la solución de fricciones de participación –tanto a lo largo del margen intensivo (los mismos actores comprometidos en más transacciones) como del margen extensivo (la incorporación de nuevos actores)– sin lidiar directamente con el riesgo. La creciente inclusión financiera le facilita a la industria de servicios financieros disminuir costos, ampliar la liquidez del mercado y diversificar el riesgo, y a la sociedad le permite compartir los beneficios que se desprenden de los efectos secundarios positivos asociados con los efectos de escala y de red. Esto justifica los roles catalíticos del Estado descritos en la parte anterior. Pero también puede explicar la creación y la administración por parte de los bancos centrales de sistemas de grandes pagos, la promoción por parte del sector estatal de infraestructuras de compensación, liquidación y comercialización, o la estandarización de los contratos. También puede justificar la participación obligatoria –o gentilmente presionada– como en el caso de las aportaciones a los fondos de pensiones de administración privada o el pago de salarios de los empleados públicos mediante cuentas bancarias que participan en una plataforma compartida, de arquitectura abierta, para los pequeños pagos. Dada la presencia de externalidades

positivas, el Estado también puede hacer uso de subsidios definidos específicamente como parte de estas intervenciones.

La segunda vía también es esencialmente catalítica pero trata directamente con el reparto del riesgo. Los Estados pueden fomentar la participación del sector privado en planes de garantías, como asociaciones de garantía recíproca fundadas por pequeños empresarios locales, o planes de garantías estructurados como sociedades por acciones con participación privada. La experiencia de estos proyectos en todo el mundo ha sido generalmente positiva, en parte porque fomentan la presión entre pares, una forma puramente privada de solucionar las fricciones colectivas. En realidad, hay ciertas pruebas de que estas asociaciones funcionan mejor cuando siguen siendo puramente privadas, dado que esto conserva todos los incentivos para el monitoreo de grupo y limita el riesgo moral.<sup>25</sup>

Sin embargo, puede que la presión entre pares no funcione en todos los casos y en todos los contextos. Por lo tanto, la tercera vía, más polémica y espinosa, tiene que ver con la absorción de riesgo y el reparto del riesgo mediante bancos públicos de segundo piso, ya sea a través de garantías o de préstamos a largo plazo.<sup>26</sup> En cualquier caso, lo que justifica la garantía del Estado, incluso allí donde el riesgo es idiosincrático, es la interacción de la aversión al riesgo, las fricciones de agencia (de monitoreo) y las fricciones de participación. Como se ha señalado, las garantías del Estado pueden ser pasajeras –un instrumento estrictamente desarrollista cuyo fin es facilitar el descubrimiento del riesgo y evitar las fricciones de acción colectiva transicionales– o permanentes (frente a los riesgos de cola gorda). Sin embargo, los programas de garantía de los créditos auspiciados por el Estado no parecen ser, a primera vista, plenamente coherentes con dichos principios fundamentales. Parecen ser permanentes más que transitorios y tienden a fijar su objetivo en riesgos bien definidos, recurrentes y limitados en lugar de riesgos mal entendidos o riesgos de cola allí donde la ventaja comparativa del Estado en la absorción y reparto del riesgo

podría ser mejor explotada. Además, estos programas de garantía se justifican normalmente basándose en información asimétrica, falta de colateral o externalidades, en lugar de aversión al riesgo. ¿Qué explica estas aparentes desconexiones?

La economía política ofrece una explicación. La corrección de problemas de agencia que limitan, por ejemplo, los préstamos a las PyMEs (supuestamente maduras con externalidades sociales positivas) y los préstamos a los hogares de menores ingresos (con presuntos beneficios de capital, cuando no externalidades) en la política de gobierno se vende mejor que corregir problemas de reparto del riesgo y aversión al riesgo diferencial. Además, no es popular que el Estado asuma riesgos de los bancos privados, incluso cuando hacerlo ha sido justamente evaluado, porque aquello huele a rescate. Por otro lado, si el problema es la aversión al riesgo entre los prestamistas privados, ¿dónde debería dibujar la frontera un Estado neutral al riesgo? ¿El sector estatal debería reasegurar o garantizar todos los préstamos productivos en la frontera del riesgo, no sólo el financiamiento a las PYMES? ¿Deberían las garantías públicas aplicarse a todos los préstamos de largo vencimiento, independientemente del tamaño de la empresa? Ampliar la frontera del riesgo en todo el panorama es naturalmente poco apetecible para los políticos en cuanto se les exige responsabilidades. En realidad, a lo largo de los años, los parlamentos en ALC y en muchas otras regiones han limitado estrictamente la absorción de riesgos por parte de los bancos públicos. Además, los gestores de los bancos públicos tienen una aversión natural al riesgo. Protegen su capital porque saben que vivirán y morirán con él.<sup>27</sup> Como ya se ha señalado, los límites que enfrentan los bancos de desarrollo en términos de evitar pérdidas a menudo los lleva a competir con bancos comerciales con el fin de obtener altos rendimientos con bajos riesgos, en lugar de –como indicaría el razonamiento de aversión al riesgo– complementar la actividad privada asegurando la absorción de riesgo en la frontera.

Al contrario, las garantías públicas de las PyMEs o de clientelas seleccionadas, como

aquellas a las que se llega mediante programas de préstamos para viviendas de bajos ingresos o créditos de estudio, parecen apuestas seguras cuando se encuentran al interior de la frontera de riesgo. Parecen pagar por sí mismas (por lo tanto, son fiscalmente seguras) cuando están bien cotizadas y diseñadas.<sup>28</sup> Además, las incipientes investigaciones parecen indicar que las garantías parciales de crédito ofrecidas por los Estados proporcionan al menos alguna adicionalidad.<sup>29</sup> ¿Por qué, entonces, no dedicarse a cosechar los frutos que están más al alcance en lugar de querer la luna? Esta preferencia por programas aparentemente de bajo riesgo y de alto rendimiento político se ha acentuado a lo largo del último decenio o dos en ALC y otras regiones, especialmente en el contexto de un crecimiento mediocre, un alto desempleo estructural y estrictos límites fiscales. Los programas de garantía de préstamos o créditos para aquellos que se ven más afectados por las dificultades económicas han proporcionado una válvula de seguridad conveniente para aliviar parte de la acumulación de la presión política.<sup>30</sup>

Sin embargo, la tendencia de los bancos de desarrollo de no desplazarse demasiado agresivamente hacia la frontera de riesgo no es sólo un reflejo de la economía política. También es un reflejo de legítimas dificultades, especialmente con la valoración adecuada de las garantías. Como se ha señalado, las garantías públicas potencian el bienestar sólo en cuanto y tanto todos los riesgos y las distorsiones de incentivos provocadas por las garantías públicas han sido adecuadamente reconocidas e incorporadas al precio. Pero los riesgos en la frontera no son bien entendidos y pueden distribuirse anormalmente, con colas más gordas. En estas circunstancias, fijar un precio para las garantías se vuelve inherentemente difícil, dado que la estimación de las pérdidas esperadas y el desglose de las primas de riesgo están sujetos a demasiados errores. En realidad, hay casos espeluznantes de grandes fallas y pérdidas en ambiciosos programas de garantías públicas que se habían fijado agresivamente el objetivo de llevar al sector privado a la frontera de riesgo. En

parte, estas fallas son el reflejo de un juicio errado de las pérdidas esperadas.

¿Dónde nos sitúa todo esto? En primer lugar, ha llegado el momento para que los préstamos y programas de garantías del Estado pongan las cartas sobre la mesa en lo que respecta a su razón de ser y a las condiciones mínimas para tener éxito. En lugar de justificar los programas estatales de préstamos y garantías basados en objetivos, como suele ser el caso y con lo cual cuesta tanto estar en desacuerdo, los responsables de las políticas deben centrarse, al contrario, en los *medios alternativos para alcanzar estos objetivos*. Por lo tanto, los programas de absorción de riesgo de parte del Estado deberían justificarse comparando sus costos y beneficios con aquellos de canales alternativos de intervención estatal que no comprenden la absorción de ningún riesgo. Allí donde se juzga que los programas de garantías son adecuados, los objetivos, mandatos y requisitos de reporte y divulgación de dichos programas tienen que ser nuevamente centrados en el fundamento de aversión al riesgo y más estrechamente vinculados con las fricciones de acción colectiva o de agencia con que interactúa la aversión al riesgo. También tienen que explicar por qué el Estado puede lograr aquello que los mercados no pueden. O estos programas son realmente autosostenibles, y entonces deberían eventualmente ser cedidos al sector privado, o hay riesgos ocultos (de cola gorda o sistémicos) que los mercados libres no pueden manejar bien y que deben ser explícitamente reconocidos y explicados. Si esto no se lleva a cabo correctamente, es probable que las garantías públicas acaben subsidiando riesgos, lo cual está condenado a distorsionar los incentivos y a desatar desagradables sorpresas fiscales (así como agitación política) una vez que se materialicen los problemas (la reciente experiencia de Estados Unidos en la crisis de las hipotecas *subprimes* es, desde luego, la prueba más patente).

Por lo tanto, no es suficiente que los programas de garantías públicas cubran los gastos en los tiempos buenos. Si están bien fijados sus precios, deberían acumular reservas en los tiempos buenos contra pérdidas potenciales

en los tiempos malos. Para el riesgo de cola, esto implica cobrar por el valor esperado total de las pérdidas de cola. Un posible enfoque para facilitar el descubrimiento del riesgo consiste en subastar las garantías según su cobertura o precio.<sup>31</sup> Al fijar volúmenes en lugar de precios, los garantes se pueden proteger mejor del riesgo de fijaciones erróneas del precio. Al mismo tiempo, los volúmenes se pueden ajustar para cumplir con objetivos contracíclicos. Se pueden aumentar durante deterioros sistémicos cuando es más probable que los saltos ascendentes de la aversión al riesgo privada desaten fallas de coordinación, y se pueden reducir en momentos de repunte, cuando el apetito de riesgo puede aumentar y alimentar una expansión excesiva del crédito. Para evitar una competencia mano a mano con el sector privado en la oferta de seguros primarios, el sector público debería preferir ofrecer su apoyo a través de reaseguros con objetivos bien definidos contra los riesgos de cola.

A medida que maduran los sistemas financieros (y, por lo tanto, hay más información para evaluar y otorgar un precio al riesgo) los objetivos de los programas de préstamos y garantías estatales pueden ser mejor definidos. Por ejemplo, cuando se cuenta con métodos de puntuación del riesgo, las garantías estatales justamente preciadadas pueden destinarse específicamente a situarse en o justo fuera de la frontera de riesgo con el fin de asegurar que el financiamiento llegue a los clientes y proyectos que son demasiado riesgosos para recibir préstamos sin garantías de las instituciones privadas. Cuando los bancos públicos de primer piso extienden los préstamos directamente, asegurarse de que las tasas de interés de los préstamos sean superiores a las tasas del mercado puede contribuir a asegurar que la absorción del riesgo público no excluye la absorción del riesgo privado.<sup>32</sup>

Cuanto más se pretenda alejarse de la frontera del riesgo privado, más necesario es tener cautela. Sin embargo, asumir riesgos puede estar limitado y la gobernanza estatal puede estar protegida de diversas maneras. Por ejemplo, el capital destinado a seguros específicos o a la absorción de riesgo contracíclico

puede ayudar a los bancos públicos a asumir más riesgos de una manera responsable y limitada, a la vez que protege el capital para que no se agote. Como alternativa, para hacer coincidir los incentivos, los bancos públicos pueden asumir una parte limitada del riesgo, y el resto puede ser cubierto por el Estado mediante un capital ya adjudicado o por otros medios. Las asociaciones público-privadas en las que el Estado asume la mayor parte (pero no todo) del riesgo a un precio justo pueden contribuir a facilitar el descubrimiento del precio y del riesgo. Una mejor transparencia, mejores cálculos del riesgo y el rendimiento, y balances más sofisticados (por ejemplo, mediante evaluaciones recurrentes por parte de unidades de evaluación independientes o revisiones ocasionales más estratégicas mediante comités de alto nivel) también deberían contribuir a fortalecer la gobernanza de los bancos públicos o de otras entidades públicas que participan en actividades de más alto riesgo.

Como ya se ha señalado, puede que también haya casos en que, con el fin de internalizar externalidades, los Estados estén mejor situados tratando directamente con los prestatarios a través de un banco estatal de primer piso (es decir, convirtiéndose en agentes) que a través de garantías ofrecidas por un banco estatal de segundo piso. En particular, se ha sostenido que, en los momentos adversos las garantías parciales pueden no ser suficientes para superar la mayor aversión al riesgo de los banqueros. Por lo tanto, a menos que los Estados estén dispuestos a asumir la mayor parte o todo el riesgo, lo cual podría ocasionarles pérdidas inaceptablemente altas, los programas de garantías quizá no puedan proporcionar un instrumento contracíclico eficaz. Al contrario, según el argumento, la banca estatal de primer piso proporciona el único canal fiable para aumentar los préstamos de una manera razonablemente segura, es decir, “cuando las cosas se ponen difíciles, sólo siguen los bancos públicos.” Por razonable que suene este argumento, también se puede invertir. Cuanto más compitan mano a mano los bancos públicos con los bancos privados, es menos probable que

los prestamistas privados compartan información con un garante estatal. Por lo tanto, un sector estatal que no compite, un sector que complementa pero no sustituya, en realidad puede estar en mejores condiciones para mantener un acceso abierto a la información privada que necesita para monitorear los bancos y ampliar la cobertura de las garantías durante los momentos malos de una manera fiscalmente responsable.

Una importante pregunta final es si los bancos públicos deberían ser supervisados como los bancos privados. En el caso de los bancos públicos de primer piso, la respuesta es sin duda sí. Ya que los bancos públicos y privados compiten por el mismo negocio (por lo menos hasta cierto punto son potenciales sustitutos) deberían estar regulados y supervisados exactamente de la misma manera que los bancos privados. Para los bancos públicos de segundo piso, no obstante, la respuesta no es tan clara. Dado que dichos bancos están en el negocio de asegurar contra riesgos de cola, el margen de tolerancia utilizado para estimar su capital de acuerdo a un criterio de valor en riesgo, tendrá que ser menos estricto que el que se aplica a los bancos privados. Al mismo tiempo, el énfasis en riesgos de frontera inciertos requiere un tipo diferente de supervisión. Debería contar con evaluaciones holísticas de alto nivel de grupos de expertos que pesen los costos y beneficios para el conjunto de la economía de los programas en que participa el banco estatal, más que en reglas preestablecidas aplicables a todos cuyo fin es asegurar la estabilidad financiera.

## Notas

1. Este Capítulo se basa en gran medida en el documento "Risk-Absorption by the State. When is it Good Public Policy?", de Deniz Anginer, Augusto de la Torre y Alain Ize, que forma parte del volumen editado que acompaña este Informe Insignia sobre ALC.
2. Los bancos públicos de primer piso son aquellos que llevan a cabo sus operaciones directamente con sus clientes finales; al contrario, los bancos públicos de segundo piso llevan a cabo sus operaciones a través de bancos comerciales.
3. Este Capítulo presenta los argumentos informalmente. Una discusión más formal se puede encontrar en Anginer, de la Torre e Ize (2011).
4. De la misma manera, puede producirse un exceso de préstamos: Cuando los proyectos que serían igualmente rentables si tuvieran éxito tienen diferentes probabilidades de éxito, los bajos tipos de interés pueden inducir a prestatarios con bajas probabilidades de éxito a pedir prestado, aunque sus rendimientos esperados son inferiores a la tasa de rentabilidad social. Ver De Mezza y Webb (1987; 1999) y Beck y de la Torre (2006).
5. Se debe observar, no obstante, que los bancos multilaterales de desarrollo (BMD) que prestan al sector público para financiar proyectos de inversión pueden disfrutar de ventajas informacionales en relación con los prestamistas privados, como, por ejemplo, saber más que los prestamistas privados acerca de los procesos y procedimientos públicos. Esto podría justificar las garantías de los BMD incluso en un mundo caracterizado por fallas de agencia puras sin aversión al riesgo.
6. Ver, por ejemplo, Raith, Staak y Starke (2006), Penner y Silber (1973) y Lombra y Wasylenko (1948).
7. Ver Stiglitz, Vallejo y Park (1993), Calomiris y Himmelberg (1994) y Bhattacharya (1997).
8. El argumento de que el Estado puede ser capaz de ofrecer incentivos a los prestamistas públicos más fácilmente que a los privados concuerda con el resultado de Holmstrom y Milgrom (1991) según el cual el aumento de los incentivos a lo largo de una dimensión de desempeño mensurable (costos o rentabilidad) disminuye los incentivos a lo largo de dimensiones no mensurables. Para una discusión de este estilo más acabada sobre el rol de los bancos públicos de primer piso, ver también BID (2005).
9. Ver Huang y Ratnovsky (2011) para una interesante extensión del modelo Calomiris-Khan que cuestiona la propuesta de que los inversores mayoristas disciplinan eficazmente al banco (o empresario) al que prestan.
10. Las fricciones de ejecución (el otro tipo importante de fricciones de agencia) también pueden contribuir a justificar la necesidad de garantías públicas pero, como sucede con las fricciones informacionales, esto no sucede porque el Estado tenga una ventaja natural para velar por la ejecución de los contratos. Como ya se señaló en la segunda Sección, no

- hay una razón creíble de por qué las fallas de ejecución se pueden resolver a través de la capacidad incuestionable del Estado para cobrar impuestos, pero no a través de contratos privados bien elaborados y un sistema judicial que funcione adecuadamente. Al contrario, puede que el Estado tenga una ventaja porque es probable que una ejecución cara del contrato requiera compartir los costos, lo cual una vez más se enfrenta a un problema de acción colectiva. A su vez, los impuestos no deberían verse (como en Klein 1996) como un mecanismo para obligar a compartir riesgos a los contribuyentes poco dispuestos, sino como un mecanismo de coordinación incorporado y sencillo que facilita la participación de todos.
11. En principio, el argumento AL sigue vigente: sin importar lo discontinuo del riesgo, todavía puede ser distribuido atomísticamente, siempre y cuando haya suficientes minoristas entre los cuales repartir el riesgo. Según AL, el número de minoristas puede llegar hasta el infinito. Sin embargo, en la práctica, hay una importante diferencia entre un gran número y un número infinito. Además, y más importante, las fricciones de participación limitan la profundidad del mercado incluso en sistemas financieros bien desarrollados. Por lo tanto, el número de minoristas con quienes se puede repartir el riesgo, aunque sea alto, puede que no sea suficiente. Es por eso que puede que haya un punto en que se necesite una garantía pública permanente, incluso en sistemas maduros, para limitar el riesgo asociado con rendimientos impredecibles o cuando hay alguna probabilidad, aunque sea muy pequeña, de pérdidas muy grandes. Es probable que la incertidumbre knightiana – cuando los responsables de las decisiones no pueden determinar las probabilidades de los acontecimientos (ver Epstein, 1999) – tenga un efecto similar a las colas gordas. Cuanto más incierto el riesgo, más finamente tiene que ser distribuido, lo cual, en principio, es un argumento a favor de las garantías públicas.
  12. Puede que haya algunas excepciones en que el sector público también puede tener una auténtica ventaja al tratar con fricciones de agencia. Por ejemplo, los prestamistas y empresarios pueden tratar unos con otros sobre la base de información reservada y préstamos relacionales. Los garantes privados tienen que tener acceso a esta información para comprender los riesgos. Sin embargo (al menos una de), las partes involucradas en estos tratos privados pueden ser reacias a compartir la información porque podrían perder ingresos exclusivos si la información se filtra. En este caso, el garante público con acceso preferencial a la información privada puede disminuir sus costos de monitoreo, adquiriendo así una ventaja. Sin embargo, se debe observar que se esperaría que esas ventajas desaparecieran a medida que los sistemas financieros maduran y la información se vuelve cada vez más pública.
  13. Ver Diamond y Dybvig (1983) y las más recientes contribuciones de Caballero y Krishnamurthy (2008) y Caballero y Kurlat (2009) sobre el rol de las garantías públicas en condiciones de incertidumbre. En términos más generales, también se podría sostener que el Estado podría comportarse colectivamente de una manera más racional que los individuos cuando éstos se ven sometidos a sesgos comportamentales sistemáticos.
  14. La Asociación Latinoamericana de Instituciones Financieras para el Desarrollo (ALIDE) identifica un total de 101 bancos orientados al desarrollo en 21 países en ALC, en 2009 (ver Cuadro 9.1).
  15. Para una discusión más detallada sobre la evolución de las visiones del rol del Estado en el desarrollo financiero, ver de la Torre, Gozzi y Schmukler (2006, 2007c). Para la correspondiente evolución de los paradigmas más amplios de desarrollo económico en ALC, ver Birdsall, de la Torre y Valencia (2010).
  16. Los estudios empíricos han tenido la tendencia a descubrir que los bancos públicos han hecho más daño que bien (ver Barth, Caprio y Levine 2011; Caprio y Honohan 2011; BID 2005; y La Porta, Lopez-de-Silanes, y Shleifer 2002). En particular, estos estudios concluyen que la mayor participación estatal en la propiedad del banco está asociada con niveles más bajos de desarrollo financiero, menos crédito al sector privado, mayores márgenes de intermediación, mayor concentración del crédito, crecimiento económico más lento y pérdidas fiscales recurrentes. Sin embargo, BID (2005) concluye que los bancos públicos tienden a jugar un rol crediticio contracíclico. Para pruebas sobre la historia de las pérdidas recurrentes de bancos públicos en Brasil, ver Micco y Panizza (2005) y para México, ver Brizzi (2001). Goldsmith (1969), Mckinnon (1973) y Shaw (1973) fueron los

- primeros en sostener que el dirigismo en el sector financiero conduce a “represión financiera.” Diversos estudios sobre diferentes países intentan medir el impacto de la represión financiera (según medida por las tasas de interés reales o una variante de ellos) en el crecimiento (ver, por ejemplo, Easterly 1993; Lanyi y Saracoglu 1983; Roubini y Sala-i-Martin 1992; y Banco Mundial 1989).
17. La perspectiva de *laissez-faire* también era coherente con la aplicación en ALC de reformas al estilo del Consenso de Washington durante los años noventa (ver Birdsall, de la Torre y Valencia; 2010).
  18. Ver Caprio y Honohan (2001); Klapper y Zaidi (2005); Rajan y Zingales (2001); Banco Mundial (2005).
  19. Este viraje paradigmático también pone de relieve la liberalización financiera como un medio para alcanzar la eficiencia. Por lo tanto, hacia finales de los años noventa, América Latina alcanzó niveles de liberalización comparables a los del mundo desarrollado. Ver de la Torre y Schmukler (2007).
  20. En muchos casos, la tensión resultante era exacerbada por la erosión de la ventaja del costo de los fondos que los bancos de propiedad estatal solían tener, lo cual refleja la globalización financiera y la creciente disponibilidad de fondos.
  21. Las intervenciones analizadas allí incluyen las siguientes: primero, el caso de la plataforma comercial basada en Internet para facturar servicios creados por el banco de desarrollo mexicano NAFIN; en esta plataforma, las PYMES pueden descontar competitivamente las demandas de cuentas por cobrar que tienen contra los compradores grandes; segundo, la plataforma electrónica creada por BANSEFI, otro banco de desarrollo mexicano, para ayudar a las pequeñas instituciones de ahorro y préstamos (las llamadas “cajas”) a disminuir sus costos operativos centralizando las operaciones bancarias de administración interna; tercero, la experiencia con la banca correspondiente en Brasil, donde Correos, una infraestructura pública no financiera con una gran cobertura geográfica, fue puesta a disposición de los intermediarios financieros para la distribución de ciertos servicios financieros.
  22. Las intervenciones específicas analizadas en este sentido incluyen productos de financiamiento estructurados creados por FIRA, un banco de desarrollo mexicano orientado a la agricultura. En uno de estos proyectos, FIRA creó una estructura que asegura la provisión de financiamiento de capital de trabajo para los productores de langostinos, que requirieron la participación coordinada —mediante un fondo fideicomiso— de, además de los productores de langostinos, el gran distribuidor (internacional) de langostinos, bancos comerciales y proveedores de langostinos. FIRA mejoró la estructura ofreciendo garantías de impago de segunda pérdida a los bancos comerciales.
  23. Las intervenciones analizadas en este ámbito incluyen el sistema de garantías FOGAPE en Chile, financiado por el Estado y administrado por el Banco del Estado, un banco estatal que apoya los préstamos a pequeñas empresas.
  24. Ver, por ejemplo, ALIDE (2009).
  25. Sobre la experiencia de las asociaciones de garantía recíproca en Europa, ver Columba, Gambacorta y Mistrulli (2009). El Líbano ofrece un ejemplo interesante de un plan de garantía aparentemente exitoso y rentable estructurado como una compañía.
  26. Un compromiso financiero a largo plazo se puede ver como una garantía financiera (responsabilidad) que ofrece protección contra el riesgo de liquidez y la volatilidad de los precios, en lugar de incumplimiento crediticio. Por lo tanto, en lugar de que el banco de desarrollo financie al banco comercial, una solución equivalente sería que el banco de desarrollo ofreciera *swaps* y mecanismos de prestamista de última instancia.
  27. Los bancos de desarrollo en México, por ejemplo, están regulados y supervisados como los bancos comerciales y la ley les exige conservar el valor real de su capital.
  28. Ver Honohan (2008) y Beck, Klapper y Mendoza (2010).
  29. Ver Larrain y Quiroz (2006), Haines, Madill y Riding (2007), y Arvai, Rocha y Saadani (2011).
  30. Ver Rajan (2010).
  31. Éste es el enfoque seguido en Chile por FOGAPE. Ver Benavente, Galetovic y Sanhueza (2006) y de la Torre, Gozzi y Schmukler (2007c).
  32. Algunos programas de préstamos y garantías de los bancos de desarrollo en países de altos ingresos están estructurados de esta manera. El programa de garantía de préstamos de pequeñas empresas del Business Development Bank Canada (BDC) es, quizá, un muy buen ejemplo. Ver Rudolph (2009).



# La supervisión prudencial: ¿Dónde se sitúa ALC?

10

**A**LC ha atravesado la crisis financiera global bastante bien, en parte debido al progreso alcanzado en la supervisión prudencial a lo largo de los últimos dos decenios. Este progreso se produjo a lo largo de la turbulenta historia macrofinanciera de ALC, que puso en juego esfuerzos sustanciales para revisar y reforzar su supervisión financiera. Resulta algo paradójico que esto estuviera ocurriendo justo cuando los reguladores financieros en muchos países desarrollados se empeñaban en relajar la intermediación a través de regímenes más favorables al mercado con amortiguadores menos costosos. Los esfuerzos en ALC estaban a menudo impulsados por frecuentes evaluaciones de las normas internacionales, en especial los Principios Básicos para una Supervisión Bancaria Eficaz del Comité de Basilea (BCP). En este Capítulo, primero se revisa este progreso y se identifican algunas de las brechas que aún existen.<sup>1</sup> Después, se establece el contexto para abordar (en los siguientes tres Capítulos de este informe) los retos de la supervisión sistémica, temas que fueron en su mayoría ignorados por las normas regulatorias redactadas antes de la crisis financiera global, pero para los cuales ALC debe prepararse. Las principales conclusiones son las siguientes:

- Se ha alcanzado un importante progreso en los países de ALC en todos los principales aspectos de la supervisión bancaria, según quedan definidos por las normas de Basilea antes de la crisis, lo cual incluye los marcos institucionales, de contabilidad y de reporte, diversos aspectos de la regulación (entrada, adecuación del capital, riesgo de crédito y otros riesgos) y los principales componentes de la supervisión (métodos, controles internos y supervisión consolidada y transfronteriza).
- Sin embargo, el progreso ha sido desigual y quedan brechas importantes, tanto en las subregiones como entre los temas.
- Los países ALC6 (el grupo ALC7 menos Argentina, para la cual todavía no se había terminado la evaluación BCP en el momento de la redacción de este documento) generalmente superaron el desempeño de sus grupos de pares; los países de ALC más pequeños y de menores ingresos, generalmente tuvieron resultados inferiores; los países del Caribe se encuentran en algún punto intermedio.
- Hay dos temas de índole legal – la independencia de los supervisores bancarios y su protección legal– que merecen especial atención en numerosos países de ALC.

- La regulación de la adecuación del capital es desigual, más de la mitad de los países de ALC no cumplen plenamente las normas de Basilea I, y sólo se ha logrado un progreso limitado en el cumplimiento de Basilea II.
- La supervisión bancaria presenta un retraso fuera de los países ALC6, lo que demuestra que la buena implementación suele ser el componente de la supervisión más difícil de lograr.
- Los problemas de supervisión consolidada (tanto entre los miembros del mismo grupo financiero como entre países) siguen pendientes como una amenaza. A pesar de que ALC no está rezagada con respecto a sus pares (son temas verdaderamente complejos), la combinación de la concentración nacional de la propiedad y la propiedad extranjera de los conglomerados financieros convierte a este problema en algo especialmente crítico para la región.
- Si bien el progreso conseguido en la supervisión tradicional contribuirá a sentar las bases para abordar los nuevos desafíos de la supervisión sistémica, ALC (en realidad, como todos los demás) se enfrenta a un programa de reformas difícil y complejo, con poco tiempo disponible a medida que los riesgos aumentan rápidamente.
- Dicho esto, el turbulento pasado de ALC (que ha llevado a amortiguadores prudenciales relativamente grandes, si se compara a nivel internacional), una mayor voluntad de las instituciones para escuchar a sus supervisores, y una experiencia práctica con instrumentos macroprudenciales sencillos y con la gestión del riesgo sistémico, han dado a ALC un impulso que la región debería explotar al máximo.
- Si bien este análisis está respaldado por una diversidad de fuentes y evaluaciones (no sólo de BCP), es evidente que hay que formular algunas advertencias, sobre todo porque muchas valoraciones subyacentes de BCP se han vuelto anticuadas.

El resto de este Capítulo se estructura de la siguiente manera. La primera Sección describe la batería de fuentes y métodos

utilizados para esta evaluación. La segunda Sección revisa el progreso y las brechas en la supervisión tradicional (es decir, antes de la crisis financiera global). La tercera Sección describe brevemente los retos para el futuro y los posibles obstáculos para desarrollar una capacidad de supervisión sistémica.

## Metodología

El análisis en este Capítulo se basa en evidencias cuantitativas y cualitativas. Por el lado cuantitativo, el análisis se mueve a lo largo de dos dimensiones. Por un lado, se comparan las calificaciones obtenidas por los países de ALC en sus evaluaciones BCP.<sup>2</sup> ALC se divide en tres subregiones (ALC6, el Caribe y otros países) y las 29 calificaciones BCP en cada evaluación están agrupadas en diez áreas básicas de supervisión. Esto proporciona una imagen de la eficacia relativa de la supervisión, cuando se compara simplemente *entre áreas*.

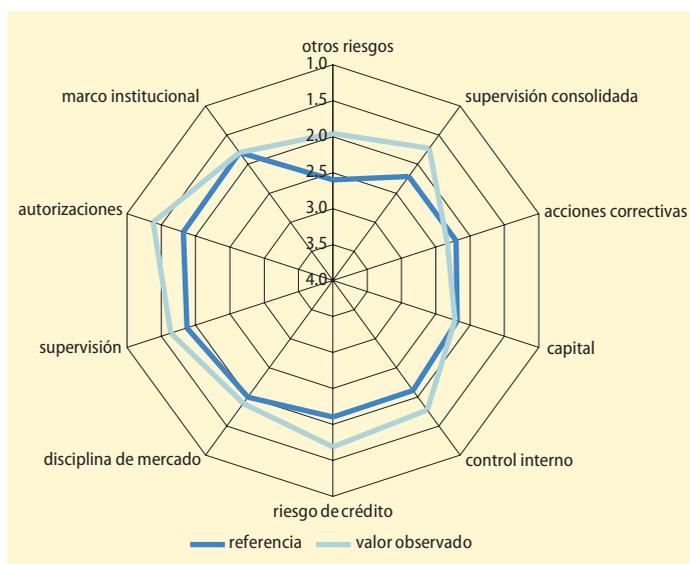
Por otro lado, se lleva a cabo un análisis econométrico para establecer referencias para las tres subregiones *en todo el mundo*, utilizando la muestra completa de 149 evaluaciones BCP que se ha llevado a cabo hasta la fecha (se muestra los resultados sintetizados por subregión en el Cuadro 10.1 y en los Gráficos 10.1, 10.2 y 10.3; la metodología se explica en el Apéndice 10.A). Este análisis de las calificaciones de BCP se completa con un análisis econométrico de las respuestas a un estudio de supervisores del Banco Mundial que cubre un amplio espectro de prácticas de supervisión (Apéndice 10.B). En ambos casos, se introducen controles de desarrollo económico (es decir, para el PIB per cápita, un determinante subyacente clave de la calidad de la supervisión). Por lo tanto, la pregunta básica que este ejercicio intenta responder es qué desempeños han tenido las tres subregiones de ALC en relación con sus pares en niveles similares de desarrollo económico. Se puede esperar que quizá las subregiones no tengan tan buena calificación en algunos aspectos en términos absolutos, ya que se trata de problemas difíciles para todos. Sin embargo, en otros aspectos puede

**CUADRO 10.1 Análisis econométrico de Calificaciones BCP**

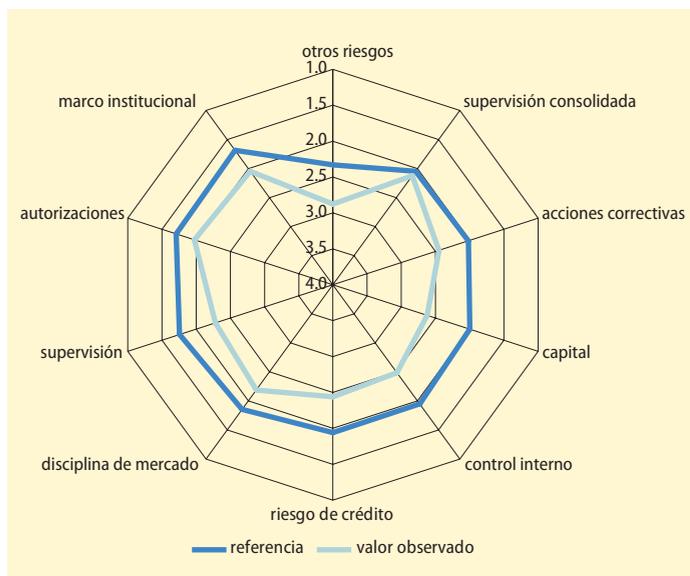
	Marco institucional	Autorizaciones	Capital	Riesgo del crédito	Otros riesgos	Control interno	Supervisión	Disciplina de mercado	Medidas correctivas	Supervisión Consolidada
ALC-6	-0.397 (0.814)	-5.838*** (0.000)	1.702 (0.431)	-4.067* (0.081)	-5.988* (0.085)	-3.999 (0.376)	-1.781 (0.426)	0.523 (0.762)	1.339 (0.546)	-5.459** (0.020)
ALC-6 - Actualización	1.810 (0.662)	5.009*** (0.001)	-6.006 (0.112)	-1.619 (0.530)	-4.543 (0.222)	1.744 (0.749)	-3.396 (0.173)	-7.625*** (0.006)	0.198 (0.940)	0.303 (0.915)
Caribe	2.516 (0.292)	1.833 (0.179)	7.061** (0.042)	3.450 (0.192)	3.627 (0.243)	-0.271 (0.949)	4.133** (0.044)	1.208 (0.615)	-1.316 (0.456)	5.640 (0.164)
Caribe - Actualización	4.057 (0.162)	1.405 (0.473)	0.528 (0.896)	2.371 (0.511)	0.146 (0.967)	4.188 (0.564)	1.205 (0.620)	1.804 (0.583)	3.932 (0.154)	1.438 (0.763)
Resto de ALC	3.911* (0.099)	3.788* (0.084)	3.778* (0.060)	1.634 (0.406)	3.771* (0.085)	3.200* (0.052)	4.989*** (0.005)	2.006 (0.309)	3.168 (0.171)	4.665 (0.108)
Resto de ALC- Actualización	-2.680 (0.325)	1.976 (0.591)	0.401 (0.905)	3.652 (0.205)	2.384 (0.448)	0.423 (0.891)	-0.940 (0.739)	5.084 (0.138)	-3.910 (0.139)	-4.138 (0.297)
Observaciones	144	150	150	150	135	150	150	150	149	112

Fuente: Heysen y Auqui (2011).

Los países ALC-6 son Brasil, Colombia, Chile, México, Perú y Uruguay. Valor-p robusto entre paréntesis, \*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1.

**GRÁFICO 10.1 Evaluaciones BCP – ALC-6**

Fuente: Cálculos del autor basados en datos del FSAP del Banco Mundial y el FMI.

**GRÁFICO 10.2 Evaluaciones BCP – Caribe**

Fuente: Cálculos del autor basados en datos del FSAP del Banco Mundial y el FMI.

que las subregiones de ALC no sólo tengan malos resultados en términos absolutos sino también puede que estén rezagadas con respecto a sus pares. Estos aspectos requieren claramente más atención.

Las evaluaciones revelan debilidades que son (o eran) comunes a muchos países de ALC. Sin embargo, existen grandes disparidades tanto en cuestiones de principios como entre países. En lo que se refiere a los principios, es más fácil cumplir con unos que con otros, y los principios más difíciles son cumplidos (totalmente o en gran parte) por sólo alrededor del 30% de países (Gráfico 10.4a). En lo que se refiere a los países, los tres primeros países de ALC casi cumplen totalmente en relación con su calificación promedio, mientras que los tres últimos se encuentran en un nivel promedio muy cerca de no cumplir materialmente (Gráfico 10.4b). No resulta sorprendente que haya habido importantes mejoras en el cumplimiento a lo largo del tiempo en casi todos los casos, ya que muchos países de ALC han utilizado los resultados de estas evaluaciones para programar e implementar sus programas de reforma (Gráfico 10.5).

Al mismo tiempo, hay una considerable variación entre países dependiendo de su nivel de desarrollo económico, tanto a nivel mundial como en la región. El coeficiente del PIB per cápita siempre es positivo y significativo, lo cual demuestra que la supervisión prudencial es un proceso de aprendizaje progresivo y colectivo que avanza con el desarrollo económico general. Además, las regresiones también controlan las no linealidades introduciendo el cuadrado del PIB per cápita. En este caso, la importancia del coeficiente varía significativamente en todos los principios. Esto es un reflejo del hecho de que algunos principios o son menos relevantes para sistemas financieros más sencillos (y por lo tanto, no son una verdadera fuente de preocupación para estos países) o sencillamente son más difíciles de cumplir (y por lo tanto, todavía son una fuente de preocupación, aunque relativamente comprensible). Así, el coeficiente de regresión correspondiente se puede utilizar para puntuar y clasificar los principios por orden de complejidad (Gráfico 10.6).

Es necesario formular ciertas importantes advertencias. En lo que se refiere a las normas y códigos, sólo se estudian los BCPs y no los otros ROSCs (por ejemplo, las normas para

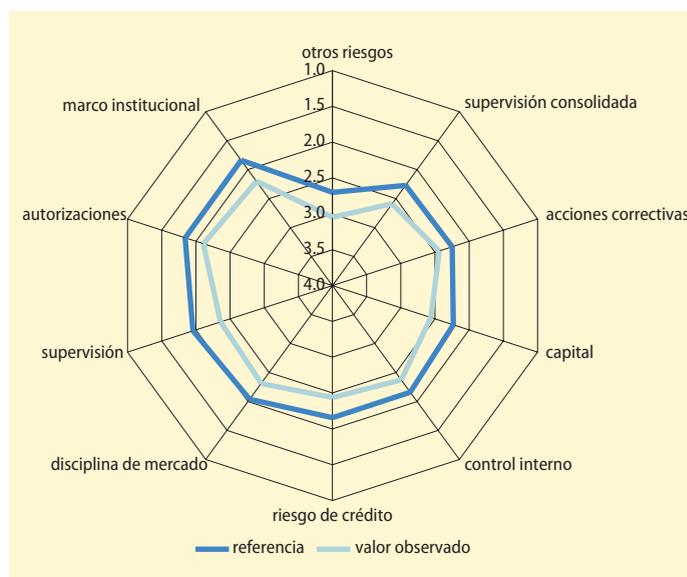
los seguros, los mercados de capital, la auditoría y contabilidad, los derechos del acreedor y los sistemas de insolvencia, etc.), para lo cual es más difícil una comparación entre países que sea significativa debido al número mucho más limitado de observaciones. En segundo lugar, las pruebas de BCP son claramente limitadas en su alcance y deben ser interpretadas con cautela, dado que los estilos y criterios de evaluación no eran necesariamente del todo uniformes en todas las regiones. En tercer lugar, muchas evaluaciones datan de hace unos años y, por lo tanto, no reflejan los avances más recientes que los países pueden haber logrado. Muchas advertencias similares también valen para el estudio de supervisión del Banco Mundial, que también está algo anticuado y donde algunas preguntas pueden ser malinterpretadas; por lo tanto, los resultados pueden estar sujetos a impugnación.

Sea como sea, las pruebas econométricas son valiosas en tanto identifican áreas donde se justificaría una segunda mirada. Estas pruebas cuantitativas se complementan con una revisión más cualitativa, basada en opiniones de un experto, de las principales reformas de supervisión recientemente introducidas, así como con una evaluación de los problemas más importantes que quedan pendientes.<sup>3</sup> Además, el Capítulo utiliza los resultados de un estudio reciente sobre la supervisión sistémica, realizado conjuntamente por el Banco Mundial y la Asociación de Supervisores de Bancos de las Américas (ASBA) (Apéndice 10.C).<sup>4</sup>

### La brecha del progreso y otras brechas

A primera vista, los Gráficos 10.1, 10.2 y 10.3 señalan diferencias muy grandes en el cumplimiento general de los principios BCP en las tres subregiones de ALC, incluso después de medir según diferentes niveles de desarrollo económico. ALC6 generalmente tiene un desempeño superior, mientras las otras subregiones tienen un desempeño inferior, y los otros países de ALC aún más que los del Caribe. Esto señala que todavía

GRÁFICO 10.3 Evaluaciones BCP – Resto de ALC



Fuente: Cálculos del autor basados en datos del FSAP del Banco Mundial y el FMI.

queda mucho trabajo por delante para mejorar la supervisión bancaria en los países de menores ingresos. Además, hay muchas áreas donde las diferencias entre los países son muy grandes, lo cual da como resultado bajos niveles de importancia para los coeficientes subyacentes (Cuadro 10.1). Por lo tanto, se justifica un análisis más detallado, grupo por grupo.

Tres grupos de principios (*marco institucional, autorizaciones y disciplina de mercado*) muestran patrones más bien similares. Si bien las puntuaciones absolutas no son perfectas, son relativamente altas y, exceptuando los países que no pertenecen a ALC6, la región normalmente va bien encaminada con respecto a sus pares. Esto señala que las condiciones subyacentes básicas para que una supervisión funcione (objetivos y responsabilidades claras, independencia, poderes legales, requisitos de acceso y adquisición eficaces y transparencia y divulgación básicas – incluyendo buenas prácticas de contabilidad y auditoría) se han introducido en gran parte, aunque con algunas variantes entre las subregiones. En términos generales, son buenas noticias. Sin embargo, también hay

**GRÁFICO 10.4 Cumplimiento Principios BCP de los países ALC**

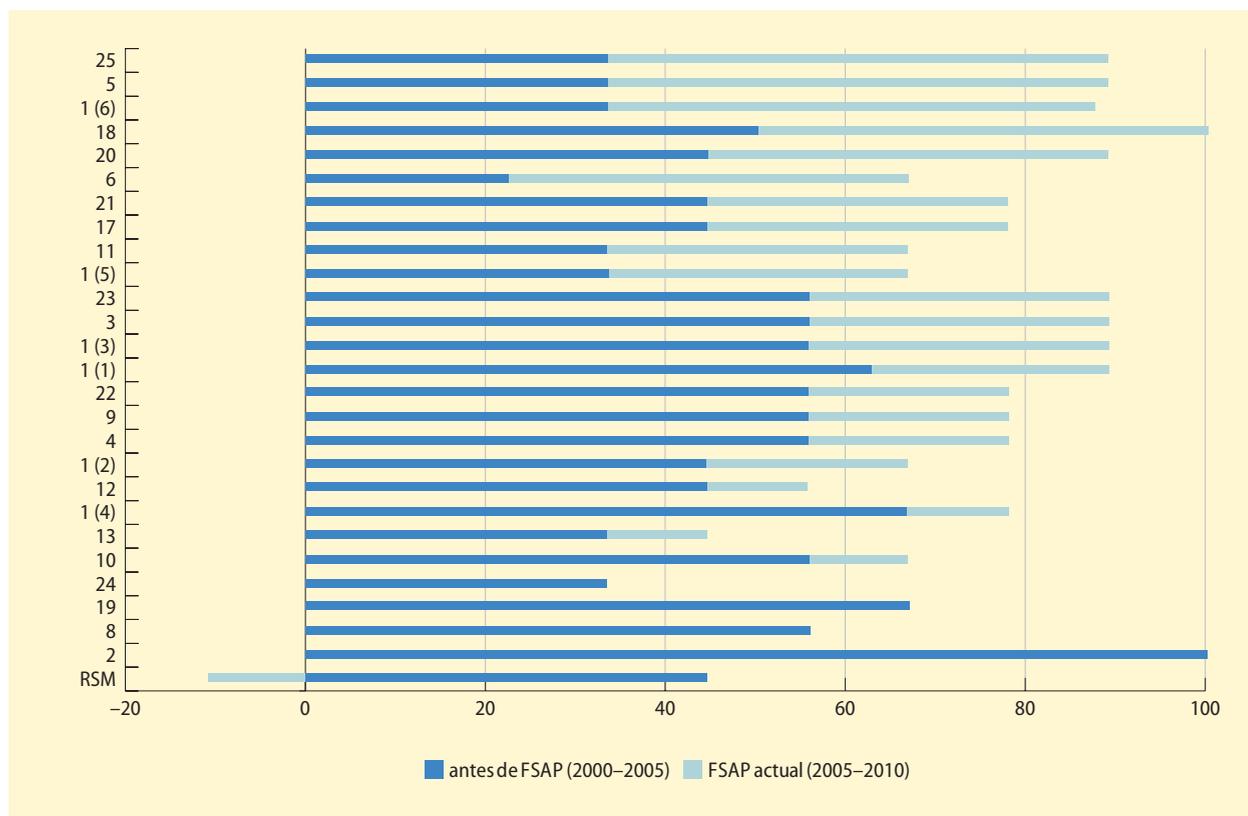


Fuente: Cálculos del autor basados en datos del FSAP del Banco Mundial y FMI. El gráfico recoge las últimas evaluaciones del cumplimiento de BCP para cada país en el contexto de un FSAP. La lista de principios fundamentales corresponde a la metodología de 2006. Las evaluaciones realizadas bajo la metodología BCP original de 1999 BCP han sido incluidas en la lista de principios fundamentales de la metodología revisada de 2006. El término bcprMS comprende cuatro principios fundamentales asociados con la supervisión de riesgos que formaban parte de un principio fundamental en la metodología BCP de 1997: proceso de gestión del riesgo (CP 7), riesgo de liquidez (CP 14), riesgo operativo (CP 15), y riesgo de tasa de interés (CP 16). El panel A muestra el cumplimiento promedio de los países para cada principio. El panel B muestra el cumplimiento promedio en todos los países con información disponible. En el Panel B, las calificaciones oscilan entre 1 (cumple totalmente) y 4 (no cumple). También en el panel B, el número de principios en cada país oscila entre 23 y 28, dependiendo de la disponibilidad de datos.

áreas donde se podría esperar que se lograría un progreso más fácilmente que en las demás, tanto porque requiere generalmente reformas institucionales y legales bien diseñadas, en lugar de creación de habilidades más

complicadas y deficientes, como porque esas áreas son verdaderamente requisitos mínimos para una supervisión eficaz –como, de hecho, queda demostrado por su baja puntuación de complejidad (Gráfico 10.6).

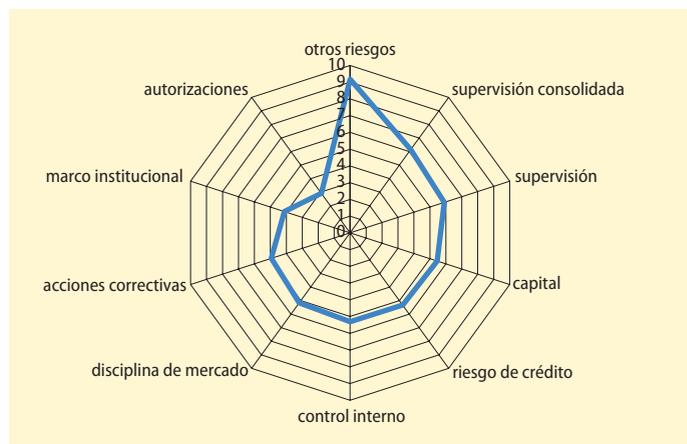
**GRÁFICO 10.5** Regulaciones financieras y progreso en la supervisión en 9 países ALC



Fuente: Heysen y Auqui (2011).

Aunque los BCPs no muestran que el marco institucional de ALC en su conjunto es peor que el de otras regiones, el estudio del Banco Mundial sobre prácticas de supervisión ha detectado dos asuntos de marco legal básico –*la independencia de los supervisores bancarios y su protección legal*– que son más deficientes en ALC que en otras regiones (incluso después de controlar las diferencias de desarrollo económico). En realidad, estos temas siguen siendo problemáticos más allá de ALC. La independencia *de jure* incluye componentes clave como la independencia presupuestaria y la independencia operativa (por ejemplo, la capacidad de otorgar o retirar una licencia y el poder para emitir regulaciones prudenciales). La independencia

**GRÁFICO 10.6** Índice de complejidad



Fuente: Cálculos del autor basados en datos del FSAP del Banco Mundial y el FMI.

*de facto* también requiere libertad ante las interferencias políticas o ante la captura de la industria. La región padece debilidades en los dos aspectos. El estudio del Banco Mundial – ASBA informa que, si bien la mayoría de los supervisores tienen independencia operativa, son menos los que tienen independencia presupuestaria y administrativa para fijar escalas de sueldos (el 40% de los encuestados señalaron la falta de esa independencia). Además, el estudio del Banco Mundial sobre las prácticas de supervisión señala que el despido de un director de supervisión mediante una decisión ejecutiva, sin aprobación del congreso, es más probable en ALC que en el resto del mundo. Las debilidades *de jure* también son corroboradas por un reciente estudio sobre las prácticas de gobernanza en los organismos regulatorios, que ha observado que los reguladores en ALC carecen de suficiente independencia para emitir regulaciones y, en algunos casos, para ejecutar ciertas acciones cruciales y severas, como la revocación de licencias.<sup>5</sup> Sin embargo, recientemente se ha realizado importantes progresos en el tratamiento de estos problemas en varios países, especialmente en México, Chile y Colombia.

La protección legal insuficiente de los supervisores bancarios también es un importante tema pendiente en la mayor parte de ALC (quizá exceptuando el Caribe), ya que menos de la mitad de los países proporciona una protección legal adecuada a los supervisores.<sup>6</sup> El estudio del Banco Mundial señala que hay más probabilidades de que los supervisores en ALC sean personalmente responsables de los daños causados por sus actos u omisiones en el cumplimiento de sus deberes oficiales que sus pares en otros países. Sin embargo, muchos países –entre los cuales República Dominicana, Perú y Chile– han dado importantes pasos para mejorar su marco legal.

Un segundo conjunto de principios de BCP (*adecuación del capital y supervisión del riesgo crediticio y otros riesgos*) que se centra en la gestión del riesgo, muestra grandes diferencias entre las subregiones. Por ejemplo, solo una tercera parte de los países de ALC tenían un marco de supervisión eficaz

para determinar si los bancos tienen políticas, procesos y estrategias adecuadas de gestión del riesgo, considerando el alcance y la naturaleza de sus funciones. Tanto los países del Caribe como los países que no pertenecen a ALC6 tienen un desempeño inferior en adecuación del capital. Más de la mitad de los países de ALC tenían requisitos de capital que no cumplían con las normas mínimas internacionales de Basilea I.<sup>7</sup> Al contrario, los países ALC6 van bien encaminados o incluso tienen un desempeño superior en el riesgo del crédito y otros riesgos. Dado que se trata de ámbitos complejos (Gráfico 10.6), esto señala que los países de más altos ingresos han trabajado a conciencia y se han vuelto competentes en el tratamiento de difíciles temas de gestión de riesgo.

Sin embargo, aún queda mucho por hacer. La mayoría de los países de ALC6 han implementado la mayoría de las reformas legales o regulatorias requeridas para cumplir con Basilea I, entre los cuales están los requisitos de capital por riesgos de mercado y operativos (Cuadro 10.2). Sin embargo, la implementación de Basilea II hasta ahora ha sido limitada.<sup>8</sup> Sólo unos pocos países han implementado los nuevos requisitos de capital del Pilar 1.<sup>9</sup> El progreso en la implementación de los Pilares 2 y 3 también ha sido limitado.<sup>10</sup> En lo que concierne al riesgo de crédito, numerosos países han endurecido sus normas de clasificación y provisión de préstamos, pero solo los más avanzados se mueven hacia un enfoque de modelo interno que mira hacia el futuro y que se centra en las pérdidas esperadas (más que incurridas). Sin embargo, varios países han adoptado enfoques globales que cubren todas las etapas del proceso de crédito, permitiendo así a los supervisores que exijan mejoras en una etapa temprana. Algunos países también han establecido límites de alta exposición globales por sector, por región u otras exposiciones altamente correlacionadas, una medida particularmente relevante en ALC en vista de los sistemas bancarios y las distribuciones de ingreso relativamente concentrados. Finalmente, la mayoría de los países parcialmente dolarizados en ALC han tomado medidas, entre las cuales se

**CUADRO 10.2** Requisitos de adecuación de capital para países seleccionados de ALC-7

	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú
Ratio de adecuación de capital (% de activos ponderados según riesgo)	8	11	8	9	8	10
Estándar	Basilea I	Basilea II	Basilea I	Basilea I	Basilea II	Basilea II
Autorización para los modelos internos de Basilea II	No	Sí	No	No	Sí	Sí
Poder para exigir ratio mayor entre adecuación de capital y bancos individuales basado en la valoración del riesgo de supervisión	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
<b>Cargos de capital por:</b>						
Riesgo de crédito	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Riesgo de tasa de interés en cartera	Sí	Sí	No	Sí	Sí	Sí
Riesgo de tipo de cambio	Sí	Sí	No	Sí	Sí	Sí
Otros riesgos de mercado (commodities, renta variable)	Sí	Sí	No	Sí	Sí	Sí
Riesgos operativos	No	Sí	No	No	Sí	Sí
Basilea II - Pilar 2	No	Sí	En curso	No	No	En curso
Basilea II - Pilar 3	No	En curso	No	No	En curso	No

Fuente: Heysen y Auqui (2011).

encuentran ponderaciones de riesgo más altas o provisiones sobre los préstamos en dólares (especialmente con aquellos deudores en el sector no comercializable), para lidiar con los riesgos crediticios asociados con los descargos de moneda de los prestatarios.

A continuación, siguen dos grupos de principios (*supervisión y control interno*) de complejidad media a alta donde los países caribeños y, aún más acusadamente, los otros países de ALC también están rezagados, sobre todo en lo que respecta a la supervisión. A primera vista, esto podría señalar que gran parte del progreso en la supervisión prudencial en los países de menores ingresos aún podría estar más en los libros que en la realidad, y que la falta de una implementación eficaz sigue siendo un problema más severo.

Sin embargo, se ha realizado importantes avances en el fortalecimiento de la capacidad supervisora en la región. En primer lugar, ha habido un cambio amplio, pero desigual y reciente, desde la supervisión pura basada en el cumplimiento hacia una supervisión basada en el riesgo.<sup>11</sup> Algunos países actualmente tienen sistemas basados en riesgo bien definidos y plenamente integrados y han fortalecido sustancialmente la capacidad incorporando personal con la formación necesaria, han mejorado los sistemas de información

y modernizado los procesos de supervisión. Sin embargo, otros aún se encuentran en las primeras etapas, y en ellos el cambio se ve limitado por una falta de recursos humanos y una pobre cultura de prevención y ejecución. También se ha logrado importantes progresos en muchos países en relación con la capacidad de pruebas de estrés. Además de desarrollar su propia capacidad y modelos, numerosos supervisores exigen actualmente a los bancos que lleven a cabo regularmente sus propias pruebas de estrés y que utilicen los resultados para revisar sus políticas de gestión del riesgo.

Las debilidades en la supervisión de los controles internos reflejan en gran medida debilidades en los procedimientos de gestión del riesgo de los propios bancos. Sin embargo, una vez más, en este caso los supervisores han logrado importantes progresos. Coincidiendo con los estándares internacionales, la mayoría de los países de ALC han asignado a las juntas directivas de los bancos la responsabilidad fundamental de crear y supervisar sistemas de gestión del riesgo adecuados. Numerosos países han emitido normas o directrices detalladas y exhaustivas sobre la gestión del riesgo de los bancos. Aún así, algunos países todavía tienen que desarrollar la capacidad de supervisión necesaria para

evaluar su implementación. Otros han utilizado un enfoque menos prescriptivo, basado en calificaciones. En todos los casos, un desafío adicional para los supervisores consiste en asegurar que los miembros de las juntas de los bancos tengan la experiencia y capacidad para llevar a cabo estas nuevas funciones (especialmente los bancos locales).

El grupo final (*supervisión consolidada y transfronteriza*) incluye todos aquellos principios relacionados con la supervisión de las interconexiones entre las instituciones financieras, ya sean nacionales o transfronterizas. Se trata de principios complejos (Gráfico 10.6) con los cuales todo el mundo está teniendo dificultades. Sin embargo, los países de ALC6 tienen un desempeño superior a su referencia, lo cual es, en realidad, una buena noticia.

Hasta cierto punto, este grupo de principios prefigura los desafíos de la supervisión sistémica, el principal objeto de este informe. En lo que concierne a la supervisión consolidada, sólo dos de los 31 países de ALC fueron calificados como de pleno cumplimiento, lo cual es una muestra de las complejidades de la tarea. Y sólo una tercera parte de los países de ALC supervisan de hecho los conglomerados financieros que funcionan dentro de su jurisdicción. La ausencia de una legislación que otorgue los poderes para llevar a cabo una supervisión consolidada de los conglomerados y la falta de regulaciones globales, lo cual incluye requisitos prudenciales clave sobre una base consolidada, no son los únicos problemas relevantes. Las estructuras conglomeradas opacas y la insuficiente cooperación y coordinación entre los supervisores también son problemas muy generalizados. Por lo tanto, hay un terreno sustancial para el arbitraje regulatorio.<sup>12</sup> El alto nivel de conglomeración y de concentración de la propiedad en la región es, a todas luces, un factor agravante (Apéndice 10.D).<sup>13</sup>

Si bien ALC ha logrado algún progreso hacia el establecimiento de un marco legal y de supervisión adecuado para la supervisión consolidada, la mayoría de los países todavía tienen mucho trabajo por delante para hacerlo plenamente efectivo.<sup>14</sup> La regulación

y la supervisión generalmente se llevan a cabo de acuerdo a una licencia, aunque muchas licencias pueden formar parte de un único conglomerado financiero. La falta de control de las compañías propietarias domiciliadas en el extranjero sigue siendo un problema generalizado. La mayoría de los países se enfrentan a severas limitaciones en el acceso a la información sobre bancos con los mismos dueños establecidos en otras jurisdicciones. Muchos países tienen que mejorar su capacidad de acceso a la información y evaluar los riesgos planteados por las entidades no bancarias de un conglomerado financiero, entre ellas las inspecciones *in situ*. Otros defectos habituales son: la definición inadecuada de conglomerado financiero (que deja fuentes importantes de riesgo fuera del alcance de la supervisión);<sup>15</sup> la ausencia de un marco de gestión del riesgo (entre ellos, los requisitos prudenciales) y las facultades de ejecución en el nivel del conglomerado;<sup>16</sup> y facultades insuficientes para controlar las operaciones transfronterizas potencialmente problemáticas, solicitar cambios en la estructura conglomerada cuando sea necesario y mitigar el arbitraje regulatorio local o transfronterizo.

Todavía es necesario fortalecer tanto la coordinación nacional como internacional entre los supervisores. En lo que concierne a la coordinación dentro de las fronteras, si bien algunos países aún enfrentan limitaciones legales, el problema más común es la falta de un marco eficaz de cooperación que vaya más allá de sólo compartir información.<sup>17</sup> Para abordar este problema, Colombia y Perú han creado, o están en vías de crear una agencia de supervisión unificada. Sin embargo, los problemas de coordinación pueden seguir apareciendo, incluso dentro de este organismo unificado, sobre todo cuando la supervisión se lleva a cabo mediante licencias. Así, en México y Uruguay se ha emprendido importantes cambios organizativos y también se ha iniciado un avance hacia las licencias bancarias universales para lidiar con problemas internos de coordinación.

La cooperación internacional sigue siendo un desafío aún mayor, lo cual es tanto más crucial para la región debido a la importancia

de los bancos extranjeros.<sup>18</sup> Sin duda, se han realizado mejoras importantes. La mayoría de los países han firmado memorándums de entendimiento (MOUs– *Memorandum of Understanding*) bilaterales y multilaterales como un marco para la cooperación, y se han creado colegios de supervisores para encargarse de los conglomerados internacionales más grandes. Sin embargo, muchos MOUs carecen de poderes operativos, y todavía quedan importantes limitaciones, algunas de las cuales no han sido adecuadamente recogidas por las evaluaciones de BCP. En primer lugar, los MOUs a menudo no son eficaces en la supervisión de grupos no bancarios o de entidades no bancarias de un grupo bancario. En segundo lugar, no incluyen un marco de cooperación adecuado para las entidades en apuros. En tercer lugar, los países de ALC que patrocinan subsidiarias o sucursales de grandes instituciones bancarias internacionales, que son grandes para el país anfitrión, aunque pequeñas para su país de origen, ven con frecuencia que sus preocupaciones son ignoradas o minimizadas por los supervisores nacionales. Y, por último, aunque no menos importante, muchos supervisores anfitriones (así como de origen) de los conglomerados en ALC no están satisfechos con el alcance, la profundidad y la puntualidad de la información compartidas por sus contrapartes al otro lado de la frontera en el contexto de los MOUs.

### Los desafíos de la supervisión sistémica en el futuro

La supervisión sistémica difiere radicalmente de la supervisión prudencial tradicional en cuanto el conjunto ha dejado de ser simplemente la suma de las partes. Por lo tanto, el enfoque tradicional de institución por institución (asegurándose de que cada una de las partes es sólida y está preparada) ya no es suficiente, como tampoco lo es la perspectiva más amplia sobre los conglomerados financieros individuales. Ésta debe ser complementada de tres maneras fundamentales: en primer lugar, a medida que los sistemas financieros se vuelven cada vez más densos

e interconectados, conectar las partes y entender cómo el sistema está “cableado” se convierte en la consigna; en segundo lugar, a medida que las fallas de mercado (sobre todo las fallas colectivas) interactúan con las condiciones macro, se generan dinámicas financieras inestables endógenas que requieren una respuesta dinámica proactiva (la supervisión prudencial se vuelve dependiente del tiempo); y tercero, a medida que el desarrollo financiero y la estabilidad financiera se entrelazan de forma cada vez más compleja, se vuelve esencial situarse por delante de la curva y ajustar las políticas de desarrollo y prudenciales como un sistema de políticas interconectadas.

Por estas tres razones, el cambio en el pensamiento supervisor tiene que dar un salto cuántico. Sin embargo, además, los supervisores sistémicos deben mejorar su manera de comunicarse unos con otros (lo cual es esencial para conectar a las partes), con los banqueros centrales (esto es esencial para conectar la dinámica así como para conectar las partes con el todo) y con los ministros de economía y sus gabinetes (esto es esencial para conectar la estabilidad con el desarrollo). Es todo un programa complejo y difícil.

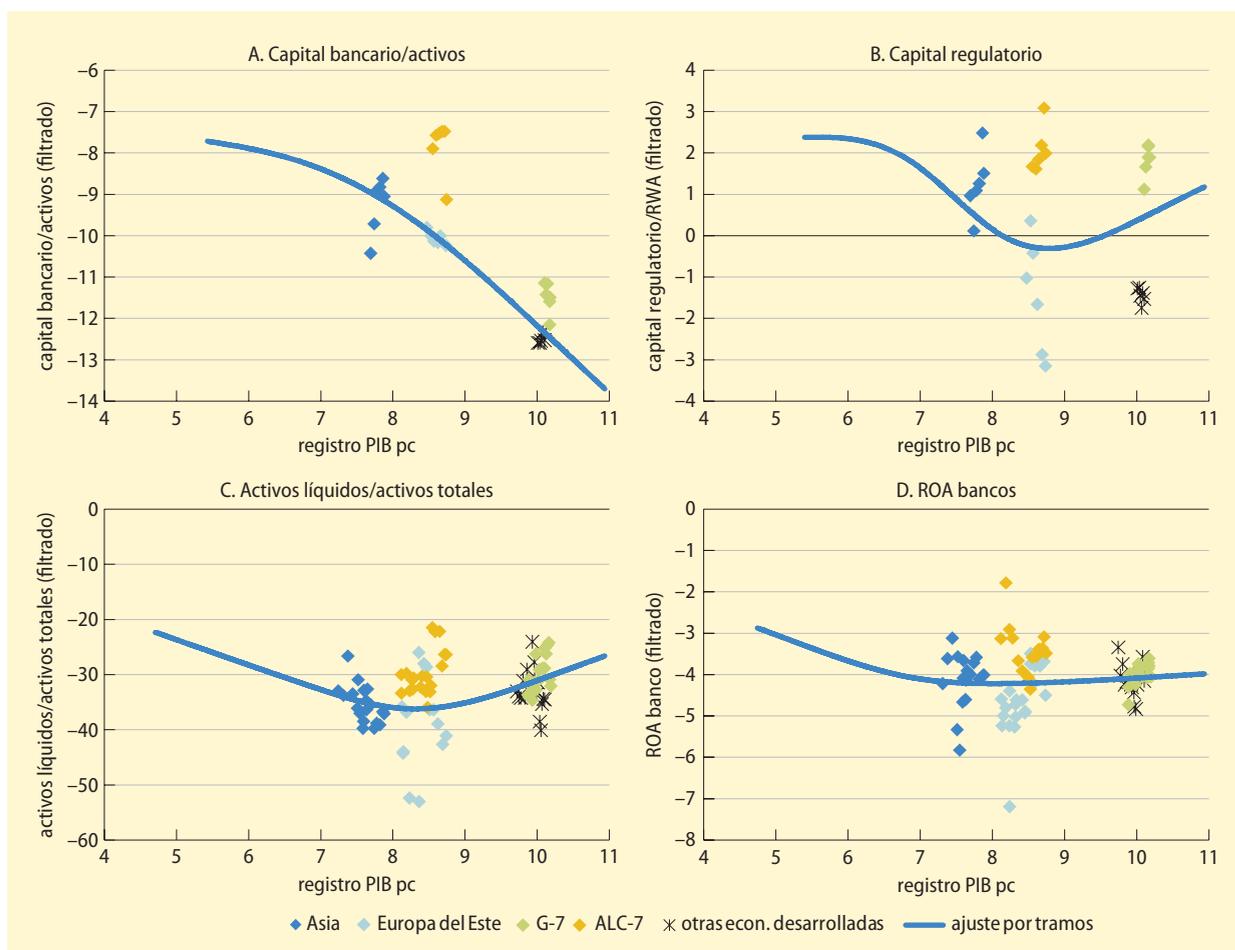
Es evidente que ALC tiene que prepararse. Hasta ahora, ALC ha generalmente escapado del lado oscuro del desarrollo financiero porque el nivel de densidad y de interconectividad de sus sistemas financieros todavía era moderado. Sin embargo, los sistemas de ALC están evolucionando rápidamente. En realidad, ya han surgido las primeras señales de los conflictos potenciales del futuro a partir de sistemas sumamente interconectados. Sucedió durante la crisis financiera global, por ejemplo, con el problema del financiamiento de las Sofoles en México, o las opciones de los derivados corporativos en Brasil y México. Por lo tanto, en vista de los plazos y las dinámicas de más largo plazo, es el momento idóneo para reflexionar. Si bien las crisis bancarias provocadas por dinámicas macro insostenibles pueden haberse convertido en un asunto del pasado, la “buena” gestión macro también puede preparar el escenario para dinámicas

financieras endógenas, a la larga más letales, como sucedió recientemente en Estados Unidos y en otras economías desarrolladas. Y, por último, aunque no menos importante, la exposición creciente de ALC a las turbulencias mundiales –un efecto secundario inevitable de la globalización financiera– es una fuente de preocupación cada vez mayor.

Afortunadamente, ALC ya ha iniciado el proceso. En primer lugar, sus amortiguadores prudenciales actualmente son altos. Los bancos de ALC exceden holgadamente a sus referencias en materia de amortiguadores prudenciales clave (solvencia, liquidez y rentabilidad). En realidad, ALC ha tenido

como promedio, algunos de los amortiguadores prudenciales de más alta calidad en el mundo (Gráfico 10.7). Esta consecuencia del turbulento pasado de ALC ofrece un poco de espacio para respirar y para planificar para el futuro. En segundo lugar, como ya se ha señalado, los supervisores de ALC han dado pasos importantes hacia el perfeccionamiento de la supervisión tradicional, proporcionando así los fundamentos esenciales sobre los que se puede construir una capacidad supervisora sistémica sofisticada. En tercer lugar, las numerosas crisis de ALC en el pasado han dado a sus supervisores una clara ventaja en materia de aprendizaje. Si bien las raíces y

**GRÁFICO 10.7** Trayectorias de desarrollo dinámicas y transversales (medias anuales)



Fuente: de la Torre, Feyen, and Ize (2011).

dinámicas de las crisis sistémicas del pasado pueden ser diferentes de las del futuro, al final, ambas requieren supervisores para pensar y actuar sistemáticamente.

Por último, aunque no menos importante, los supervisores de ALC son muy conscientes de la necesidad de actuar. Esto se observa claramente en el informe conjunto del Banco Mundial-ASBA. Hay una amplia percepción de una creciente probabilidad de que las crisis financieras inducidas por riesgos sistémicos podrían estallar a medida que se desarrollan los sistemas y se vuelven más sofisticados.<sup>19</sup> El perfeccionamiento de la capacidad de supervisión para evaluar el riesgo sistémico es visto como una prioridad de primer orden, seguida de cerca por la necesidad de adecuar las normas

prudenciales para dar cuenta del riesgo sistémico, volviendo las normas prudenciales más contracíclicas y mejorando los poderes supervisores para adoptar decisiones discrecionales. La mayoría de los encuestados también pensaba que debería producirse una redefinición fundamental de los roles y funciones de los supervisores para hacerlos más proactivos (Apéndice 10.C).

La agenda de reformas por delante puede descomponerse en tres grandes piezas (cada una de las cuales será tratada en los siguientes tres capítulos de este informe), las políticas macroprudenciales (centradas en la dinámica cíclica), la regulación microsistémica (centrada en la interconectividad) y la supervisión sistémica. Las tres implicarán un cambio radical en los enfoques y en la manera de pensar.

## Apéndice 10.A: Metodología para el análisis econométrico de las calificaciones de BCP

Se estimaron regresiones para 150 evaluaciones del cumplimiento de BCP. Las variables dependientes asumen los valores: 1 (cumple), 2 (cumple en gran medida), 3 (materialmente no cumple), y 4 (no cumple). Por lo tanto, los coeficientes más bajos se asocian con mejores calificaciones (supervisión más sólida). Los controles comprenden PIB per cápita, el cuadrado del PIB per cápita, si las calificaciones corresponden a una primera evaluación o a una actualización, si la evaluación se llevó a cabo con la metodología BCP inicial o revisada, una variable dicotómica para cada una de las tres subregiones, y, en cada región, una variable dicotómica diferente para las actualizaciones llevadas a cabo en la región (para

detectar el progreso regional). Para mejorar la aplicación y simplificar el análisis, se reúne los principios por grupos que corresponden a diez dimensiones diferentes de la regulación y la supervisión (Cuadro A10.1). Se utilizó un análisis de componente principal para calibrar el peso de cada principio en el grupo. Se calculan los valores referentes para cada grupo de principios en cada región sobre la base de regresiones de batalla que no incluyen las variables dicotómicas regionales. Los valores de referencia se comparan con los valores observados en cada grupo y región. Para limitar el impacto de factores atípicos, se utilizan valores medianos (en lugar de promedios) para calcular la puntuación regional.

**CUADRO APÉNDICE 10.1 Consolidación en grupos BCP**

Grupo	1997	Principios fundamentales	2006
Institucional	1.1	Responsabilidades y objetivos	1.1
	1.2	Independencia, Rendición de cuentas, transparencia	1.2
	1.3	Marco legal	1.3
	1.4	Poderes legales	1.4
	1.5	Protección legal	1.5
	1.6	Cooperación	1.6
Autorizaciones	2	Actividades permisibles	2
	3	Criterio para despedir	3
	4	Transferencia de propiedad significativa	4
	5	Principales adquisiciones	5
Capital	6	Adecuación de capital	6
Riesgo de crédito	7	Riesgo de crédito	8
	8	Activos problemáticos, provisiones y reservas	9
	9	Grandes límites de exposición	10
	10	Exposición a partes relacionadas	11
Otros riesgos		Proceso de gestión del riesgo	7
	11	Riesgo país y de transferencia	12
	12	Riesgos de mercado	13
	13	Riesgo de liquidez	14
	13	Riesgos operativos	15
Controles internos	13	Riesgo de tasa de interés en cartera bancaria	16
	14	Control y auditoría interna	17
	15	Abuso de servicios financieros	18
no incluido	16	Enfoque de la supervisión	19
	17	Técnicas de la supervisión	20
Supervisión	18 & 19	Informes de la supervisión	21
	21	Rendición de cuentas y reporte	22
Disciplina de mercado	22	Facultades remediales y correctivas de los supervisores	23
Medidas correctivas	20 & 23	Supervisión consolidada	24
	24 & 25	Relaciones supervisores anfitrión y de origen	25

Fuente: Heysen y Auqui (2011).

## Apéndice 10.B: Puntos relevantes del Estudio del Banco Mundial sobre las prácticas de supervisión

Este análisis se basa en el Estudio de Regulación y Supervisión Bancaria en el Mundo (actualizado en junio de 2008), dirigido por el Banco Mundial.<sup>20</sup> El estudio incluye respuestas de 142 países a más de 300 preguntas en 12 grandes temas: entrada en la banca, propiedad, capital, actividades bancarias, auditorías externas, administración, requisitos de liquidez y diversificación, planes de protección de depósitos, exigencias de provisiones, reporte y divulgación, medidas correctoras y supervisión. Se estimaron regresiones que controlaban por el PIB per cápita e incluían una variable dicotómica para el total de ALC (o, alternativamente, sólo una variable dicotómica ALC7), para 56 preguntas del estudio. Sólo se presentan las especificaciones con al menos una variable significativa (A10.2). Los principales resultados son los siguientes:

- **Protección legal de los supervisores bancarios (INDBANK):** Los supervisores en ALC y ALC7 son más personalmente responsables de los perjuicios causados por sus actos u omisiones como supervisores.
- **Independencia de supervisores bancarios (INPOLI):** El despido de los supervisores en ALC (pero no en ALC7) está menos sujeto a la aprobación del congreso y más sujeto a una simple decisión del presidente, primer ministro o ministro de economía.
- **Restricciones sobre las actividades bancarias y las inversiones (OVER3AR):** Los bancos en ALC (pero no en ALC7) se enfrentan a más restricciones al participar en una variedad de intermediación financiera y actividades bancarias de inversión, como suscripción de valores, corretaje y venta, fondos de inversión, seguros e inversiones inmobiliarias.
- **Clasificación y provisión de préstamos (LOANC):** Las prácticas de clasificación de préstamos son más estrictas en ALC (pero no en ALC7) que en el resto del mundo.
- **Transparencia y reporte (ACCTPRA):** Tanto ALC como ALC7 están rezagados en la adopción de normas de contabilidad aceptadas internacionalmente. Sin embargo, ALC7 tiene un desempeño superior en otras prácticas de transparencia (FSTRANS). Por otro lado, es más probable que los bancos de ALC sean calificados por una agencia de calificación externa que sus pares en el resto del mundo (ERCMON).
- **Recursos de supervisión (PSUPPBK):** Hay más supervisores bancarios profesionales por banco en los países de ALC que en el resto del mundo.
- **Frecuencia de las inspecciones in situ (ONSITEINS):** La frecuencia de las inspecciones *in situ* realizadas en bancos de gran tamaño o tamaño mediano es más baja en la región ALC.
- **Poderes correctivos de los supervisores (OSPOWER):** Los supervisores en ALC tienen más facultades para imponer acciones correctivas en las instituciones supervisadas. También es más probable que puedan declarar insolvente a un banco o intervenir en las actividades de un banco sin permiso de los tribunales (DIPOWER). Además, también es más probable que los supervisores de los países de ALC7 puedan nombrar un liquidador o asumir los derechos de los accionistas sin permiso de los tribunales (COURTINV).
- **Mayor nivel de conglomeración (CONG10B):** El porcentaje de capital en los 10 bancos más grandes propiedad de conglomerados financieros es más alto que en el resto del mundo.

**CUADRO APÉNDICE 10.2 Estudio del Banco Mundial sobre las prácticas de supervisión**

<b>A. Regresiones BCL con variable dicotómica ALC</b> (Aquellas que tienen al menos una variable exógena significativa)						
<b>Variables</b>	<b>RPIBPC</b>		<b>Var. Dicot. ALC</b>		<b># Obs.</b>	<b>R-al cuadrado</b>
SOR	-0.0612**	(-2.411)	-0.109	(-0.992)	133	0.05
CONG10B	1.329	(0.453)	31.82***	(3.776)	69	0.12
OVER3AR	-0.401***	(-4.474)	1.144**	(2.537)	130	0.19
BONF	-0.147***	(-4.447)	0.617***	(2.784)	131	0.18
NFOB	-0.134***	(-3.606)	-0.103	(-0.478)	132	0.07
OVERFCR	-0.361***	(-4.683)	0.712	(1.271)	129	0.15
OVERBNK	-0.549***	(-5.131)	1.591***	(2.730)	128	0.23
OVERAFC	-0.745***	(-5.387)	1.766**	(1.998)	127	0.22
LIMITFBEO	0.148***	(3.806)	0.0877	(0.656)	132	0.13
OSPOWER	-0.270*	(-1.869)	0.939**	(2.190)	103	0.06
PCPOWER	-0.407**	(-2.583)	0.629	(1.091)	107	0.08
DIPOWER	-0.00142	(-0.0273)	0.526***	(4.177)	130	0.04
COURTINV	0.105**	(2.369)	-0.195	(-1.351)	126	0.07
LOANCS	-23.32	(-1.503)	-112.4**	(-2.251)	79	0.06
PSTRING	-8.248**	(-2.088)	-4.547	(-0.411)	93	0.09
SUPTENURE	0.401*	(1.812)	3.103***	(2.659)	84	0.12
INDPOLI	0.0352	(1.428)	-0.205**	(-2.330)	129	0.04
INDBANK	-0.00405	(-0.235)	-0.459***	(-3.778)	129	0.15
INDSA	0.0106	(0.234)	-0.746***	(-4.336)	114	0.11
MULSUP	-0.00779	(-0.272)	-0.364***	(-3.283)	131	0.06
FUNDID	2.687**	(2.242)	10.77	(1.542)	101	0.06
GOVBANK	-4.175***	(-3.178)	0.826	(0.146)	102	0.08
FSTRANS	0.172***	(3.212)	0.110	(0.479)	123	0.07
ACCTPRA	-0.00109	(-0.0631)	-0.460***	(-3.867)	128	0.18
ERCMON	0.0803	(1.134)	0.695**	(2.140)	73	0.09
ONSITEINS	0.0160	(0.465)	-0.394***	(-2.661)	129	0.04
PSUPPBANK	0.0457	(0.189)	4.051***	(3.583)	90	0.1
BNKDEV	0.219***	(10.41)	-0.193**	(-2.282)	147	0.44

<b>B. Regresiones BCL con variable dicotómica ALC-7</b> (Aquellas que tienen al menos una variable exógena significativa)						
<b>Variables</b>	<b>RPIBPC</b>		<b>Var. Dicot. ALC</b>		<b># Obs.</b>	<b>R-al cuadrado</b>
SOR	-0.0600**	(-2.357)	-0.0558	(-0.327)	133	0.04
CONG10B	-0.0381	(-0.0127)	30.87***	(2.814)	69	0.04
OVER3AR	-0.416***	(-4.536)	-0.0190	(-0.0251)	130	0.14
BONF	-0.154***	(-4.575)	0.399	(0.926)	131	0.11
NFOB	-0.132***	(-3.551)	-0.345	(-1.103)	132	0.08
NBFFOB	-0.0776	(-1.998)	-0.123	(-0.388)	131	0.03
OVERFCR	-0.369***	(-4.644)	-0.0856	(-0.0901)	129	0.13
OVERBNK	-0.570***	(-5.206)	0.405	(0.369)	128	0.17
OVERAFC	-0.769***	(-5.373)	-0.0630	(-0.0398)	127	0.18
LIMITFBEO	0.147***	(3.852)	-0.142	(-0.698)	132	0.13
OSPOWER	-0.298**	(-2.069)	1.353**	(2.115)	103	0.06
PCPOWER	-0.430***	(-2.763)	-0.197	(-0.244)	107	0.07
DIPOWER	-0.00867	(-0.164)	0.492***	(3.142)	130	0.01
COURTINV	0.108**	(2.448)	-0.297**	(-1.992)	126	0.07

(continuación próxima página)

CUADRO APÉNDICE 10.2 (continuación)

B. Regresiones BCL con variable dicotómica ALC-7 (Aquellas que tienen al menos una variable exógena significativa)						
Variables	RPIBPC		Var. Dicot. ALC		# Obs.	R-al cuadrado
PSTRING	-8.014**	(-2.022)	-28.05	(-1.053)	93	0.11
SUPTENURE	0.314	(1.430)	5.521***	(3.044)	84	0.15
INDBANK	0.00231	(0.129)	-0.526***	(-2.985)	129	0.08
INDSA	0.0285	(0.634)	-1.035***	(-3.525)	114	0.09
BACCT	-0.00721	(-0.222)	0.501***	(8.901)	125	0.04
FUNDID	2.481**	(2.079)	26.25**	(2.465)	101	0.1
GOVBANK	-4.166***	(-3.302)	16.71**	(2.035)	102	0.11
FSTRANS	0.170***	(3.189)	0.374**	(2.420)	123	0.08
ACCTPRA	0.00566	(0.315)	-0.558***	(-3.171)	128	0.11
ERCMON	0.0613	(0.854)	1.244***	(4.040)	73	0.15
PSUPPBANK	-0.0677	(-0.255)	2.543**	(2.291)	90	0.01
BNKDEV	0.220***	(10.32)	-0.302**	(-2.373)	147	0.44

Fuente: Heysen y Auqui (2011).

Los estadísticos-t robustos aparecen entre paréntesis, \*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1.

## Apéndice 10.C: Estudio conjunto del Banco Mundial y ASBA sobre la supervisión sistémica

El estudio conjunto del Banco Mundial y ASBA tenía como objetivo medir la importancia de los problemas de supervisión sistémica en ALC, el estado de las prácticas en la región y los principales desafíos para el futuro. Las preguntas cubrían tres grandes temas: supervisión microprudencial, gestión de ciclos económicos y supervisión macroprudencial. Se envió el estudio a todos los organismos supervisores bancarios en ALC que son miembros de ASBA. Se le pidió al director del organismo supervisor que enviara el estudio al departamento de estabilidad financiera o de investigación del banco central, aunque no fuera miembro del ASBA. De los 31 países miembro de ASBA en la región de ALC, 19 supervisores y 9 bancos centrales respondieron al estudio. Las respuestas señalaban un amplio consenso entre las autoridades financieras regionales sobre la necesidad de mejorar el actual marco de supervisión sistémica. Las autoridades financieras ven una creciente posibilidad de que una crisis financiera inducida por riesgo sistémico pudiera ocurrir a medida que los sistemas se desarrollan y se vuelven más sofisticados. El monitoreo del riesgo sistémico tiene que fortalecerse, y los países más pequeños se sienten menos cómodos con su marco de monitoreo. Las respuestas del estudio indican que:

- Mejorar la capacidad de supervisión para evaluar riesgos sistémicos y para identificar riesgos en productos sofisticados es una prioridad de primer orden entre los supervisores.
- Los perímetros regulatorios en ALC son bastante amplios, y redefinirlos no parece ser una gran prioridad en este momento. Al contrario, los perímetros de la red de seguridad son mucho más estrechos y cubren fundamentalmente a los bancos comerciales.
- Los problemas de perímetro más urgentes están relacionados con el cambio del riesgo entre los conglomerados, pero el poder para regular los conglomerados no parece ser total.
- Las regulaciones prudenciales en ALC tienden a ser globales, con la notable excepción de las regulaciones de las cooperativas, aunque la aplicación de las regulaciones sobre liquidez no es generalizada.
- Hay un amplio consenso sobre la necesidad de ajustar las normas prudenciales para que den cuenta del riesgo sistémico. La regulación de los componentes transversales del riesgo sistémico es, como en otras partes, incipiente. Si bien ALC se encuentra por delante de otras regiones en el uso de disposiciones contracíclicas, el uso de de otras regulaciones prudenciales contracíclicas es limitado.
- Las autoridades supervisoras en ALC piensan que debería haber una redefinición fundamental del rol y de las funciones de los supervisores, entre ellas, hacerlos más proactivos.
- Los poderes supervisores para requerir amortiguadores adicionales que den cuenta de la acumulación de riesgos sistémicos parecen limitados en varias jurisdicciones. Los mandatos legales de las agencias, las presiones políticas y de la industria y la falta de una protección legal adecuada de los supervisores limitan el ejercicio de la discreción supervisora.
- En la mayoría de los países de ALC la estabilidad del sistema financiero es un esfuerzo de colaboración entre varios organismos regulatorios, aunque parece haber terreno para mejorar la coordinación entre los supervisores y el banco central así como entre diferentes supervisores.
- Repensar la organización de la supervisión también se considera un factor importante en el perfeccionamiento de la supervisión sistémica.
- Hay desafíos importantes en la coordinación transfronteriza que lidia con el riesgo sistémico en la región de ALC. La falta de acuerdos efectivos para el intercambio transfronterizo de información y para compartir los costos de resolución de las instituciones que operan en el ámbito transfronterizo son motivo de preocupación entre los supervisores regionales.

## Apéndice 10.D: La concentración financiera en ALC

En la mayoría de los países más grandes de ALC, las instituciones financieras han estado sumamente concentradas y, como muestra el Cuadro A10.5, la concentración aumentó aún más entre 1998 y 2008. Los 10 bancos más grandes tienen participaciones en el mercado de entre 75% y 90%. La situación es similar entre las compañías de seguros de vida y un poco menos concentrada entre las compañías generales de seguros. Las 10 compañías de fondos de riesgo más grandes generalmente representan cerca de 80% del mercado. Entre los fondos de pensiones, la concentración también es extremadamente alta. Esto señala que las presiones competitivas pueden ser menos intensas que en los mercados con grandes números de participantes y distribuciones menos concentradas, como en Estados Unidos.

Además, el declive relativo de los bancos y el auge de las instituciones no bancarias y de los intermediarios del mercado de capitales no significa necesariamente que los nuevos actores se están volviendo más predominantes. Debido al predominio de grandes grupos comerciales en países de América Latina, muchos actores importantes entre los inversionistas institucionales tienen estrechos vínculos con los grandes bancos. En algunos países, de hecho forman parte del banco, mientras que en otros pertenecen al mismo grupo financiero. Además, la mayoría de los países permiten a las firmas financieras no bancarias ser propietarias de bancos. Por lo tanto, la concentración de la propiedad es alta en todos los segmentos del mercado (Cuadro 10.6).<sup>21</sup> Es particularmente alta en las pensiones, los fondos de inversión y los bancos de inversión. Pero también es sustancial en los bancos.<sup>22</sup>

**CUADRO APÉNDICE 10.3 Participación en el mercado de las empresas y fondos más grandes en países seleccionados de ALC**

	% del mercado				
	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México
<b>A. Año 1998</b>					
<i>Bancos</i>					
5 más grandes	48 <sup>a</sup>	58 <sup>a</sup>	59 <sup>a</sup>	—	80 <sup>a</sup>
<i>Seguros (todos)</i>					
10 más grandes	—	67 <sup>b</sup>	—	—	100 <sup>b</sup>
<i>Fondos de pensiones</i>					
2 más grandes	53 <sup>c</sup>	— <sup>c</sup>	62 <sup>c</sup>	77 <sup>c</sup>	45 <sup>c</sup>
<b>B. Año 2008</b>					
<i>Bancos</i>					
5 más grandes	51	67	73	64	77
10 más grandes	74	76	94	86	92
<i>Fondos de inversión</i>					
10 más grandes	79	84	87	73	88
<i>Seguros generales</i>					
10 más grandes	54	—	—	78	—
<i>Seguros de vida</i>					
10 más grandes	82	62	73	61	88
<i>Fondos de pensiones</i>					
10 más grandes	—	60	100	100	92
2 más grandes	—	—	55 <sup>c</sup>	52 <sup>c</sup>	33 <sup>c</sup>

Fuentes: Raddatz (2011).

a: Caprio y Honohan (2001),

b: Srinivas, Whitehouse, y Yermo (2000),

c: Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones.

**CUADRO APÉNDICE 10.4 Concentración de la riqueza en países seleccionados de América Latina**

<b>A. % de las 10 instituciones más grandes relacionadas con los 10 bancos más grandes</b>					
	<b>Argentina</b>	<b>Brasil</b>	<b>Chile</b>	<b>Colombia</b>	<b>México</b>
<i>Seguros</i>					
General	0.1	—	0.3	0.3	0.4
De vida	0.1	0.5	0.4	0.3	0.5
<i>Fondos de pensiones</i>	—	0.1	0.4	0.33	0.5
<i>Fondos de inversión</i>	0.7	0.6	0.8	—	0.8
<i>Banca de invers. y corretajes</i>					
Bancos de inversión	0	0.9	0.6	0.33	—
Corretajes	—	0.7	—	—	0.3
<b>B. % de activos de las 10 instituciones más grandes relacionadas con los 10 bancos más grandes</b>					
	<b>Argentina</b>	<b>Brasil</b>	<b>Chile</b>	<b>Colombia</b>	<b>México</b>
<i>Seguros</i>					
General	0.06	—	0.34	0.21	0.23
<i>Fondos de pensiones</i>	—	0.02	0.53	0.53	0.64
<i>Fondos de inversión</i>	0.56	0.67	0.91	—	0.94
<i>Banca de invers. y corretajes</i>					
Bancos de inversión	0	0.98	0.52	0.83	—
Corretajes	—	0.87	—	—	0.3

Fuente: Raddatz (2011).

El panel A muestra la fracción de las 10 instituciones más grandes en cada segmento (descrito en cada fila) relacionadas con los diez bancos más grandes en 2008. El panel B muestra el porcentaje de activos en cada segmento en las instituciones relacionadas con los 10 bancos más grandes.

## Notas

1. Este Capítulo se basa en gran medida en los documentos “Recent Trends in Banking Supervision in LAC”, de Socorro Heysen y Martin Auqui, y “Survey on Systemic Oversight Frameworks: Current Practices and Reform Agenda”, de Eva Gutiérrez y Patricia Caraballo, que forman parte del volumen editado que acompaña este informe regional sobre ALC.
2. Se llevaron a cabo 139 evaluaciones en la región en el contexto de los Informes conjuntos del Banco Mundial-FMI sobre el cumplimiento de normas y códigos (ROSC - *Reports on the Observance of Standards and Codes*) y el Programa de evaluación del sector financiero (FSAP) desde 1999. Ocho países fueron evaluados en dos ocasiones y uno (Perú) en tres ocasiones.
3. Ver Heysen y Auqui (2011) para una discusión cualitativa completa sobre el progreso de ALC y su situación actual en materia de supervisión bancaria.
4. El estudio permite identificar el estado de la supervisión sistémica en la región y recoge las percepciones de los supervisores regionales acerca de las áreas clave que tendrán que desarrollarse.
5. Ver Seelig y Novoa (2009).
6. Suele suceder que la protección legal del supervisor acaba cuando deja su puesto. Esta falta de continuidad puede tener un efecto gravemente inhibitorio entre los supervisores.
7. El no cumplimiento está generalmente asociado con la ausencia de cargos de capital para cubrir riesgos, tales como riesgos de mercado u operativos, menor peso para algunos tipos de activos, o diferencias regulatorias acerca de lo que constituye el capital. En unos pocos países, la tolerancia regulatoria también ha sido un problema.
8. El acuerdo de Basilea II (introducido en 2004) tiene tres pilares. El Pilar 1 versa sobre los requisitos del capital. El Pilar 2 sobre la revisión supervisoria y el Pilar 3 sobre la disciplina de mercado. Basilea II es más global que Basilea I y se apoya más en el modelaje del riesgo más formal y sistemático.
9. Si bien Brasil, México y Perú han implementado los requisitos de capital del Pilar 1, el uso de modelos internos todavía es muy limitado. Hacia finales de 2010, en México se había otorgado sólo una de estas autorizaciones.
10. Sólo Brasil ha establecido normativas que exigen a los bancos evaluar su adecuación de capital bajo todos los riesgos contemplados en los pilares 1 y 2 y para tener capital adicional con el fin de cubrir pérdidas generadas durante los momentos de estrés. Y sólo Brasil y México han iniciado la implementación del Pilar 3.
11. La supervisión basada en el riesgo calibra el alcance y la intensidad de la supervisión según el nivel de riesgo que plantean las instituciones individuales.
12. Por ejemplo, para explotar brechas de supervisión, un conglomerado cuyo principal negocio y accionistas se encuentran en un país pueden elegir un segundo país como su supervisor de origen.
13. El estudio del Banco Mundial sobre prácticas de supervisión confirma que la concentración de la propiedad es un problema especialmente importante en ALC. Los países de ALC tienen un porcentaje de capital promedio más alto en los diez bancos más grandes propiedad de conglomerados (Apéndice 10.B).
14. El estudio Banco Mundial-ASBA confirma claramente que el potencial de cambio del riesgo entre los miembros de un conglomerado, lo cual refleja poderes insuficientes para regularlos, es visto como un problema urgente. Es lo que sucede especialmente en las estructuras donde las compañías financieras (y del sector real) que pertenecen al grupo no son propiedad del banco sino de una entidad que es propietaria del banco. Hay poco países que requieren la constitución de una compañía propietaria financiera para controlar la conglomeración de las actividades del sector financiero, y en la mayoría de los casos la compañía propietaria puede ser constituida en el extranjero. Los requisitos de capital para las compañías propietarias son excepciones.
15. El estudio del Banco Mundial-ASBA informa que en siete países de ALC la definición de los grupos bancarios o conglomerados financieros en la legislación no incluye entidades de grupos no financieros. En cuatro países, los supervisores no tienen las facultades para definir (basándose en criterios objetivos) qué compañías forman parte del conglomerado financiero. En algunos casos, también puede que las compañías matrices o las compañías propietarias no estén incluidas en la definición de un grupo financiero.

16. El estudio del Banco Mundial-ASBA informa que sólo ocho países tienen el poder para imponer un requisito de capital especial para un grupo financiero considerado en su conjunto. Si bien los límites de las partes relacionadas parecen estar presentes en la mayoría de los casos, los límites de propiedad existen sólo para la mitad de los encuestados.
17. El estudio del Banco Mundial-ASBA informa que había acuerdos formales para discutir y resolver problemas potenciales de arbitraje regulatorio en las instituciones financieras con licencias diferentes en sólo la mitad de los países. Cerca del 40% de los encuestados señalaron que llevan a cabo ejercicios de simulación de crisis entre las agencias, pero no de manera regular.
18. El estudio del Banco Mundial-ASBA informa que la falta de acuerdos efectivos para el intercambio transfronterizo de información y una discusión sobre temas comunes son una preocupación muy importante para el 75% de los encuestados. La falta de acuerdos efectivos para tratar con las crisis transfronterizas fue señalado por el 63% de los encuestados; la falta de acuerdos efectivos para discutir problemas comunes entre los supervisores de origen y anfitriones por el 61%; la falta de inspecciones transfronterizas efectivas por el 57%; y la falta de acuerdos efectivos para compartir los costos de solución de las instituciones que operaban en el ámbito transfronterizo por el 50%.
19. La mayoría de los supervisores y autoridades monetarias de América Latina opinan que es poco probable que una crisis financiera similar a la vivida recientemente en Estados Unidos pudiera ocurrir en sus países en la actual etapa de desarrollo financiero. Sin embargo, a medida que evoluciona la sofisticación del sistema, más del 50% de los encuestados piensan que hay alguna probabilidad de que se materialice una crisis al estilo de Estados Unidos.
20. Los resultados del estudio son abordados en Barth, Caprio y Levine (2008).
21. La complejidad de las estructuras de propiedad en América Latina, que incluyen pirámides de control y sociedades propietarias, señalan que es probable que se observe un sesgo a la baja en estos cálculos. Para un análisis e información adicional sobre la concentración financiera en ALC, ver Srinivas, Whitehouse y Yermo (2000) e Impavido, Lasagabaster y Garcia-Huitron (2010).
22. Caprio *et al.* (2007) informan que, entre los países de ALC7, sólo en el 10% de los bancos las acciones están repartidas y en el 70% de los casos de concentración de la propiedad, el que controla es una familia. En el resto del mundo, la participación de los bancos con las acciones repartidas es 27%, y sólo 33% de los bancos son propiedad de una familia.

# Las políticas macroprudenciales a lo largo del ciclo en ALC

11

La crisis financiera global puso de relieve la necesidad de un nuevo marco de políticas de supervisión prudencial para reducir y manejar el riesgo sistémico y reducir el costo de los ciclos financieros de expansión/contracción. La regulación sistémica tiene dos grandes dimensiones: una enfatiza los vínculos a través del tiempo (es decir, dependencias temporales), lo cual constituye el enfoque de lo que se define aquí como política macroprudencial; y la otra enfatiza los vínculos en el sistema financiero (es decir, la interconectividad) que corresponde al enfoque de la política prudencial microsistémica.<sup>1</sup> Por lo tanto, la discusión de una supervisión prudencial sistémicamente orientada en este informe se descompone en tres capítulos estrechamente relacionados. Este Capítulo revisa la regulación macroprudencial en su aplicación a ALC; el Capítulo 12 revisa los temas relevantes en ALC en materia de regulación microsistémica; y el Capítulo 13 analiza ambas dimensiones, aunque desde una perspectiva de supervisión (más que de regulación) que pone el énfasis en la implementación.<sup>2</sup>

A lo largo de los últimos dos años, se ha producido literalmente una avalancha de literatura sobre regulación y políticas macroprudenciales.<sup>3</sup> Así, en lugar de intentar duplicar

ese material, gran parte del cual es sumamente específico y técnico, este Capítulo, como el resto de este informe, proporciona una perspectiva más holística y conceptual que intenta vincular las causas subyacentes con las respuestas de las políticas, a la vez que intenta ser lo más específico posible en lo que se refiere a ALC. Los principios clave son los siguientes:

- El diseño de un marco de políticas macroprudenciales adecuadas para ALC debe estar basado en opciones claras entre un abanico de objetivos cada vez más ambiciosos. Estos objetivos van desde el modesto intento de corregir distorsiones provocadas por las normas prudenciales tradicionales y por otras políticas macroeconómicas y financieras, hasta el objetivo más ambicioso de mitigar las fluctuaciones “excesivas” en los ciclos de los activos y los ciclos comerciales (induciendo a los agentes a internalizar plenamente las externalidades). Entre estas opciones se encuentra el objetivo intermedio (y actualmente más popular) de sencillamente conseguir que los sistemas financieros sean más resistentes a las fluctuaciones (es decir, aceptar el ciclo como un elemento dado).

- El marco también tiene que reflejar las peculiaridades de ALC en lo que respecta al riesgo y las vulnerabilidades que la región ha conocido en el pasado; concretamente, los ciclos financieros de ALC han sido más frecuentes y pronunciados, y han acabado mal con más frecuencia que en otras regiones.
- Al mismo tiempo, la región se enfrenta actualmente a una mezcla particularmente peligrosa de presiones externas (auge de entradas de capital, aumento de precios de las materias primas) que aumentan el beneficio para establecer o consolidar rápidamente la capacidad macroprudencial de la región.
- Además de establecer claramente los objetivos de los instrumentos macroprudenciales, otros temas clave de diseño incluyen la mezcla adecuada de reglas y discreción. La opción entre instrumentos más específicos o con una base más amplia y la opción entre regulación basada en el precio vs. regulación basada en la cantidad.
- Otras líneas básicas de actuación incluirán establecer un marco institucional adecuado y una mezcla de políticas consistentes; los controles monetarios, fiscales, de capital, y las políticas de tipo de cambio tienen que complementar y reforzar la política macroprudencial.

El resto de este Capítulo está organizado de la siguiente manera: Después de indagar en las principales vertientes definidas en el Capítulo 2, la primera Sección revisa brevemente las consecuencias para la política macroprudencial de la dinámica del lado oscuro del desarrollo financiero. La segunda Sección analiza cómo esta dinámica puede aplicarse a ALC, en primer lugar revisando los ciclos financieros del pasado y, luego realizando un inventario de los riesgos sistémicos que se están acumulando y que pueden seguir cobrando importancia. La tercera Sección aborda brevemente algunos temas clave en relación con el diseño de la política macroprudencial. El Capítulo concluye resumiendo las principales prioridades y las

interconexiones en el programa de políticas macroprudenciales en ALC.

## La política macroprudencial y la dinámica del lado oscuro

Como sucede con la política monetaria, la justificación de la política macroprudencial se deriva del hecho de que las economías atraviesan ciclos socialmente ineficientes que exigen medidas políticas. La política macroprudencial se centra en alcanzar una *dinámica sostenible del sistema financiero*, un objetivo que no es reductible al de otras políticas macro (fiscal y monetaria). En concreto, la política monetaria por sí sola –centrada como está en la inflación y en su volatilidad– es insuficiente para gestionar estos ciclos porque las transacciones reales y financieras interactúan con las fuerzas del lado oscuro (como se vio en el Capítulo 2), creando una clase de ineficiencias sociales que no están ni necesaria ni sistemáticamente asociadas con la dinámica de inflación a corto o largo plazo. Los objetivos de la política macroprudencial, por lo tanto, no están perfectamente correlacionados con los de la política monetaria y van más allá del principal objetivo de ésta de coordinar y anclar las expectativas de los agentes en torno a un objetivo de inflación baja y estable. En resumen, las imperfecciones macrofinancieras en la economía no pueden ser resueltas por un único instrumento.

La dinámica ineficiente de los sistemas financieros se puede explicar de dos maneras fundamentales: (a) choques exógenos amplificados por diversas fricciones financieras, y (b) dinámicas exógenas al propio proceso de desarrollo financiero (cambios de ánimo) que son amplificadas por expectativas heurísticamente ajustadas y por la psicología de masas, a menudo generada y potenciada por las innovaciones financieras. En la literatura académica, el primer tipo de dinámica se desarrolla normalmente en modelos de expectativas racionales, pero mezclada con fricciones de agencia o de acción colectiva (es decir fricciones

relacionadas con la ejecución costosa, la información asimétrica y los paradigmas de acción colectiva). El segundo tipo está asociado con la incertidumbre knightiana y la racionalidad limitada (es decir, el paradigma de cognición colectiva).

En el primer tipo, un choque exógeno “salido de la nada” refuerza agudamente una limitación financiera normalmente derivada de la necesidad de exponer capital en riesgo o colateral (debido a información asimétrica o a fricciones de ejecución de contratos). A su vez, la limitación financiera desata compras masivas o liquidaciones que tienen como resultado grandes cambios en los precios de los activos. A su vez, el cambio en el precio de los activos refuerza (o relaja) aún más la limitación financiera al reducir (o limitar) el valor del colateral subyacente. Por último, el cambio en el precio de los activos es consistente con los fundamentos ya que es validado por cambios en la productividad a medida que los activos cambian de mano. Ejemplos de esto pueden encontrarse en cambios de activos entre los participantes más informados y los menos informados (desde los especialistas en arbitraje hasta los participantes del mercado en general) como en Shleifer y Vishny (1997b); entre los que poseen mejores y peores tecnologías, como en Kiyotaki y Moore (1997); o entre los optimistas y los pesimistas, como en Geanakoplos (2009). Dado que los individuos (o las instituciones financieras individuales) no internalizan estos efectos de retroalimentación, la mejora se caracteriza por una expansión socialmente excesiva del crédito y el apalancamiento.<sup>4</sup> El crédito, los precios de los activos y la actividad real aumentan en una espiral autoreforzante y las normas de préstamo se debilitan a medida que el crédito se amplía a prestatarios marginales.<sup>5</sup> Estas fragilidades sistémicas que se gestaron en la expansión se profundizan en la contracción, cuando los efectos de retroalimentación van en la dirección opuesta y se desarrolla un círculo vicioso entre el desapalancamiento, las ventas de activos, las carteras de préstamo más débiles y el deterioro de la actividad real.

Al contrario, en la versión de cambios de ánimo de la dinámica adversa de los sistemas financieros, los efectos ineficientes de amplificación se gestan endógenamente. Enfrentado con el mundo de lo nuevo y lo desconocido (es decir, una gama de incertidumbres no reductibles acerca del futuro), los participantes del mercado ya no tienen un marco de referencia estable. Según Keynes (1936) el resultado es que “el mercado estará sometido a olas de sentimientos optimistas y pesimistas, que no tienen fundamento y que, no obstante, en cierto sentido son legítimos... [Debido a la incertidumbre]... no existe una base sólida para un cálculo razonable.” En la parte alta del ciclo, las innovaciones financieras y la economía en permanente desarrollo alimentan el optimismo y la exuberancia. Sin embargo, en algún punto, una disonancia importante basta para iniciar un cambio de ánimo, alimentado en su trayectoria descendente por una aversión aguda a la incertidumbre.<sup>6</sup> En ambos casos, la dinámica adversa se ve amplificada por las corridas a la liquidez –que son individualmente una protección, pero colectivamente son autodestructivas– y los colapsos financieros, que exacerbaban la crisis a través de la pérdida de capacidad, el contagio y la interconectividad.

Los dos tipos de fallas de mercado descritas más arriba proporcionan una razón de ser clara para la política macroprudencial como un ámbito de política independiente, diferente de la política monetaria. Sin embargo, no siempre es fácil discernir claramente entre los objetivos y el uso o mal uso de los instrumentos de la política monetaria y macroprudencial en la práctica. Para empezar, la política monetaria puede de hecho desplegarse para alcanzar objetivos de políticas macroprudenciales –por ejemplo, subiendo las tasas de interés para apaciguar una burbuja de los precios de los activos y evitar un deterioro de las normas de préstamo motivado por una búsqueda de ganancias– aunque no siempre sin costos. En realidad, la política monetaria puede ser no sólo una política menos que óptima para alcanzar los objetivos de la política

macroprudencial, sino que también puede, al seguir esa política, acabar desviándose de su objetivo principal. La utilización de la política monetaria para alcanzar objetivos de política macroprudencial puede, además, tener efectos secundarios adversos –por ejemplo, una tasa de interés más alta con el fin de deflactar una burbuja de activos que podría estimular aún más las entradas de capital especulativo que, a su vez, pueden aumentar los excesos del sistema financiero. Al contrario, la política macroprudencial puede ir más allá cuando, al perseguir sus objetivos, en realidad se usa para otros fines para los cuales no es el mejor instrumento. Éste puede ocurrir, por ejemplo, cuando la intención real al desplegar la política macroprudencial consiste en lidiar con las tensiones de la “trinidad imposible” que surge de la política errónea de tasa de cambio. Por último, hay un ámbito nebuloso, donde la política macroprudencial y otros objetivos macro se solapan; por lo tanto, identificar el mejor instrumento de políticas no es siempre fácil.<sup>7</sup>

Al perseguir su objetivo final de alcanzar la dinámica de sistemas financieros sostenibles, la política prudencial puede ser afinada para plantear cuatro frentes de ataque progresivamente más ambiciosos. Para un modesto primer frente de ataque, la política macroprudencial puede sencillamente concentrarse en corregir aquellas políticas macroeconómicas y regulatorias que contribuyen innecesariamente a la dinámica financiera adversa (es decir, si uno no puede ayudar, debería al menos no hacer daño). Para un segundo frente de ataque, la política macroprudencial debería intentar limitar la vulnerabilidad del sistema financiero ante la dinámica adversa (es decir, si uno no puede controlar la dinámica, al menos puede ser capaz de hacer que el sistema financiero sea más resistente a esa dinámica). Para un tercer frente de ataque, la política macroprudencial podría tener como objetivo limitar la acumulación de riesgos mediante el control de los efectos de amplificación (es decir, si uno no puede impedir los ciclos ineficientes, puede al menos ser capaz de limitar su

amplitud). Para un cuarto y más ambicioso frente de ataque, la política macroprudencial puede intentar mantener la economía en la vía adecuada en todo momento (es decir, se puede neutralizar la gestación de una dinámica adversa para empezar, extirpándola de raíz).

El primer frente de ataque se puede construir manteniendo políticas fiscales y monetarias sólidas (incluyendo evitar los tipos de cambio fijos insostenibles), eliminar el carácter procíclico inherente de las normas prudenciales tradicionales (Basilea I o II) y disminuir otros factores financieros que alimentan el carácter procíclico, como los descalces de moneda y el riesgo moral social (expectativas de rescate o una “opción Greenspan” para la política monetaria). Para este frente de ataque es fundamental asegurarse de que los amortiguadores prudenciales son realmente utilizados como amortiguadores (en lugar de ser intocables) cuando llegan los malos tiempos, según sostiene, por ejemplo Goodhart (2010b) y Hellwig (2010). El segundo frente de ataque requiere acumular amortiguadores prudenciales más sólidos, ya sea en solvencia o liquidez. El tercer frente requiere el uso de instrumentos macroprudenciales como mitigadores del ciclo. Por último, el cuarto frente requiere introducir impuestos pigouvianos (posiblemente dependientes del tiempo) que contribuyan a internalizar las externalidades, monitoreando y regulando la innovación financiera y reforzando o relajando juiciosamente los límites prudenciales a lo largo del camino (para contribuir a coordinar u orientar la conducta de los participantes del mercado hacia resultados socialmente deseables). En todos los casos, las actuaciones de las políticas tienen en cuenta que el conjunto es más que la suma de las partes. Reflejando la interconectividad, los derrames y externalidades, y los cambios de ánimo, lo que más importa desde la perspectiva macroprudencial no es lo riesgoso de determinados instrumentos financieros o instituciones financieras –el dominio de la regulación microprudencial– sino su correlación con el riesgo sistémico.

Si bien la literatura sobre las políticas macroprudenciales ya es amplia, rara vez se encuentra una caracterización clara y exhaustiva de los objetivos y fines descritos más arriba. Los instrumentos y políticas macroprudenciales pueden afectar a varios de estos objetivos (cada vez más ambiciosos) pero lo hacen de diferentes maneras y con diferentes alcances. Al mismo tiempo, el grado de dificultad asociada con cada uno es claramente de una magnitud diferente. Por lo tanto, un programa de reformas adecuadamente diseñado debería ajustar cuidadosamente los instrumentos y las políticas a los objetivos que se puedan perseguir de manera realista en cualquier momento del tiempo, teniendo en cuenta los riesgos y vulnerabilidades que puede enfrentar un sistema financiero, así como la capacidad de respuesta que puedan tener los supervisores. Las últimas dos Secciones de este Capítulo analizan estos temas. La parte siguiente comienza por pasar revista de los hechos estilizados de los anteriores ciclos en ALC para sentar la discusión posterior sobre los temas de políticas macroprudenciales en las realidades específicas de la región.

### Los ciclos y vulnerabilidades de ALC: ¿Lecciones del pasado?

En esta Sección se caracteriza los ciclos financieros en América Latina, a partir de una muestra de 79 países con información trimestral a lo largo del periodo 1970–2010.<sup>8</sup> Utilizando las técnicas de series temporales para poner fecha a los auges y recesiones e identificar expansiones y contracciones, en esta parte se establecen referencias para los ciclos del crédito, el apalancamiento bancario (definido como el ratio de depósitos/ crédito), los precios de las acciones y de la vivienda, el tipo de cambio real y los flujos de capital comparando los países industrializados de ALC con los países emergentes no ALC.<sup>9</sup> Los ciclos que no acabaron con una crisis bancaria también se comparan con los que sí lo hicieron, y el último ciclo del crédito (es decir, la expansión que precedió a la crisis financiera global) se compara con los ciclos previos.<sup>10</sup>

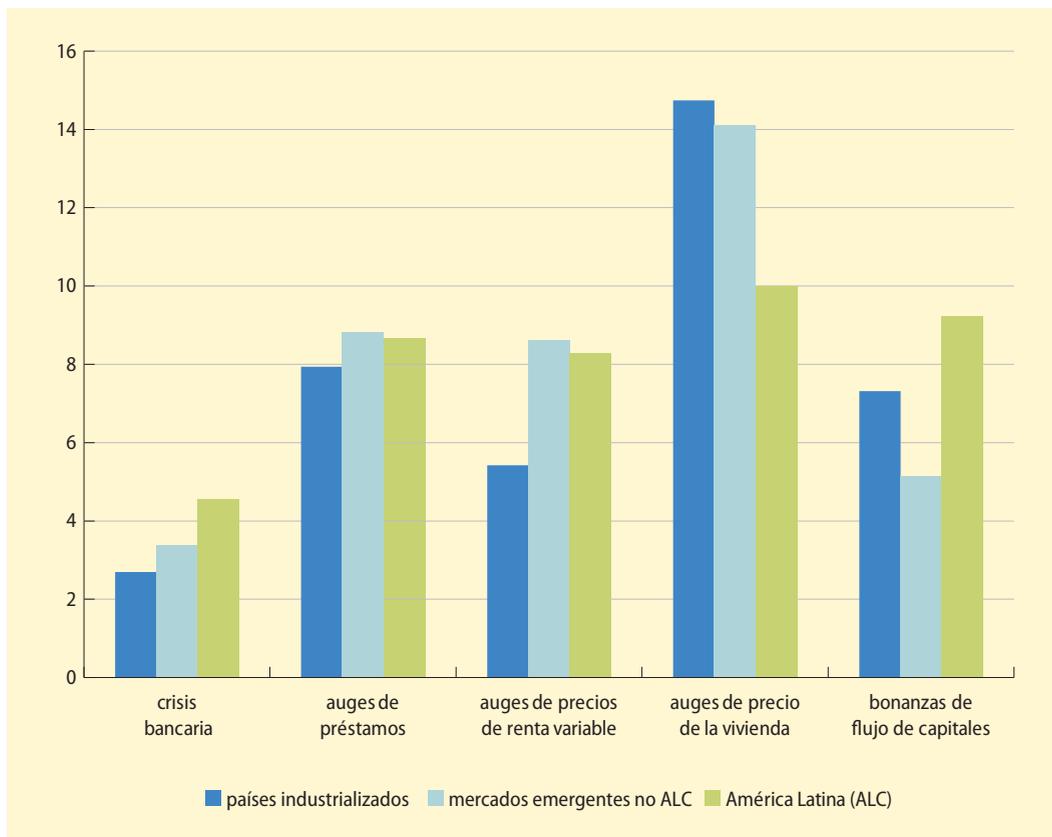
### Los ciclos financieros de ALC han sido a la vez bastante frecuentes y más pronunciados

Basándose en la historia reciente de ALC, la probabilidad incondicional (es decir, la frecuencia a lo largo del periodo de la muestra) de una “explosión” de crédito en ALC es similar a la de otras economías emergentes pero superior a la de los países industrializados (Gráfico 11.1). De la misma manera, la probabilidad incondicional de una “explosión” del precio de la renta variable es más alta en ALC que en los países industrializados. Sin embargo, es notable observar que los auges del precio de la vivienda son sustancialmente menos frecuentes en ALC, lo cual coincide con el notable subdesarrollo del mercado hipotecario identificado y discutido en el Capítulo 6. Sin embargo, los ciclos (especialmente el del crédito) han sido más prolongados y bruscos, especialmente durante las recesiones (Cuadro 11.1). Por ejemplo, la caída media en el crédito per cápita en ALC durante las fases de auge a recesión es aproximadamente de 18%, cuatro veces superior a lo observado en los países industrializados (4,4%) y más del doble de la magnitud observada en otros mercados emergentes. De la misma manera, las fluctuaciones cíclicas en el apalancamiento bancario, los precios de la vivienda y los tipos de cambio reales muestran una mayor amplitud en ALC, sobre todo en las recesiones cíclicas. Estos hechos reflejan la historia de la inestabilidad macroeconómica de la región, según se observa en posiciones fiscales y externas insostenibles, en los episodios de alta inflación y en las crisis bancarias y monetarias recurrentes.

### Los ciclos del crédito en ALC han tendido a preceder a los ciclos reales y a seguir a los ciclos de los precios de los activos.

Todas las variables macro están estrechamente relacionadas con los ciclos del crédito, pero más concretamente con la producción (más del 70% de concordancia)

**GRÁFICO 11.1 Probabilidad incondicional de auges y crisis**



*Fuente:* Calderon and Servén (2011). Este gráfico presenta la frecuencia de los episodios de crisis bancarias en la muestra de países. Se calcula la probabilidad incondicional de las crisis bancarias como el número de años donde una crisis tiene lugar dividido por el número de años en el conjunto de la muestra del país. Los episodios de crisis bancarias se identifican como en Laeven y Valencia (2008). Se lleva a cabo un cálculo análogo para la frecuencia de auges de préstamos, auges de precio de la renta variable y de precio de la vivienda, y las bonanzas de flujo de capitales. Siguiendo a Claessens et al. (2011a, en prensa), definimos estos auges financieros como el cuartil superior de la mejora en el crédito, los precios de las acciones, precios de la vivienda y entradas netas de capitales en la muestra mundial.

(Gráfico 11.2).<sup>11</sup> Sin embargo, el crédito real tiende a preceder a la producción en los puntos de inflexión, especialmente al comienzo de la recesión.<sup>12</sup> Este patrón de precedencia es incluso más pronunciado en las recesiones de producción que coinciden con una crisis bancaria (Gráfico 11.3). Al mismo tiempo, es más probable que los auges del préstamo estén precedidos por los auges en el precio de los activos.<sup>13</sup> No es sorprendente que en el caso de los precios de la renta variable, este resultado sugiera que estos últimos son predictores tempranos de condiciones económicas que mejoran. Sin embargo, es notable que los precios

de la vivienda en ALC tiendan a preceder (en lugar de seguir) a los auges del crédito. Esta inversión del orden es un recordatorio del rol limitado que ha jugado hasta ahora en ALC la disponibilidad de crédito hipotecario como influencia en el precio de la vivienda. Sin embargo, es probable que esto cambie en el futuro a medida que se desarrolle el mercado hipotecario, y es algo para lo cual las autoridades ya deberían prepararse. También es sorprendente que sea menos probable que las bonanzas de los flujos de capital en ALC sean seguidas por auges del préstamo, en comparación con lo que ocurre en otras regiones (Gráfico 11.4),

**CUADRO 11.1 Principales rasgos de los ciclos reales y financieros**

Muestra: 79 países, 1er trim. 1970 –2010 4º trim.

	1970–2010					
	Duración promedio		Amplitud mediana		Inclinación mediana	
	Auge	Recesión	Auge	Recesión	Auge	Recesión
<b>PIB real</b>						
Países industrializados (IND)	3.17	3.98	2.9%	–2.4%	0.6%	–0.6%
América Latina	3.36	3.76	5.6%	–5.5%	1.3%	–1.4%
Mercados emergentes no ALC	3.34	3.61	7.5%	–5.1%	1.8%	–1.6%
<b>Crédito per cápita real</b>						
Países industrializados (IND)	5.08	6.12	3.9%	–4.4%	0.9%	–0.9%
América Latina	4.40	7.10	9.9%	–17.7%	2.4%	–2.8%
Mercados emergentes no ALC	4.39	5.31	7.4%	–7.1%	2.2%	–1.8%
<b>Ratio Crédito-GDP</b>						
Países industrializados (IND)	4.56	7.15	3.5%	–5.5%	0.9%	–1.0%
América Latina	4.94	8.31	7.6%	–15.9%	2.0%	–2.5%
Mercados emergentes no ALC	4.03	6.53	5.2%	–7.4%	1.2%	–1.3%
<b>Apalancamiento bancario</b>						
Países industrializados (IND)	4.31	10.33	3.3%	–11.3%	0.9%	–1.5%
América Latina	3.42	14.64	4.9%	–31.4%	1.9%	–3.3%
Mercados emergentes no ALC	3.29	13.13	3.7%	–20.4%	1.3%	–2.6%
<b>Precios acciones</b>						
Países industrializados (IND)	3.99	6.23	19.3%	–35.9%	5.3%	–7.0%
América Latina	4.09	6.42	36.3%	–56.7%	8.9%	–11.2%
Mercados emergentes no ALC	4.08	6.21	33.4%	–55.4%	7.2%	–8.9%
<b>Precios vivienda</b>						
Países industrializados (IND)	3.94	7.06	2.9%	–4.5%	0.9%	–0.9%
América Latina	4.50	8.33	6.8%	–19.7%	2.4%	–2.7%
Mercados emergentes no ALC	3.91	7.89	3.5%	–8.1%	1.0%	–1.4%
<b>Tipo de cambio efectivo real</b>						
Países industrializados (IND)	4.05	5.45	3.5%	–6.7%	1.0%	–1.3%
América Latina	3.94	6.01	6.4%	–12.3%	2.1%	–2.3%
Mercados emergentes no ALC	3.72	5.89	5.4%	–9.8%	1.5%	–2.0%
<b>Entradas brutas de capital (ratio -PIB)</b>						
Países industrializados (IND)	3.29	5.17	3.7%	–5.3%	0.9%	–1.1%
América Latina	3.45	5.20	3.0%	–4.2%	0.6%	–1.0%
Mercados emergentes no ALC	3.23	4.98	3.0%	–4.4%	0.8%	–1.0%

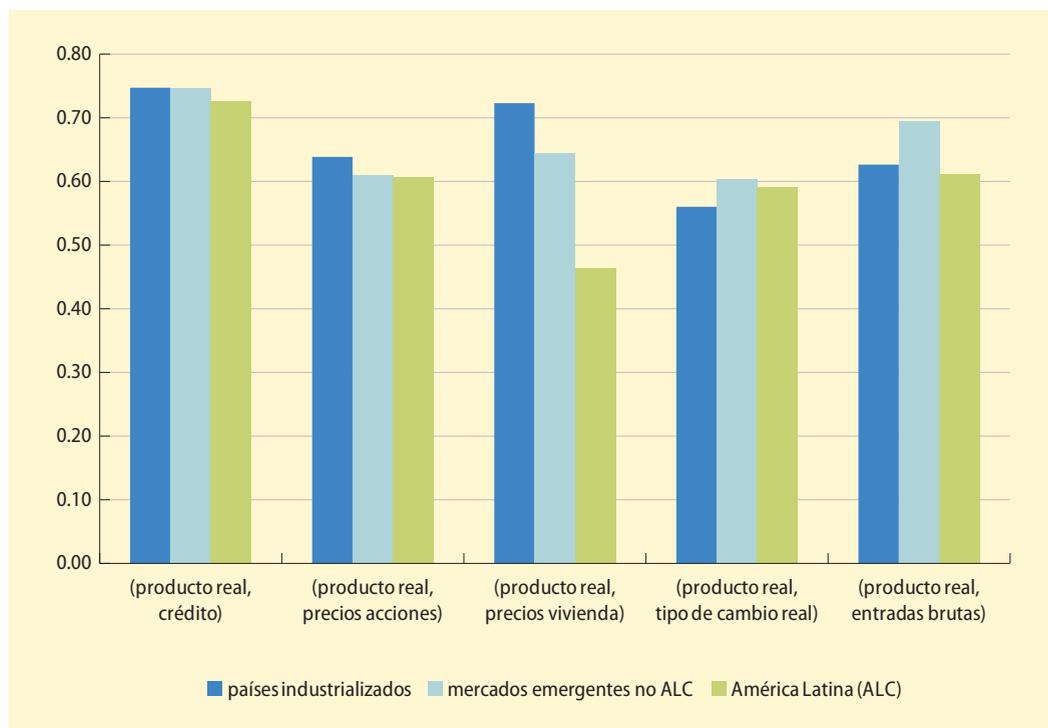
Fuente: Calderon and Servén (2011).

Se registra la duración media (en trimestres) de las diferentes fases cíclicas (recesiones y auges) para las variables reales y financieras. Las estadísticas para amplitud e inclinación se refieren a medianas de la muestra a lo largo de los episodios (Obsérvese que los promedios para estos estadísticos no están registrados pero están disponibles de parte de los autores cuando solicitados). La duración de las recesiones (o contracciones) es el número de trimestres entre los puntos más altos y los más bajos. Los auges (o recuperaciones) son definidos como la etapa temprana de la expansión que tiene lugar cuando el indicador real o financiero rebota desde el punto más bajo hasta su punto más alto previo. La amplitud de la recesión es la distancia entre el punto más alto en la producción real y el punto más bajo subsiguiente, mientras que la del auge se computa como la variación acumulativa de los cuatro trimestres en la producción real después del punto más bajo. La inclinación de la recesión es el ratio entre la fase del punto más alto y el más bajo (el más bajo y el más alto) del ciclo de en relación con la duración.

lo cual podría reflejar el rol amortiguador más importante de los tipos de cambio. En realidad, los tipos de cambio reales se mueven más claramente con el ciclo del crédito que las entradas de capital, una tendencia que se ha agudizado durante el último ciclo (Gráficos 11.5 y 11.6).

### Los ciclos financieros de ALC han acabado más a menudo en crisis.

Los colapsos financieros han ocurrido más frecuentemente en ALC que en otras regiones (Gráfico 11.1). En primer lugar, la probabilidad incondicional de una crisis

**GRÁFICO 11.2 Sincronización entre producto real y ciclos financieros**

Fuente: Calderon y Servén (2011).

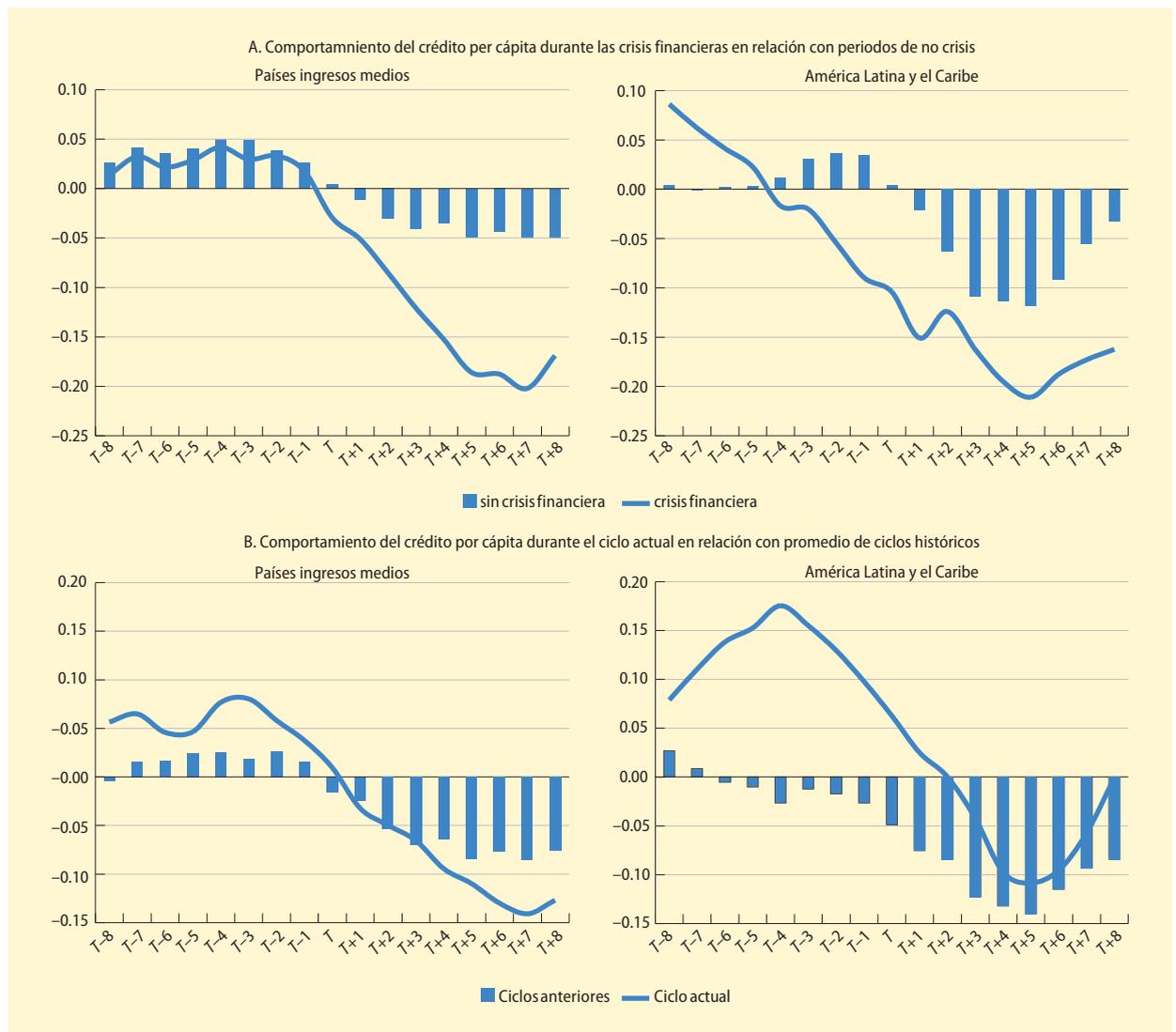
Los gráficos representan las estadísticas de concordancia para los ciclos del par de variables correspondiente (Harding y Pagan, 2002a). El índice de concordancia toma valores entre 0 y 1 y mide la fracción del tiempo en que los dos ciclos se encuentran en la misma fase cíclica. Las cifras de concordancia presentadas en el cuadro se calculan para el período 1er trim. 1970 –4º trim 2010.

bancaria es más alta en América Latina (4,6%) que en los países industrializados o en otros mercados emergentes (2,7% y 3,4% respectivamente). La frecuencia de las crisis bancarias que siguen a los auges del préstamo también es más alta en ALC que en otras regiones. Casi la mitad de los episodios de crisis bancaria en ALC siguieron a los auges del préstamo, y más de la mitad de estos colapsos fueron precedidos ya sea por auges en el precio de las acciones o por bonanzas de entradas de capital. Además, cuando han tenido lugar las crisis, sus costos han sido muy altos, cualquiera sea la manera de medirlos.<sup>14</sup> Además, la escala del auge es un importante predictor de la ocurrencia de crisis: es más probable que los auges más grandes acaben mal. Concretamente, la probabilidad de que un auge en el crédito real per cápita acabe en un colapso

financiero está positivamente asociada con la duración y el tamaño del auge del crédito (Cuadro 11.2).<sup>15</sup> Además, el tamaño del auge del crédito sigue siendo un buen predictor de los colapsos financieros aún después de controlar por el tamaño de los auges en los precios de los activos (precios de las acciones y tasas de cambio real) y los flujos de capital. En realidad, la magnitud del auge del crédito es el principal predictor de crisis; una vez que se tiene en cuenta, la existencia (o la magnitud) de los auges en otras variables financieras no aumenta significativamente el poder predictivo.<sup>16</sup>

¿En qué medida los patrones históricos de los ciclos financieros en ALC son una guía para el diseño de las políticas macroprudenciales? La respuesta no es sencilla. Por un lado, la duración, amplitud e intensidad de los ciclos del crédito en el mundo,

**GRÁFICO 11.3 Comportamiento del crédito durante recesiones en la actividad económica real: ¿Los ciclos financieros determinan los ciclos reales?**



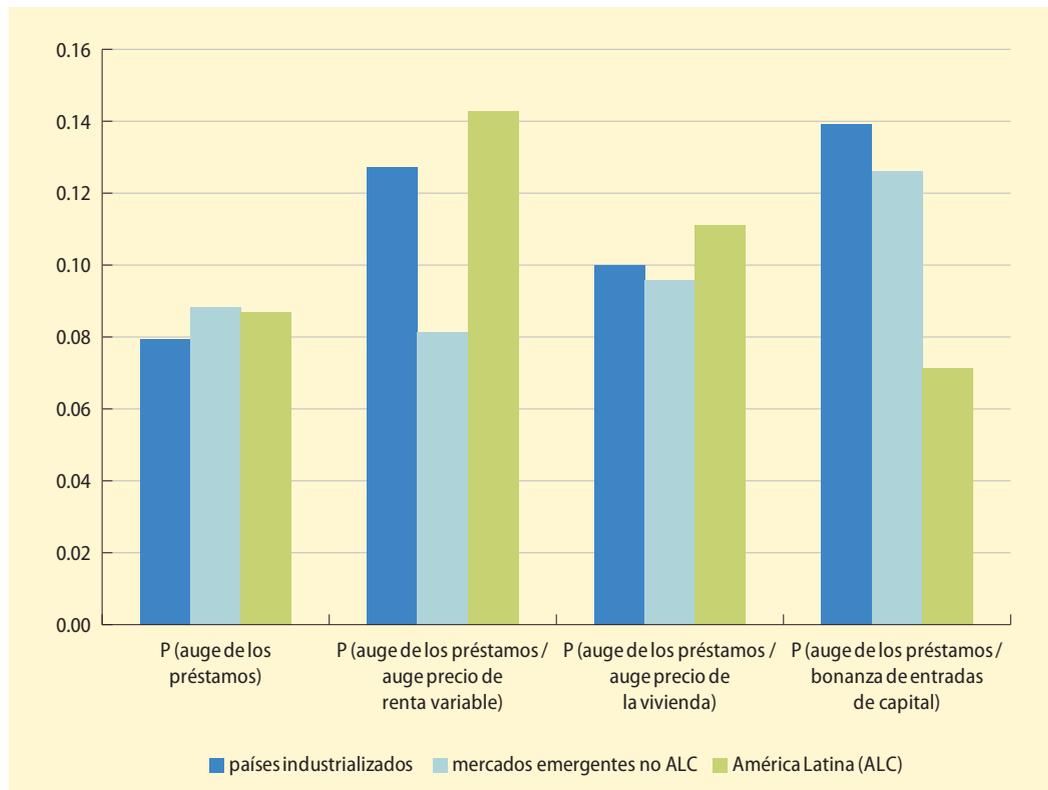
Fuente: Calderon y Servén (2011).

Este gráfico ilustra el índice de crecimiento (o variación) en los precios del crédito y de los activos en torno a ventanillas de 17 trimestres centradas en torno a los auges en el crédito real per cápita (T). El periodo T cuando se produce el auge en el crédito real per cápita se identifica usando el algoritmo trimestral Bry-Boschan (Harding y Pagan, 2002b). El panel A muestra la evolución de la tasa del crédito durante los auges en el producto real asociados con episodios de crisis bancaria (según lo definido en Laeven y Valencia, 2008). El panel B distingue entre auges del PIB real durante el ciclo actual (2006-10) y el promedio de anteriores ciclos del producto.

y especialmente en América Latina, han disminuido a lo largo del tiempo, sobre todo durante el último decenio (Gráfico 11.7). Esta mitigación mundial podría atribuirse a lo que ha llegado a conocerse como la Gran Moderación. Sin embargo, en ALC se vio acentuada por la notable mejora de los marcos

de política macroeconómica, por pesos de la deuda menores y por la disminución de los descalces de moneda. Este progreso en el “sistema inmune” macrofinanciero de ALC no sólo disminuyó la volatilidad de la producción a lo largo del tiempo, sino que también hizo a la región más resistente a los choques

GRÁFICO 11.4 Probabilidad condicional e incondicional de los auge de los préstamos



Fuente: Calderon y Servén (2011).

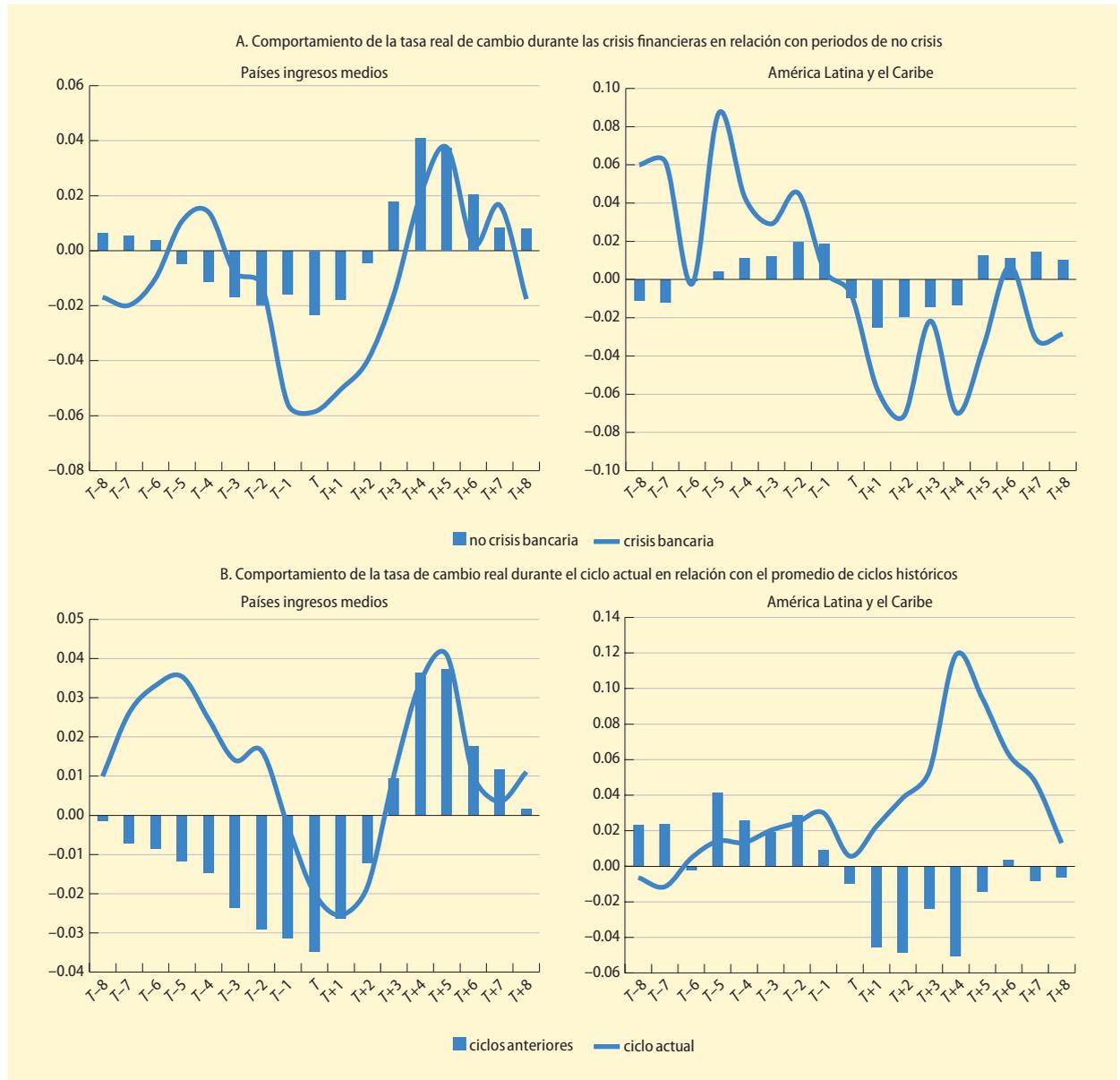
Notes: Las probabilidades incondicionales se calculan como la frecuencia de los auge del préstamo en la muestra. Por otro lado, la probabilidad condicional de los auge del préstamo registra la frecuencia de los auge de en los precios de los activos o de flujos de capital durante  $t$ ,  $t-1$  o  $t-2$  que acaban en crisis bancaria en el periodo  $t$ . Por último se debería observar que los auge financieros y las bonanzas de flujos de capital se definen como componentes cíclicos de las correspondientes variables financieras que superan 1,75 veces su desviación estándar.

globales.<sup>17</sup> Dado este cambio significativo, una simple extrapolación de frecuencias y magnitudes de ciclos pasados no sería una base sólida para las políticas macroprudenciales en el futuro. Sin embargo, la importancia de los ciclos del crédito con respecto a otros ciclos, así como algunos de los resultados de la secuencia en que se siguen, probablemente perdurarán mientras la estructura financiera básica no cambie demasiado.

En cualquier caso, el análisis retrospectivo de los ciclos debe ser complementado por un estudio más prospectivo de los riesgos y vulnerabilidades.<sup>18</sup> Actualmente gran parte de la región experimenta una doble turbulencia que proviene del exterior y es el resultado de un agudo ciclo mundial de asincronismo. Por un lado, grandes

aumentos en los precios de las materias primas, relacionado con un alto crecimiento en Asia, que está produciendo una *bonanza de los términos de intercambio*. Por otro lado, las condiciones económicas constantemente deprimidas en los países industrializados están produciendo tasas de interés mundial muy bajas, lo cual, a su vez, arroja como resultado *un diluvio de liquidez global*. Estas presiones externas se combinan con las presiones internas que resultan de políticas nacionales que siguen siendo estimulantes (tanto fiscales como financieras). El resultado es que varios países en ALC están experimentando entradas de capital inusualmente fuertes. En parte, la consecuencia es que algunos se encuentran en medio de un auge sostenido del crédito (por

**GRÁFICO 11.5 Comportamiento de la tasa de cambio real durante las recesiones en crédito real**



Fuente: Calderon y Servén (2011).

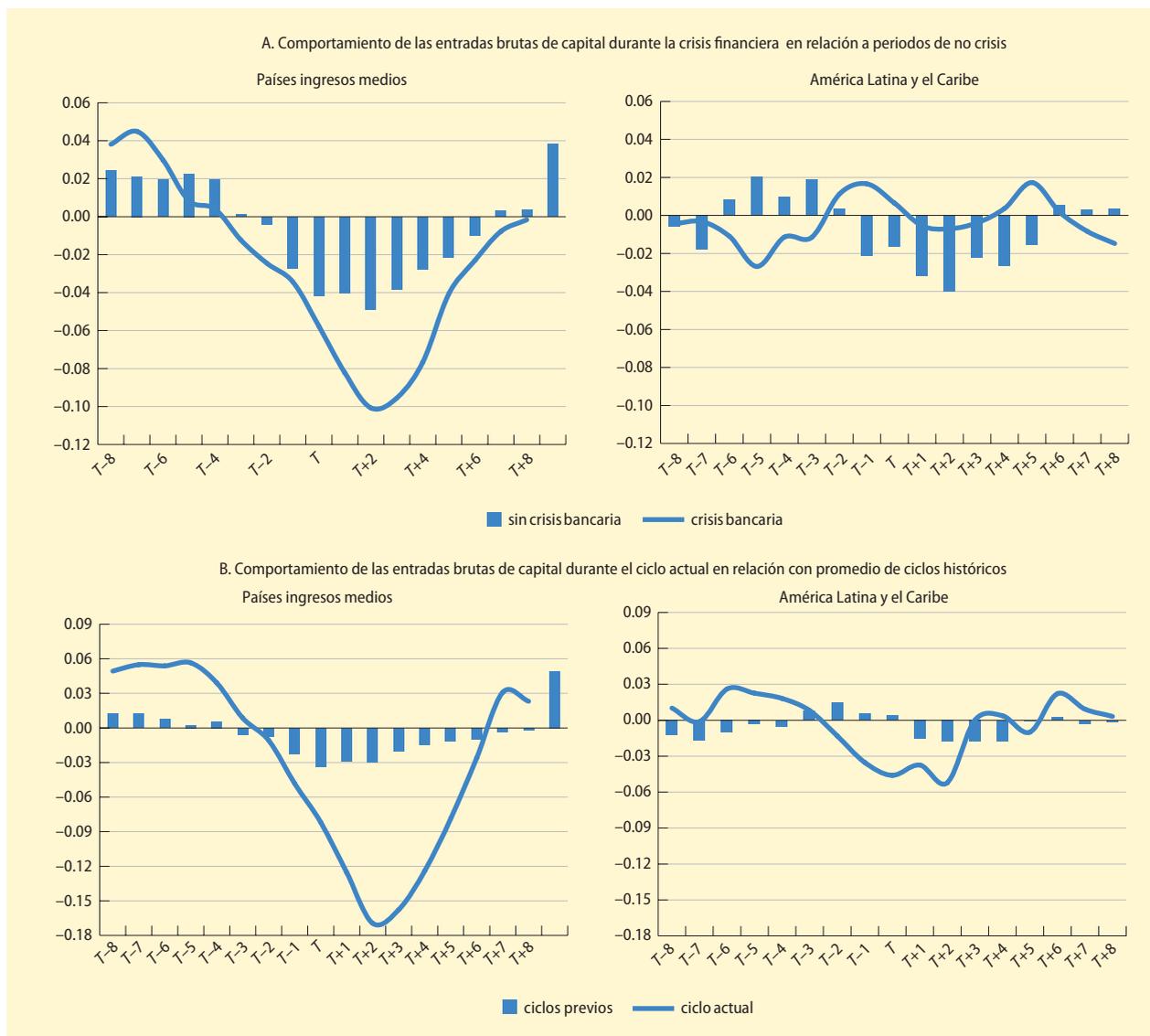
Este gráfico ilustra el índice de crecimiento (o variación) en la tasa de cambio real en torno a ventanas de 17 trimestres centradas en torno a los auges en el crédito real per cápita (T). El periodo T cuando se produce el auge en el crédito real per cápita se identifica usando el algoritmo trimestral Bry–Boschan (Harding y Pagan, 2002b). El panel A muestra la evolución de la tasa de cambio real durante los auges en el crédito real asociados con episodios de crisis bancaria (según lo definido en Laeven y Valencia, 2008). El panel B distingue entre auges del crédito real durante el ciclo actual (2006–10) y el promedio de anteriores ciclos del crédito.

ejemplo, Brasil y Perú), y otros en medio de un incipiente auge del crédito (por ejemplo, Colombia).

Como se explicó en el Capítulo 6, la respuesta de las políticas de la región se ha visto

muy complicada por el asincronicidad del ciclo mundial. La poderosa economía asiática exige aumentar las tasas de interés. Sin embargo, esto choca de frente con las bajas tasas mundiales impuestas por los países de

**GRÁFICO 11.6 Capital extranjero y recesiones del crédito**



Fuente: Calderon y Servén (2011).

Este gráfico ilustra el índice de crecimiento (o variación) año a año en el ratio de entradas brutas en relación con el PIB en torno a ventanillas de 17 trimestres centradas en torno a los auges en el crédito real per cápita (T). El periodo T cuando se produce el auge en el crédito real per cápita se identifica usando el algoritmo trimestral Bry–Boschan (Harding y Pagan, 2002b). En el panel A se muestra la evolución de los ratios de entradas brutas y PIB durante los auges en el crédito real asociados con episodios de crisis bancaria (según lo definido en Laeven y Valencia, 2008). El panel B distingue entre auges del crédito real durante el ciclo actual (2006–10) y el promedio de anteriores ciclos del crédito.

altos ingresos, ahora deprimidos. La gestión de este conflicto se ha visto aun más obstaculizada por las tasas de interés relativamente altas de la región – el legado perdurable de su turbulento pasado – y (como se demostró en el Capítulo 4) por su cuenta de capitales relativamente más abierta, en comparación

con otras economías emergentes (sobre todo las economías asiáticas). Por lo tanto, la política monetaria se ha enfrentado más que en otras regiones con las grandes y crecientes apreciaciones del tipo de cambio real. En su conjunto, las crecientes vulnerabilidades financieras y los obstáculos que enfrenta la

**CUADRO 11.2 Tamaño de los auges financieros y la probabilidad de crisis: Análisis probit**

Muestra: 79 países, 1er trim. 1970-4º trim 2010

	[1]	[2]	[3]	[4]
<b>Crédito</b>				
Crédito real (amplitud de auge anterior)	1.1555** (0.518)	1.3246 (1.027)	2.5876* (1.364)	2.6228* (1.405)
<b>Flujos de capital</b>				
Ratio de no IED con PIB (amplitud de auge anterior)	..	-0.1269 (1.844)	-1.2177 (2.306)	-1.3084 (2.308)
<b>Precios activos</b>				
Tipo de cambio real (amplitud de auge anterior)	..	..	2.1246 (2.208)	2.2336 (2.291)
Preccios acciones (real) (amplitud de auge anterior)	..	..	0.1658 (0.523)	0.0984 (0.560)
<b>Apalancamiento del sistema bancario</b>				
Ratio crédito-depósito (Amplitud punto bajo-alto)	..	..	..	-0.3075 (0.528)
<b>Constante</b>				
	-1.4536** (0.163)	-1.3826** (0.256)	-1.8141** (0.345)	-1.7686** (0.366)
<b>No. de obs.</b>	298	144	116	110
<b>Probabilidad en el registro</b>	-108.4	-58.0	-38.3	-36.8
<b>Pseudo R al cuadrado</b>	0.0623	0.0581	0.2084	0.193

Fuente: Calderon and Servén (2011).

Los números entre paréntesis representan errores estándar robustos.

Nivel de importancia: \* = 10%; \*\* = 5%, y \*\*\* = 1%.

política monetaria abogan fuertemente por establecer o fortalecer rápidamente la capacidad de la política macroprudencial de la región. A su vez, esta última tendrá que lidiar con diversos temas clave de diseño o de políticas, como se discutirá en la parte siguiente.

### Algunos temas clave de diseño de la política macroprudencial

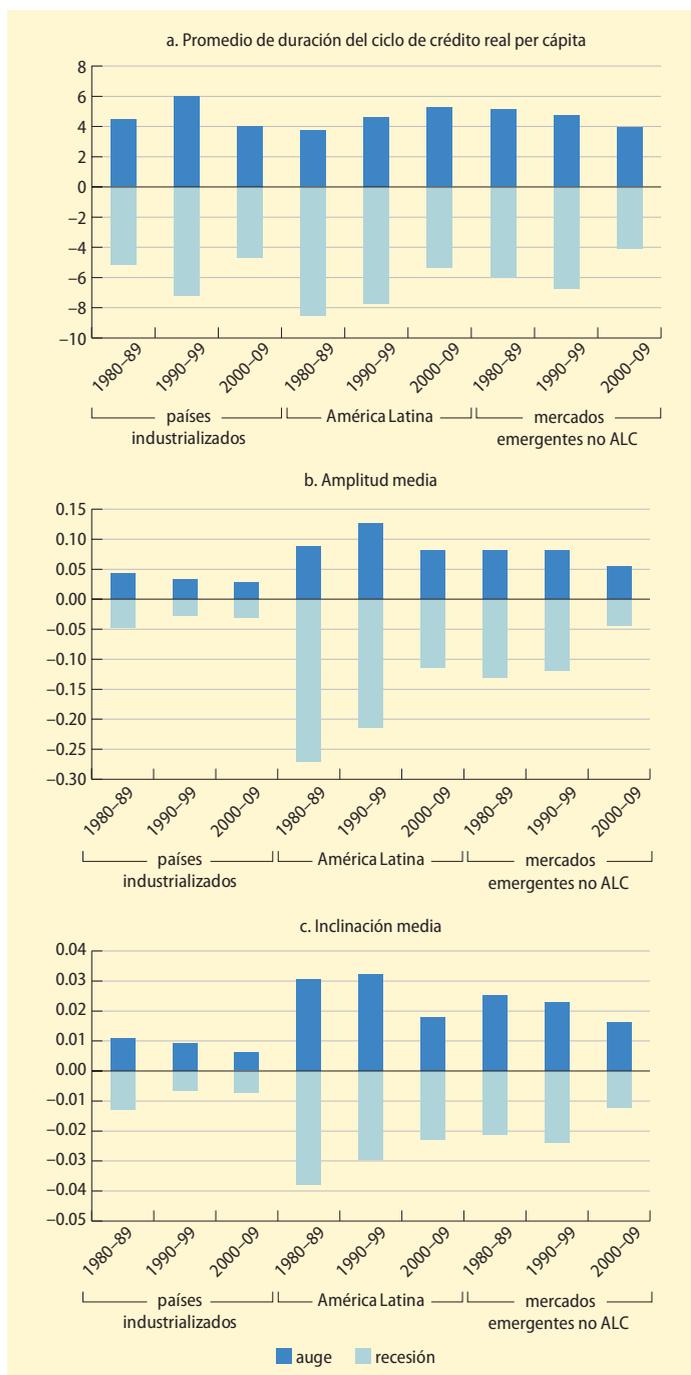
La perspectiva macroprudencial ha motivado un cierto número de propuestas regulatorias. La mayoría de ellas requieren ajustar los instrumentos regulatorios a los cambios en el riesgo a lo largo del ciclo, esencialmente impulsando la regulación en el auge y relajándola en la recesión. Este enfoque suscita ciertas preguntas clave que influyen prácticamente en todas las propuestas. ¿Cuán ambiciosos deberían ser los responsables de las políticas? ¿Deberían las regulaciones macroprudenciales intentar proteger el sistema financiero sólo ajustando los amortiguadores prudenciales a lo largo del ciclo de la manera

más eficiente? ¿O deberían las regulaciones macroprudenciales ir más allá y buscar también cómo mitigar el ciclo mismo? ¿Debería el ajuste basarse en reglas o dejarse a la discreción del regulador? ¿Deberían los instrumentos de la política macroprudencial estar basados en el precio o basados en la cantidad? En esta Sección se echará alguna luz sobre estas preguntas teniendo en cuenta las dificultades que los países han tenido para abordarlas y sus experiencias al hacerlo.

### El punto perfecto versus el hiperactivismo.

Al considerar las políticas para gestionar el riesgo sistémico a lo largo del ciclo, primero se debe tener en cuenta que el ciclo financiero en parte refleja fundamentos que son en sí mismos procíclicos. Las oportunidades de inversión y la demanda de crédito aumentan durante el auge, mientras que el riesgo de los posibles prestatarios disminuye. En realidad, la noción de “destrucción creativa”

**GRÁFICO 11.7 Principales rasgos del ciclo del crédito a lo largo del tiempo**



Fuente: Calderon y Servén (2011). Se registra la duración promedio de las diferentes fases cíclicas (recesiones y auges) para los indicadores de crédito real por región y periodo. Las estadísticas para amplitud e inclinación se refieren a medianas de la muestra a lo largo de los episodios.

de Schumpeter que caracteriza a las economías de mercado introduce un carácter cíclico real que está entrelazado con las fluctuaciones financieras. Así, parte del ciclo financiero puede reflejar ajustes eficientes a los cambios en los fundamentos reales subyacentes (es decir, los efectos reales del ciclo comercial). O puede reflejar el exceso de fluctuaciones que es preferible tratar mediante una política monetaria tradicional. Además, distinguir entre ciclos y tendencias financieras es difícil, especialmente en las economías emergentes con un retraso en la profundidad financiera (el caso de ALC), ya que la rápida expansión financiera puede estar reflejando solamente el crecimiento de actualización de rezago. Por lo tanto, hay claramente un riesgo de exceso de política macroprudencial. La política macroprudencial no debería pretender nivelar totalmente el ciclo. Debería más bien concentrarse en encontrar el “punto perfecto” – es decir, contener sólo el “exceso” de volatilidad causado por una actividad financiera socialmente indeseable (calmando los mares excesivamente tormentosos) y potenciando la resistencia y estabilidad del sistema financiero (protegiendo la embarcación de los mares agitados). Identificar este tipo de excesos financieros es una tarea difícil. El hecho de que sólo una pequeña fracción de los auges del crédito (alrededor de una cada diez) acaba en colapsos es una advertencia más contra los peligros del hiperactivismo.<sup>19</sup>

**¿Amortiguadores o mitigadores?**

Como se ha señalado, los amortiguadores prudenciales (capital, provisiones genéricas y liquidez) tienen que volverse más disponibles para las instituciones financieras en la recesión, cuando los costos de financiamiento aumentan y se deteriora su cartera de préstamos y rentabilidad. Los requisitos mínimos fijados (sobre el capital, las provisiones por pérdida de préstamos, etc.), por muy altos que sean, no ayudan en este sentido, puesto que deben ser constantemente cumplidos a lo largo del ciclo.<sup>20</sup> Al contrario, la habilidad de rebajar sin penalización durante las

recesiones los amortiguadores que fueron creados en el auge debería contribuir a proteger mejor al sistema financiero y, a la vez, a mitigar la amplitud del ciclo. Al mismo tiempo, al dar a las instituciones una auto-protección (capacidad de absorber pérdidas), la capacidad de utilizar los amortiguadores en tiempos malos debilita las externalidades de las liquidaciones (al reducir la necesidad de vender activos). Además, los amortiguadores contracíclicos que son utilizables por la institución también pueden contribuir en tiempos malos compensando el efecto de desapalancamiento procíclico de los requisitos de capital mínimos ponderados según el riesgo, de tipo Basilea II.<sup>21</sup>

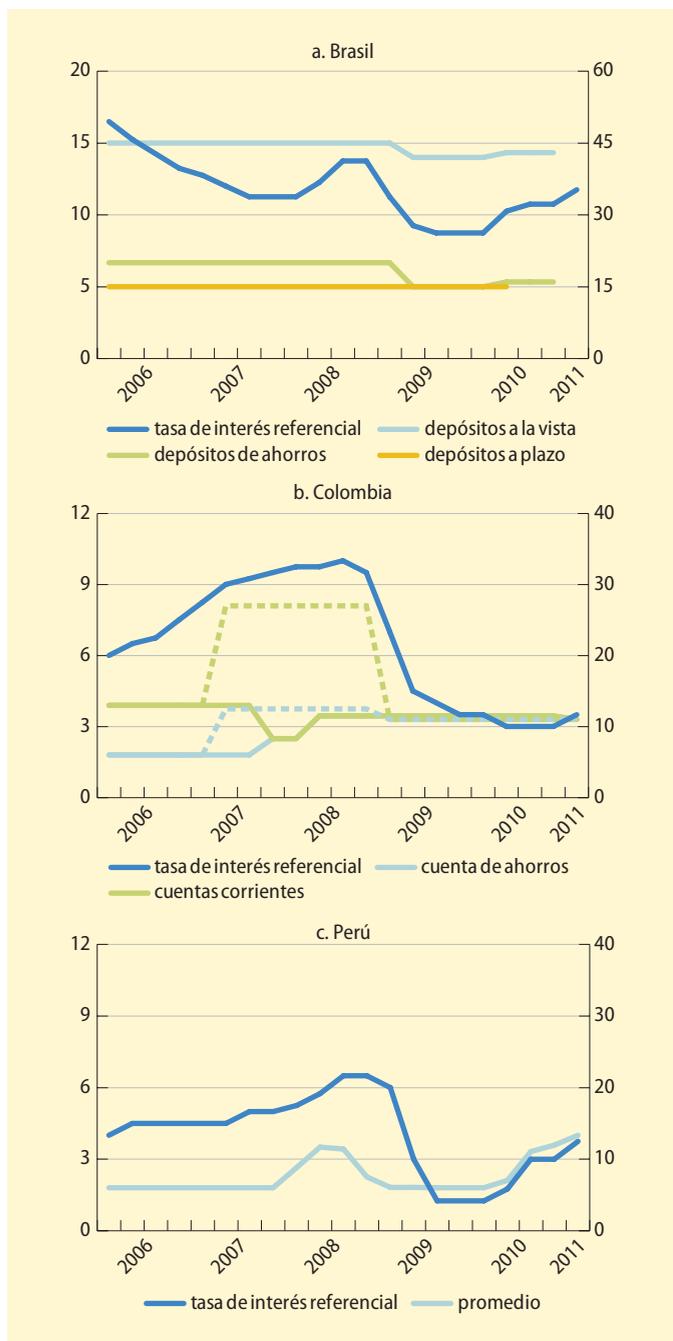
Se han recomendado ampliamente los amortiguadores de capitales contracíclicos, tanto en la literatura académica como en la de las políticas.<sup>22</sup> Sin embargo, actualmente sólo hay investigaciones analíticas limitadas y ninguna experiencia real sobre su diseño y eficacia. Por lo tanto, no está claro si el tamaño recomendado por el Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria (2,4% de activos, ver BCBS 2010a) sería adecuado para contener sustancialmente el desapalancamiento en la recesión. Incluso se sabe menos acerca de su contribución a la mitigación de la volatilidad agregada. Si bien un estudio reciente de Angelini *et al.* (2011) señala que el capital contracíclico de tipo Basilea III reduciría la volatilidad del PIB hasta el 20% comparado con un panorama sin amortiguador, queda mucho trabajo por delante para evaluar la robustez de estos resultados.

Al contrario, el provisionamiento contracíclico ha tenido un uso real, sobre todo en España, y más recientemente se ha vuelto popular en diversos países de ALC y de Asia.<sup>23</sup> Aunque el objetivo es similar al de los amortiguadores capitales contracíclicos, la principal diferencia es que tradicionalmente se ha considerado que las provisiones son amortiguadores contra los riesgos que ya han sido reconocidos (pérdidas esperadas) mientras que el capital se utiliza como amortiguador contra riesgos que no han sido reconocidos (pérdidas inesperadas). La lógica subyacente es que se incurre en el crédito de

riesgo durante la expansión, cuando se están creando las carteras de crédito, aunque las pérdidas esperadas que las provisiones intentan cubrir aún no han sido identificadas en préstamos específicos. Al dar a los bancos incentivos para ampliar los préstamos más cuidadosamente en el auge y al limitar el crecimiento de las ganancias y el capital de los bancos, el provisionamiento dinámico debería contribuir a limitar la expansión del crédito. Sin embargo, su principal objetivo no es impedir los auges del crédito en sí, una tarea que podría requerir tasas de provisionamiento prohibitivamente altas. Así, si bien la mayoría de los observadores están de acuerdo en que el esquema de provisionamiento dinámico en España ayudó a los bancos a capear mejor la recesión global, hay menos acuerdo en lo que se refiere a su impacto en el ciclo.<sup>24</sup> En términos retrospectivos, fue claramente insuficiente para apaciguar el ciclo de préstamo o impedir el auge de los precios inmobiliarios. Sin embargo, también se puede sostener que, sin ello, el auge del crédito y la burbuja inmobiliaria habrían sido incluso más grandes.

Otra opción consiste en mantener la acumulación de riesgo en sí misma y abordar los contagios de riesgo limitando, el apalancamiento de las instituciones financieras o el financiamiento de corto plazo, o directamente teniendo como objetivo el crecimiento del crédito a lo largo del ciclo mediante requisitos de liquidez o de reservas. Así, algunos han sugerido introducir un ratio de apalancamiento máximo ajustable.<sup>25</sup> De la misma manera, se han sugerido diversos esquemas para penalizar el financiamiento mayorista a corto plazo (pasivos no centrales) y estimular la tenencia de activos sistémicamente líquidos.<sup>26</sup> En años recientes, muchos países emergentes (incluyendo varios países ALC con regímenes que apuntan a la contención de la inflación, como Brasil, Colombia y Perú) han recurrido a cambios discrecionales en los requisitos de reservas de los bancos para moderar los ciclos del crédito (Gráfico 11.8).<sup>27</sup> Su principal impacto en el crédito deriva del hecho de que los requisitos de reservas no son remunerados; por lo tanto, introducen un impuesto implícito que amplía el diferencial de la tasa de interés de

**GRÁFICO 11.8 Exigencias de reservas y tasas de referencia**



Fuente: Calderon y Servén (2011).

los préstamos-depósitos.<sup>28</sup> Sin embargo, en la práctica, aún queda por demostrarse cabalmente la efectividad de costo de los requisitos de reserva para mitigar la amplitud del ciclo

de los préstamos (en relación con otros instrumentos macroprudenciales potenciales, como los requisitos de capital contracíclico).<sup>29</sup>

### ¿Reglas o discreción?

La experiencia limitada con la mayoría de las propuestas sobre regulación contracíclica, el hecho de que muchas de ellas sigan sin someterse a prueba y el rol de los cambios de ánimo en la dinámica financiera sugieren en su conjunto la necesidad de una discreción regulatoria. En realidad, las reglas son más adecuadas a un mundo de expectativas racionales que a un mundo de incertidumbre y racionalidad limitada. Sin embargo, cuanto más discreción ejerzan las autoridades regulatorias, más altos serán los obstáculos políticos. Por lo tanto, el enfriamiento del auge podría ser demasiado poco y llegar demasiado tarde. En realidad, es importante recordar que la regulación contracíclica habría sido posible en muchos países en el periodo previo a la crisis financiera global, si bien muy pocos hicieron uso de ella. Así, pensándolo bien, es más probable que una regulación contracíclica de “créala y olvídala”, basada en reglas bien definidas contribuya a desviar las presiones sobre el regulador. Sin embargo, hay dudas acerca de si las normas contracíclicas prudenciales basadas en reglas serían suficientes, y es probable que tuviera que incluirse una dosis significativa de discreción en cualquier marco de políticas macroprudenciales, un tema al que se volverá en el Capítulo 13.

Independientemente de si predominan las reglas o la discreción, los asuntos se compli- can debido a la faltade políticas macropru- denciales bien definidas sobre las que sea fácil llegar a un acuerdo, así como a la falta de indicadores a los que los cambios en esa polí- tica se puedan vincular automáticamente. A diferencia de la política monetaria (la estabi- lidad de los precios) que se puede representar mediante un índice resumido bien medido, la estabilidad financiera es un concepto eva- sivo y multidimensional, mucho más difícil de medir y monitorear. Además, la señal que lo activa debería ser oportuna (antes de la

acumulación de desequilibrios financieros), debería estar rápidamente disponible y ofrecer una indicación temprana de los puntos de inflexión cíclicos, sobre todo al comienzo de la recesión. Se ha sugerido una diversidad de indicadores para este fin, desde el crecimiento del PIB hasta el índice de crecimiento del crédito total, la tasa de crecimiento de los créditos específicos por institución, el ratio de crédito en relación con el PIB y el precio de los activos (especialmente la vivienda).<sup>30</sup> Si bien todos muestran un grado considerable de comovimiento a lo largo del ciclo, seguir ciegamente a uno o al otro puede dar como resultado diferentes vías de severidad regulatoria.<sup>31</sup> Inevitablemente, tendría que usarse una diversidad de indicadores financieros y reales, como en el caso de la política monetaria, para tener una perspectiva más matizada y disminuir el riesgo de hacer más daño que bien.

Otra dificultad adicional, según se ha señalado, tiene que ver con la distinción entre tendencia y ciclos. Los aumentos sostenidos del crédito pueden reflejar un desarrollo financiero saludable (el lado brillante) más que un auge cíclico insostenible (el lado oscuro). Por lo tanto, orientar mecánicamente la actitud regulatoria a cambios en estas variables podría tener el resultado no intencionado de retrasar la profundización financiera. Este problema es aún más complicado en ALC porque la región todavía tiene mucho que andar antes de situarse a la altura de su referencia.

### ¿Específico o amplio?

La pregunta de si los instrumentos macroprudenciales deberían ser específicos o tener una base amplia tiene múltiples facetas. Una primera faceta es si los cambios en la actitud regulatoria a lo largo del ciclo deberían ser de arriba hacia abajo (dirigidos por indicadores específicos de las instituciones) o de abajo hacia arriba (dirigidos por indicadores de todo el sistema). Las dos alternativas han sido defendidas en la literatura, y las dos han sido aplicadas en la práctica.<sup>32</sup> Por otro lado, está la cuestión de si, una vez activada,

la norma macroprudencial debería aplicarse igualmente en todas partes, o diferenciarse según las características específicas de las instituciones. Una aplicación en todas partes podría tener un mayor efecto mitigador en el ciclo, pero al castigar a los prestamistas más prudentes, se podría socavar la disciplina individual y estimular las conductas riesgosas. Además, se puede argumentar que condicionar la aplicación de las normas a indicadores de acumulación de riesgos específicos de la institución es el enfoque correcto si el objetivo es internalizar externalidades.

Un segundo aspecto es si las normas deberían tener como objetivo contener todos los tipos de préstamos o si deberían centrarse en tipos específicos de préstamos y riesgos. Un ejemplo especialmente relevante es el sector de la vivienda. La preocupación con este sector se justifica dado que los precios de la vivienda están estrechamente sincronizados con los ciclos del crédito. Así, un ratio fijo entre el tamaño del préstamo y el valor de mercado de la propiedad (el ratio entre el préstamo y el valor, o LTV *–loan-to-value ratio*) en los estándares de préstamos hipotecarios puede ser una fuente procíclica importante. A medida que los precios de la vivienda aumentan con el auge, un ratio LTV determinado permite al crédito expandirse más en el movimiento ascendente, lo cual aumenta aún más la espiral del precio de los activos. Cuanto más alto el ratio LTV y más competencia exista entre los prestamistas, más grande es el efecto.<sup>33</sup> Un razonamiento similar se aplica al ratio independiente del ciclo de servicio de la deuda con los ingresos (DTI *– debt service to income*), debido a la conducta procíclica de los ingresos personales.

Por lo tanto, se ha desplegado una variedad de instrumentos en los países emergentes en los años recientes en momentos de rápido crecimiento de los préstamos de la propiedad y del precio de la vivienda. Entre estos instrumentos, los límites a los ratios LTV han tenido un uso considerable, especialmente en Asia.<sup>34</sup> Los límites a los ratios DTI también han sido aplicados en diversos países para ayudar a contener los préstamos a prestatarios de más baja calidad.<sup>35</sup> En muchos casos,

estos ajustes han estado sólo vagamente relacionados con los indicadores cuantitativos del riesgo y, casi en todos los casos, han dependido del juicio. En su conjunto, hay pocas evidencias sistemáticas sobre hasta qué puntos han sido efectivos en limitar los auges de la vivienda, aunque hay alguna evidencia anecdótica de que pueden haber aumentado la resistencia de los bancos ante la disminución de los precios de la propiedad. Más allá de las preguntas sobre su efectividad, estas intervenciones específicas por sector no están libres de otros problemas. En primer lugar, son difíciles de calibrar.<sup>36</sup> En segundo lugar, su efectividad práctica puede ser limitada, porque cuanto más selectiva la intervención, más vulnerable será a ser eludida.<sup>37</sup> En tercer lugar, cuanto más selectivas las medidas, mayor el riesgo de perderse en el tipo de políticas distorsionantes de asignación del crédito que caracterizaron la etapa de represión financiera hace unas décadas.

### **¿Basado en el precio o basado en la cantidad?**

Un último tema, aunque no menos importante, es si las normas prudenciales contracíclicas deberían estar basadas en el precio o en la cantidad. Las regulaciones sobre liquidez, por ejemplo, pueden adoptar la forma de limitaciones de cantidad, tales como requisitos de liquidez mínima, o normas basadas en el precio, tales como los impuestos pigouvianos que desalientan el financiamiento de corto plazo (depósito no básico). Cuanto más basada en el precio sea la norma, más fácil es aplicarla en todas partes – y cuanto más amplia su aplicación, más bajo el riesgo de distorsiones y de arbitraje regulatorio– sin embargo, más difícil se vuelve su calibración adecuada. En realidad, se puede sostener que cuanto más alta la incertidumbre acerca del impacto de los impuestos y más acuciante la necesidad de resultados inmediatos, más sólida será la ventaja comparativa de la regulación basada en la cantidad.<sup>38</sup> En sistemas financieros menos maduros, la ventaja relativa de la regulación basada en la cantidad es sosteniblemente más sólida porque

implicaría un menor riesgo de distorsión y el impacto de la regulación basada en el precio sería más incierto.

### **El camino por delante**

Para definir el camino que queda por delante, la región tendrá que tener en cuenta tres puntos básicos: (a) hay fundamentos especialmente sólidos (y, en varios países, es un asunto urgente) para introducir una política macroprudencial en la región, (b) todavía hay una gran incertidumbre en cuanto a la eficacia de los instrumentos de la política macroprudencial (que amerita mayor investigación), y (c), el despliegue de normas regulatorias macroprudenciales no está libre de costos. Al final, todo se reducirá a encontrar el punto perfecto en el que las ganancias están claras y las normas se refieren a los ámbitos donde el lado brillante del desarrollo financiero comienza a interrelacionarse con el lado oscuro. Esto es aún más difícil porque algunos de los costos de la política macroprudencial pueden ser visibles y materializarse inmediatamente (por ejemplo, la reducción inmediata del crédito disponible para los prestatarios marginales pero viables), mientras que otros (las distorsiones, el arbitraje regulatorio y en el posible enlentecimiento general en el ritmo del desarrollo financiero sostenible) sólo puede volverse evidente en el largo plazo. Los beneficios de la política macroprudencial, bajo la forma de menor incidencia de crisis, no son inmediatamente evidentes.<sup>39</sup>

En este contexto, surgen tres criterios importantes para el diseño y la implementación de la política macroprudencial: (a) la estrategia general tiene que ser organizada de acuerdo con los cuatro frentes de ataque definidos más arriba; (b) el marco institucional establecido debería promover el buen juicio, la transparencia y la rendición de cuentas, y la toma de decisiones organizada; y (c) no se debe poner todos los huevos en la misma cesta (la política macroprudencial no es una varita mágica) y la estrategia debería poner de relieve los aspectos complementarios con otras políticas. El segundo de estos temas (que

se sitúa en el interfaz entre regulación y supervisión) será abordado en el Capítulo 13. Los otros dos serán analizados a continuación.

### Los frentes de ataque

Las incertidumbres descritas más arriba son un argumento a favor de un enfoque progresivo vinculado con los frentes de ataque ya mencionados. Por lo tanto, eliminar todo lo posible el carácter procíclico y las inconsistencias inherentes en las normas prudenciales anteriores a la crisis al estilo de Basilea, parecería ser el primer punto de la agenda. Si ese enfoque no sirve, al menos no hará daño. De hecho, es probable que contribuya a alcanzar los objetivos superiores – desde luego el objetivo amortiguador, pero también el objetivo mitigador. El segundo punto en la agenda debería ser potenciar la estabilidad del sistema financiero mediante mejores y más sólidos amortiguadores (liquidez y solvencia). Sin embargo, esto no significa que se debería renunciar del todo en este punto al objetivo de mitigar el ciclo. Como demuestra el uso de requisitos de reservas, el ratio préstamo/valor y el ratio servicio de la deuda/ingresos, también se puede afirmar que hay fundamentos para una experimentación cautelosa pero firme de los instrumentos que persiguen este último objetivo.

Sin embargo, los fines normalmente deberían interactuar con los medios. Por lo tanto, ya que es probable que un juicio sea necesario para evaluar la estabilidad financiera y la necesidad de intervención, un esquema puramente basado en las reglas del tipo propuesto por Basilea III puede ser más factible si se usa estrictamente como amortiguador en lugar de mitigador. Al contrario, si lo que realmente se pretende es influir en el ciclo, hacerlo a través de un esquema puramente basado en reglas es, muy probablemente, como construir castillos en el aire. Si no se puede lograr para la política monetaria (ningún banco central en el mundo ha sido jamás capaz de seguir ciegamente una regla de Taylor basada en brechas en el producto, ni la regla de Friedman de una tasa constante de crecimiento de la oferta de dinero), las probabilidades en contra

de hacerlo para la política macroprudencial parecen abrumadoras. El esquema sobreviviría solo si fuera lo bastante insignificante, es decir, que fuera improbable que tuviera un gran impacto de una u otra manera. En la práctica, el regulador probablemente se queda con una mezcla de reglas y discreción, donde las primeras pretenden amortiguar el sistema y la segunda influir en su trayectoria a lo largo del ciclo.

Otro ejemplo de interacciones entre fines y medios también puede aplicarse a la opción de instrumentos específicos *vs.* instrumentos de base amplia. Como se ha señalado más arriba, si lo que se pretende fundamentalmente (al menos en una primera fase) es mitigar el ciclo en lugar de internalizar externalidades, se podría argüir en aras de un instrumento más sencillo que se aplique uniformemente a todos los intermediarios financieros. El objetivo de inducir la internalización de externalidades podría ser perseguido mediante impuestos pigouvianos cuyo objetivo es abordar el riesgo sistémico. Se hará esto centrándose en las brechas entre los intereses privados y sociales detrás tanto de las fluctuaciones cíclicas excesivas como en el lado oscuro de la interconectividad, como se verá en el Capítulo 12.

### La solución política macro

Los instrumentos de política macroprudencial no son los únicos disponibles para los responsables de las políticas en la gestión del riesgo sistémico. Las políticas monetaria y fiscal (y posiblemente los controles de capital) también tienen un impacto potencialmente importante en el ciclo financiero y la acumulación de riesgo financiero agregado. En realidad, la crisis global ha revivido el interés en las facultades de la política monetaria para contribuir a la estabilidad financiera. Además de limitar el crédito mediante tasas de interés más altas, la política monetaria también puede afectar la calidad de los préstamos a través del llamado canal de absorción de riesgo.<sup>40</sup> Las tasas demasiado bajas de la política monetaria llevan a los bancos a ampliar sus préstamos a prestatarios de

mayor riesgo. Las pruebas empíricas tienden a respaldar esta opinión.<sup>41</sup>

Antes de la crisis global, parecía haber emergido una visión de consenso a favor del “principio Tinbergen” de distinguir entre estabilidad monetaria y estabilidad financiera. Tener como objetivo los precios de los activos (más allá de lo que se necesitaba para lidiar con la inflación) era visto como imposible o, si posible, como contraproducente.<sup>42</sup> Sin embargo, una visión alternativa está emergiendo actualmente en el que la política monetaria puede mitigar episodios de expansión y contracción si reacciona al crecimiento del crédito, los precios de los activos, el apalancamiento u otros indicadores de riesgo financiero.<sup>43</sup> Esto significa que la política monetaria debería volverse más restrictiva durante un auge de créditos y precio de los activos y más sensible a los indicadores de estabilidad financiera. Sin embargo, cómo gestionar en la práctica los posibles conflictos entre estabilidad de los precios y estabilidad financiera sin socavar la credibilidad de los bancos centrales es, en este punto, un tema en gran parte no resuelto. Sin embargo, lo que queda claro es que las políticas monetaria y macroprudencial deberían verse como complementos y no como sustitutos. Esta opinión ha dado lugar a que se pida que los bancos centrales asuman ambas tareas de una manera plenamente integrada y utilizando más de un instrumento.<sup>44</sup>

Sin embargo, la política fiscal también tiene un rol clave que jugar. Puede ayudar a mitigar la amplitud del ciclo financiero y alinear los incentivos privados y sociales para absorber el riesgo. En realidad, el potencial estabilizador de la política fiscal contracíclica ha sido subrayado por la crisis global. La acumulación de amortiguadores fiscales durante los tiempos buenos permitió a varios países emergentes, sobre todo en América Latina, adoptar una actitud expansionista cuando la crisis golpeó.<sup>45</sup> Sin embargo, la política fiscal discrecional a menudo se enfrenta a importantes retrasos, lo cual resalta la necesidad de construir estabilizadores automáticos que se activen solos, especialmente en ALC.<sup>46</sup>

Además, la política fiscal puede jugar un rol clave en la internalización de externalidades mediante impuestos pigouvianos (estableciendo así el último y más ambicioso perímetro de defensa).<sup>47</sup> Pero a pesar de la sólida justificación teórica de este tipo de impuestos, se sabe poco acerca de su probable eficacia en la práctica, de cómo deberían fijarse los tipos impositivos, y hasta qué punto deberían variar a lo largo del ciclo. Por lo tanto, un paso más sencillo y más inmediato en la misma dirección sería la eliminación de los incentivos fiscales que favorecen el financiamiento de la deuda por encima del financiamiento del capital. Limitar los incentivos para el apalancamiento, podría tener una gran influencia en la resistencia del sistema financiero.<sup>48</sup>

Otro ámbito de las políticas donde se podría requerir una actuación para complementar la política macroprudencial son los controles de capital. Como se muestra en la Sección anterior (“los ciclos y vulnerabilidades de ALC”), los flujos de capital y el crecimiento del crédito muestran un grado importante de comovimiento a lo largo del ciclo, y las crisis financieras en los mercados emergentes a menudo se han visto precedidas de auges de entradas de capital. Concretamente, los controles de capital pueden ser utilizados para cambiar al menos la composición, cuando no el volumen, de las entradas hacia formas menos riesgosas.<sup>49</sup> Sin embargo, a pesar de que existe una abundante literatura sobre los controles de capital, hay pocas conclusiones robustas en lo que respecta a su eficacia, en gran parte debido a la dificultad casi insuperable de establecer el escenario contrafactual adecuado.<sup>50</sup> Quizá una de las pocas conclusiones en las que todos están de acuerdo es que los controles de capital rápidamente desarrollan fugas, y tanto más en los mercados financieros más avanzados y globalmente integrados. Finalmente es importante destacar que la vulnerabilidad agregada de la mayoría de economías emergentes ante las repentinas inversiones de flujo de capital ha disminuido sustancialmente en años recientes, debido especialmente al logro de posiciones de acreedor neto en los contratos

de deuda así como en la reducción de la dolarización financiera.<sup>51</sup>

Un último ámbito donde también se requiere una buena coordinación con la política macroprudencial es en lo que respecta el régimen de tasa de cambio. La transición de la región a regímenes de libre flotación ha potenciado su independencia en política macroprudencial, a la vez que su independencia en materia de política monetaria. Un régimen de libre flotación, crea naturalmente una brecha entre la moneda extranjera y la moneda local. Cuanto más volátil la tasa de cambio, más alto el riesgo de invertir o pedir prestado en divisas para los residentes locales. Por lo tanto, los regímenes de libre flotación no sólo deberían (y en realidad lo han hecho, como se demuestra en el Capítulo 3) disminuir la dolarización de la intermediación financiera local, sino también, según el mismo principio, deberían limitar el alcance de la deslocalización disminuyendo el carácter sustituible de los préstamos en moneda local y en divisas. El menor carácter sustituible debería disminuir el alcance del arbitraje regulatorio entre países, potenciando así el alcance para una política macroprudencial nacional, incluso cuando esta última es asincrónica con la del resto del mundo. Sin embargo, en la medida en que la política macroprudencial pueda contribuir a limitar la volatilidad de la tasa de cambio ayudando a la política monetaria (por ejemplo, limitando la necesidad de un severo control monetario y, por lo tanto, las apreciaciones de la tasa de cambio durante los auge), habrá que gestionar algunas tensiones subyacentes. Por lo tanto, una política macroeconómica bien integrada es, una vez más esencial.

## Notas

1. La discusión posterior a la crisis sobre las reformas requeridas para la supervisión sistémica, normalmente incluyen aspectos micro-sistémicos dentro de la categoría más amplia de reformas macroprudenciales. Sin embargo, se introduce una distinción conceptual en este informe regional porque contribuye a organizar la discusión con mayor claridad.
2. Este Capítulo se basa en gran medida en el documento “Macro-Prudential Policies over the Cycle in Latin America”, de César Calderón y Luis Servén (2011), que pertenece al volumen editado que acompaña este informe regional de ALC.
3. Para una excelente revisión general reciente de la literatura sobre políticas macroprudenciales, ver Galati y Moessner (2011). Ostry *et al.* (2011) revisan el tema estrechamente relacionado de la gestión de entradas de capital. Terrier *et al.* (2011) ofrecen un análisis muy detallado de las políticas e instrumentos macroprudenciales en el contexto de América Latina.
4. Ver Lorenzoni (2008) y Jeanne y Korinek (2011). Una expansión excesiva del crédito y el apalancamiento también puede estar alimentada por el riesgo moral. Por ejemplo, cuando una innovación abre nuevas oportunidades (la parte superior se amplía) o un choque macrosistémico barre una gran parte del capital de los intermediarios financieros (la parte inferior se estrecha) los agentes pueden asumir riesgos cada vez mayores porque tienen cada vez menos que perder en relación a lo que pueden ganar.
5. Ver Dell’Ariccia y Marquez (2008) y Adrian y Shin (2011).
6. En términos generales, la historia de los cambios de ánimo es más completa y auto-contenida que la historia de la amplificación financiera. Sin embargo, también es más *ad hoc*. Encuentra sus raíces en Keynes y Minsky y normalmente es consistente (aunque de manera algo vaga) con la literatura de finanzas conductuales. Los recientes intentos de formalización se pueden encontrar, por ejemplo, en de Grauwe (2009) y Lo (2009).
7. A manera de ilustración, se puede considerar un aumento en las entradas de capital que no son impulsadas por los fundamentales de la economía. Pueden conducir a una apreciación “excesiva” de la moneda (pérdida innecesaria de competitividad) que es un tema relevante de política macroeconómica, así como conducir a una acumulación de riesgo sistémico en el sector financiero, lo cual es un tema relevante de política macroprudencial.
8. La muestra consiste de 23 países industrializados y 56 países en vías de desarrollo, de los cuales 15 pertenecen a ALC.
9. El lector debería ser cauto con la interpretación de la dinámica del precio de la vivienda

- en ALC porque la información es más escasa que en las economías industrializadas y otros mercados emergentes. La falta de disponibilidad de un índice de precios de la vivienda para los países de la región, limita la muestra de ALC a Chile, Colombia, México y Uruguay.
10. Los ciclos que acaban en crisis bancaria se definen como aquellos cuya fase de auge a recesión coinciden con o son seguidos por una crisis bancaria antes de que transcurran dos años. Los episodios de crisis bancarias se definen como en Laeven y Valencia (2008), es decir, como una situación en la que se cumplen las siguientes cuatro situaciones: (a) aumento de préstamos no rentables agotan el capital del banco, (b) los precios de los activos se colapsan justo antes de la crisis (c) las tasas de interés real suben bruscamente y (d) hay una importante inversión o ralentización de los flujos de capital.
  11. Los índices de concordancia registrados en el Gráfico 11.2 miden la proporción del tiempo que dos series comparten en la misma fase cíclica, es decir, miden la fortaleza del comovimiento contemporáneo. Sin embargo, no proporcionan información sobre si los ciclos financieros tienden a preceder a los ciclos reales. Se utilizó un análisis de estudio de eventos para evaluar la precedencia estadística.
  12. Las regresiones de (año a año) del crecimiento del crédito en un gráfico de diecisiete trimestres centrados en auge del PIB real (T) detecta si los auges en el crédito real o en los precios de los activos precede a los auges en la producción real. El periodo desde T-8 a T representa el periodo previo a la recesión en la actividad económica real. En promedio, el periodo desde T hasta T+ 4 puede captar la recesión de la producción real, mientras que después de T+4 pueda captar el comienzo del periodo de recuperación. El gráfico 11.3 ilustra los coeficientes estimados de estas regresiones.
  13. Un análisis de regresión análogo se lleva a cabo como el descrito más arriba, pero donde T representa el auge en el crédito real per cápita.
  14. El Capítulo 6 proporciona estimaciones de los costos de largo plazo de las crisis en términos de desintermediación financiera. En lo que respecta a los costos fiscales de resolver las crisis bancarias, las estimaciones proporcionadas para ALC por Laeven y Valencia (2008) muestran que estos costos son un promedio de 16% del PIB.
  15. Se encuentran resultados similares en Barajas, Dell’Ariccia, y Levchenko (2009).
  16. Se encuentran resultados similares en Schularick y Taylor (2009) y Jorda, Schularick, y Taylor (2010).
  17. La mejora estructural en ALC en el marco de las políticas macrofinancieras a lo largo de los últimos decenios ha sido ampliamente discutido en círculos de hacedores de política y académicos, especialmente en vista del alto desempeño de ALC durante la crisis global reciente. Ver, por ejemplo, de la Torre *et al.* (2010a, 2010b, y 2011).
  18. Se pueden encontrar relaciones actualizadas recientemente y más detalladas sobre los riesgos macrofinancieros y las vulnerabilidades de ALC en los informes regionales de las instituciones multilaterales y *Think Tanks*. Ver, por ejemplo, Eyzaguirre *et al.* (2011), de La Torre *et al.* (2011), Izquierdo y Talvi (2011), y Cardenas y Levy-Yeyati (2011).
  19. Sin embargo, esto deja abierta la pregunta de si es totalmente deseable moderar los ciclos incluso cuando no acaban en colapsos. Esta pregunta probablemente tiene dos respuestas. Primero, desde una perspectiva *ex ante*, lo que importa es contener el riesgo eventual por el camino. Si no se puede decir *a priori* qué ciclos acabarán mal, todos los ciclos deberían requerir una respuesta precautoria, que pone más el acento en la recesión. En segundo lugar, los ciclos financieros pueden tener costos sociales (por ejemplo, demasiado crédito o demasiado poco crédito) incluso cuando no amenazan la estabilidad financiera.
  20. Ver Goodhart (2010b) y Hellwig (2010).
  21. Ver Gordy y Howells (2006); Repullo y Suárez (2009); y Repullo, Saurina, y Trucharte (2010).
  22. Ver Kashyap y Stein (2004); Hanson, Kashyap, y Stein (2010); Shleifer y Vishny (2011), Brunnermeier *et al.* (2009), y Goodhart (2011).
  23. Los esquemas de provisiones contracíclicas se han introducido bajo diversas formas en Bolivia, Colombia, Perú y Uruguay. Los sistemas varían considerablemente en términos de diseño, Ver Fernández de Lis y García-Herrero (2009) para un análisis comparativo de los casos de Colombia y Perú. Wezel (2010) proporciona una descripción detallada del sistema uruguayo. Galindo y Rojas-Suárez (2011) y Terrier *et al.* (2011) ofrecen extensas revisiones de estos sistemas.

24. Ver Saurina (2011).
25. Ver Goodhart (2010a).
26. Ver Brunnermeier *et al.* (2009) y Shin y Shin (2011).
27. Comparado con los requisitos de liquidez (ingresos por intereses), los requisitos de reservas son una manera prudencial ineficaz de amortiguar los balances de los bancos ante los choques de liquidez. Los requisitos de reservas también pueden ser utilizados como un instrumento de política monetaria (para absorber la oferta de dinero), aunque menos eficientemente que las operaciones de mercado abierto. Los requisitos de reservas pueden reclamar legítimamente ser un instrumento macroprudencial cuando su impacto monetario se encuentra plenamente compensado por las operaciones de mercado abierto. Sin embargo, incluso entonces a menudo no está claro si el uso contracíclico de los requisitos de reservas reflejan preocupaciones macroprudenciales o si, más bien, es una manera más barata de financiar la acumulación de reservas internacionales resultantes de la intervención de divisas. En este último caso, los requisitos de reservas pueden ser vistos como un intento por parte de las autoridades monetarias para derrotar la “trinidad imposible”, es decir, seguir una política monetaria independiente, junto con objetivos de tasa de cambio en un contexto de cuentas de capital abiertas. Sobre este último aspecto, ver Montoro y Moreno (2011).
28. Si el financiamiento del mercado o los préstamos del banco central no son sustitutos perfectos del financiamiento de depósitos, la introducción de requisitos de reservas también puede disminuir la oferta de préstamos al someter a los bancos a riesgos de liquidez y de tasa de interés. Vargas *et al.* (2010) reclaman algún apoyo empírico para este mecanismo en el caso de Colombia.
29. Montoro y Tovar (2010) presentan un modelo de equilibrio general en el que los requisitos de reservas contribuyen a estabilizar el ciclo comercial ante los choques de demanda, pero no ante los choques de oferta. Las autoridades peruanas informan que un aumento de 1 punto porcentual en los requisitos de reservas afectan a la brecha de la producción tanto como un aumento de hasta 25 puntos básicos en las tasas de interés. En Brasil, Carvalho y Azevedo (2008) sostienen que los requisitos de reservas afectaron a los accionistas de los bancos al afectar a los beneficios bancarios.
30. Ver Drehmann *et al.* (2010).
31. Por ejemplo, utilizando datos para los países industrializados, Repullo y Saurina (2011) llegan a la conclusión de que el ratio crédito/PIB a menudo se comporta de manera contracíclica y que, en algunos países, lleva un retraso con respecto al ciclo en lugar de ir por delante. Además, como señaló Goodhart (2011), no queda claro si las regularidades empíricas que favorecen un mecanismo antes que el otro sobrevivirían una vez que se permita que la regulación cambie a lo largo del ciclo, ya que esto podría inducir a cambios en el comportamiento de parte de los intermediarios financieros.
32. Ver, por ejemplo, Goodhart y Persaud (2008) y Drehmann *et al.* (2010).
33. Ver Borio, Furfine, y Lowe (2001).
34. Dos ejemplos son Hong Kong SAR, China y, más recientemente, China.
35. Los ajustes a veces se han visto acompañados de otras medidas *ad hoc*, como los aumentos en los pesos del riesgo aplicados a los préstamos a la propiedad para el cálculo del capital regulatorio (una medida adoptada, por ejemplo, en India, en 2005), así como mediante controles directos, como los techos del crédito, antiguamente utilizados en algunos países (sobre todo en China) para limitar los préstamos bancarios para la vivienda.
36. Por lo tanto, la República de Corea ha visto una aguda inversión en su mercado de la vivienda después de que la política LTV se volvió recientemente más severa.
37. Ver Park (2011).
38. Weitzman (1974) da una versión temprana de este argumento, que recientemente ha sido aplicado al caso de la regulación prudencial por Haldane (2010b), entre otros. Los méritos relativos de precios *vs.* cantidades en el caso de las normas de liquidez han sido analizados recientemente por Perotti y Suárez (2011).
39. Ver Viñals (2011).
40. El término fue acuñado por Borio y Zhu (2008). Más recientemente, ha sido analizado por Adrian y Shin (2011).
41. Ver Jiménez *et al.* (2008) para el caso de España; Ioannidou, Ongena, y Peydró (2009) para Bolivia; y Delis y Kouretas (2011) para la zona euro.
42. Ver Bernanke y Gertler (1995) y Svensson (2010).

43. Ver Bordo y Jeanne (2002a, 2002b), Christiano *et al.* (2010), y Woodford (2011) para una opinión disidente.
44. Ver, por ejemplo, Mishkin (2011) y Claessens *et al.* (2010).
45. Las evidencias empíricas demuestran que esta actitud contribuyó a disminuir considerablemente el costo real del colapso. Ver Didier, Hevia, y Schmukler (2011) y Corbo y Schmidt-Hebbel (2010).
46. Ver Debrun y Kapoor (2010) y Claessens *et al.* (2010).
47. La literatura a este respecto ha florecido abiertamente e incluye modelos que relacionan los impuestos pigouvianos a los auges del crédito (Jeanne y Korinek 2011), desajustes de los plazos de vencimiento (Perotti y Suárez, 2011) o pasivos no básicos (Shin y Shin, 2011). Angeletos, Lorenzoni, y Pavan (2010) desarrollan un modelo de auge en los precios de los activos bajo externalidades de información en que los impuestos procíclicos a los activos pueden mejorar el bienestar estrechando la brecha entre los precios de los activos determinados por el mercado y sus valores fundamentales.
48. Ver Hellwig (2010) y Goodhart (2011).
49. También pueden ser útiles los controles de capital cuando las entradas de capital evitan a las instituciones financieras reguladas y se suman directamente al sector privado no financiero, poniendo en riesgo indirectamente al sistema financiero local.
50. Ver Demirgüç-Kunt y Servén (2010) y Ostry *et al.* (2011) para referencias.
51. Calvo, Izquierdo y Talvi (2003) encuentran evidencias empíricas que apoyan la hipótesis de que la dolarización de los pasivos aumenta la vulnerabilidad a las paradas repentinas y al cambio de rumbo de los flujos de capital.

El Capítulo anterior versaba sobre las dimensiones dinámicas de la supervisión sistémica –es decir, cómo controlar la evolución del sistema a lo largo del tiempo. Este Capítulo se centra en la dimensión transversal de la supervisión sistémica –es decir, cómo utilizar las políticas microsistémicas para lidiar con los contagios y externalidades infligidas por agentes e instituciones individuales al resto del sistema –dado que esta dimensión se relaciona con América Latina y el Caribe (ALC)<sup>1</sup>. El Capítulo comienza analizando el tema de cuánto debería ampliarse la red regulatoria (prudencial) y cuán uniforme debería ser. Después, analiza tres aspectos clave de la regulación sistémica transversal, a saber, las instituciones financieras sistémicamente importantes (SIFIs), la liquidez sistémica y la innovación financiera. Los puntos destacados de este Capítulo son los siguientes:

- Si bien el enfoque actual de ALC de desplazar el perímetro exterior de la regulación prudencial lo más lejos posible ha servido a la región hasta ahora, es probable que ésta se enfrente a desafíos cada vez más grandes (incluyendo la gran demanda sobre los ya exigidos recursos humanos y financieros de las agencias regulatorias) a medida que los sistemas financieros maduran.
- Por lo tanto, las políticas cuidadosamente diseñadas que disminuyen la carga de la supervisión –posiblemente delegando la supervisión de las instituciones no reguladas en las reguladas, o en instituciones auxiliares– podrían ser deseables en el futuro.
- El enfoque actual de ALC basado en silos para establecer el perímetro regulatorio –donde la regulación está vinculada a la licencia, es decir al tipo de institución, tales como la banca comercial, las compañías aseguradoras, la banca de inversión o las administradoras de activos– que también ha servido bien a la región hasta ahora, también necesitará algunas revisiones, tanto para limitar el arbitraje regulatorio como para alcanzar mejores economías de alcance.
- Al mismo tiempo, la supervisión de los conglomerados financieros –un desafío inherente a la regulación basada en silos– tendrá que ser considerablemente fortalecida, tanto en los silos internos como en los transfronterizos.
- Estas mejoras tendrán que corresponderse con la creación de marcos eficaces para lidiar con la quiebra de los conglomerados financieros y las SIFIs individuales.

- Como sucede en otras regiones del mundo, ALC tendrá que revisar sus normas de liquidez estrictamente prudenciales –muchas de las cuales actualmente han sido establecidas desde una perspectiva puramente idiosincrática (descalce en los plazos de vencimiento)– para hacerlos consistentes con una perspectiva sistémica.
- La región tendrá que modernizar sus regulaciones sobre liquidez para incluir una perspectiva más sistémica y revisar sus políticas de acceso a la liquidez sistémica para poder lidiar en mejores condiciones con los desafíos del futuro. Es muy probable que este objetivo requiera una revisión de los criterios para tener acceso a las facilidades de liquidez del banco central, así como de los términos.
- Por último, si bien el enfoque actual de intervención en la regulación de la innovación financiera en ALC ha servido bien hasta ahora, puede que sea necesario replantear dicho enfoque para permitir a las fuerzas de la innovación unirse más plenamente al lado brillante del desarrollo financiero.

El resto de este Capítulo se organiza de la siguiente manera. La primera Sección revisa brevemente la razón de ser de la regulación y los defectos del enfoque que prevaleció hasta antes de la crisis financiera global. La segunda y tercera Sección abordan los límites internos y externos de la regulación, respectivamente. Las tres Secciones siguientes abordan la regulación de las SIFIs, la liquidez sistémica y la innovación, respectivamente. La Sección final recoge las conclusiones.

### La razón de ser de la regulación prudencial

El caso de la regulación del sector financiero puede relacionarse fácilmente con los paradigmas del financiamiento descritos en el Capítulo 2. El paradigma de la “información asimétrica” justifica la necesidad de una regulación prudencial que tenga como objetivo proteger a los desinformados (o no sofisticados).<sup>2</sup> Las fallas de acción colectiva

(el paradigma de acción colectiva) justifican la necesidad de una regulación prudencial cuyo objetivo es proteger los intereses de la comunidad (lo que equivale al conjunto del sistema financiero). La acción colectiva puede adoptar dos formas, una destinada a facilitar la participación financiera (inclusión a lo largo de los márgenes intensivos y extensivos) a través de reglas uniformes de transparencia y de reporte (un bien público), y la otra, destinada a internalizar contagios y externalidades infligidas por participantes individuales al sistema. La primera destaca lo que se conoce generalmente como regulaciones de “disciplina de los mercados.” La segunda destaca el grueso de la regulación prudencial, una distinción sobre la cual el enfoque de “picos gemelos” de la regulación se basa normalmente.<sup>3</sup> La regulación de la conducta de los mercados se centra en la integridad del mercado y en los problemas de protección del consumidor o el inversor, y se presenta fundamentalmente bajo la forma de requisitos de reporte, normas de contabilidad, reglas de conducta profesional (entre los cuales una regulación anti-lavado de dinero), y las responsabilidades de gobernanza y fiduciarias. Al contrario, la regulación prudencial se centra en la seguridad y la solidez de las instituciones financieras individuales y en la estabilidad del sistema financiero.

A las dos primeras justificaciones de regulación prudencial –información asimétrica y acción colectiva– se debe añadir la posible necesidad de regulación adicional con el fin de lidiar con fallas del mercado potenciales bajo el paradigma de cognición colectiva o reduciendo el poder del mercado (un potencial quinto paradigma del financiamiento). El primero puede justificar la regulación (que se podría calificar de polémica) de la innovación financiera.<sup>4</sup> La segunda puede justificar la regulación del comportamiento anticompetitivo. Tradicionalmente, la regulación orientada a la competencia no se consideraba conectada con o como parte de la regulación prudencial. En realidad, los reguladores prudenciales normalmente consideraban que una menor competencia promovía la

estabilidad financiera, en lugar de socavarla. Sin embargo, la crisis global ha aportado un nuevo giro a este debate, bajo la forma de la posible necesidad de regular las SIFIs de forma diferencial. Por lo tanto, además de los tradicionales objetivos de la política antimonopolio de poner límites al poder del mercado, los precios excesivos y las rentas de los monopolios, emerge un razonamiento de regulación prudencial –para controlar los efectos negativos del contagio y el riesgo moral asociado con la amplia interconectividad y con el síndrome de demasiado grande para quebrar (TBTF –*too big to fail*).

Sin embargo, los beneficios de la regulación tienen que ser equilibrados con sus costos. Además del costo de la propia supervisión oficial, hay un costo de oportunidad de la actividad financiera que puede no tener lugar debido a la regulación, las distorsiones del arbitraje regulatorio y el riesgo de que se perciba la supervisión oficial como un sello de aprobación para promover el riesgo moral y conducir a la socialización de los riesgos. Esos costos de regulación han conducido tradicionalmente a dibujar una línea divisoria, un perímetro regulador que separa los bancos plenamente regulados receptores de depósitos de otras entidades financieras (entre las cuales los bancos de inversión) no reguladas (o ligeramente reguladas). Este enfoque de línea divisoria descansaba en dos premisas que han sido profundamente cuestionadas por la reciente crisis de las hipotecas *subprime*: la primera, que los inversores bien informados ejercerían una disciplina de mercado eficaz sobre las instituciones financiadas por el mercado; y la segunda, que la amortiguación y la delimitación de las instituciones receptoras de depósitos a través de la supervisión prudencial protegería al “núcleo” del riesgo sistémico.

En congruencia con este enfoque tradicional de línea divisoria, había una tendencia general hacia una supervisión menos intrusiva o, directamente, una desregulación (o, al menos, ausencia de nuevas regulaciones) para las entidades, instrumentos y mercados financieros no regulados que aumentaban rápidamente en los límites exteriores del núcleo de

la banca comercial. Sin embargo, como lo demostró claramente la crisis financiera global inducida por las hipotecas *subprime*, este enfoque era francamente incompatible con el control del riesgo sistémico (de la Torre e Ize, 2010). La línea divisoria promovía un arbitraje regulatorio masivo, a medida que los rendimientos diferenciales alentaban a los inversores (informados o no) a dejar el mundo de lo regulado y unirse a los intermediarios menos regulados, altamente apalancados y financiados a corto plazo, donde el riesgo sistémico era totalmente no internalizado. El crecimiento exponencial de los sistemas bancarios en la sombra y el rápido aumento de la interconectividad de las entidades financieras, reguladas o no, difundieron el riesgo sistémico y crearon las condiciones para la crisis global.

Si bien estos desarrollos fueron especialmente evidentes en Estados Unidos, los problemas subyacentes son universales. Por ejemplo, en ALC afloraron en el caso de las Sofoles de México (Recuadro 12.1). Al mismo tiempo, como se señaló en el Capítulo 3, hasta cierto punto la profundización financiera en ALC está teniendo lugar fuera del dominio de las instituciones receptoras de depósitos. Si bien gran parte de esta expansión parece haber ido de la mano con una progresiva ampliación de la demanda de servicios financieros, por oposición al arbitraje regulatorio, los efectos transfronterizos, no obstante, ya son visibles. Se espera que se vuelvan progresivamente más intensos a medida que los sistemas financieros sigan evolucionando. Por lo tanto, la pregunta de dónde fijar la frontera exterior de la regulación prudencial es pertinente tanto en ALC como en otras regiones del mundo.

### Las fronteras exteriores: Iluminando las sombras

Hay muchas opciones en cuanto a dónde establecer el perímetro de la regulación prudencial. Algunas de estas opciones, clasificadas por orden descendente de amplitud, incluyen la regulación de (a) todos los intermediarios financieros apalancados (excepto,

### RECUADRO 12.1 Las Sofoles en México

Las Sofoles (Sociedades Financieras de Objeto Limitado) son instituciones de objeto limitado, no receptoras de depósitos, con actividades en diversos sectores, entre los cuales está el sector hipotecario (y el financiamiento asociado a la construcción), los préstamos al consumo y a las pequeñas y medianas empresas (PyMEs), los microcréditos y los préstamos a los sectores de la agricultura y la educación. En algunos sectores (especialmente en las hipotecas) una gran parte de su financiamiento se consigue a través de bancos públicos de desarrollo. En otros (como el sector automotor), su financiamiento es totalmente privado. Las Sofoles fueron creadas en el contexto del Tratado Norteamericano de Libre Comercio (NAFTA) para permitir a las instituciones financieras de Estados Unidos, igualmente desreguladas, operar libremente en México. Estas crecieron rápidamente después de la crisis del Tequila de 1995, cuando los bancos dejaron de prestar del todo, reflejando así las políticas públicas de desarrollo y su capacidad para detectar rápidamente y explotar los nichos rentables del mercado gracias a un inteligente enfoque de estar cerca del cliente para extender préstamos. La legislación bancaria de México establecía que la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) era la entidad responsable de la autorización y regulación de las Sofoles. Y si bien el estatuto de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) las incluía en la lista de instituciones bajo su supervisión, faltaba claridad en lo relativo al mandato exacto de la CNBV. Las inquietudes acerca de la discrepancia entre la ligera regulación *de facto* de las Sofoles y la percepción del público de que estaban plenamente reguladas y supervisadas, eventualmente llevó a una

desregulación prudencial explícita y completa de las Sofomes (Sociedades Financieras de Objeto Múltiple), una nueva licencia recién creada de múltiples objetivos, más flexible y destinada a reemplazar la de las Sofoles. Las Sofomes estaban sujetas sólo a requisitos de licencia y no a regulaciones prudenciales.

Sin embargo, las Sofomes fueron duramente golpeadas por la crisis financiera global. Algunas habían empezado a depender en buena medida de la emisión de papeles comerciales de corto plazo, y colocando gran parte de los ingresos en inversiones riesgosas e ilíquidas del sector inmobiliario. Gracias a la evaluación favorable de las agencias locales de calificación, los papeles fueron engullidos por una variedad de inversores, locales y extranjeros. Sin embargo, la crisis de las hipotecas *subprime* llevó al sistema a una parada brusca y desató una corrida sobre deuda de las Sofoles. Sofol (Hipotecario, Crédito y Casa S.A.), un proveedor relativamente grande de préstamos para la vivienda, colapsó debido a una avalancha de préstamos malos y crecientes dificultades de refinanciamiento, mientras que Metrofinanciera SA, un prestamista mayor de los constructores, se reestructuró bajo una protección de bancarrota prediseñada después de una cesación de pagos. A su vez, los problemas de financiamiento de las Sofoles inmovilizaron el mercado de papeles comerciales. Se evitó un mayor contagio gracias a la oportuna intervención de la Sociedad Hipotecaria Federal (SHF), el banco de desarrollo que inicialmente había alimentado el crecimiento de las hipotecas Sofoles. Una vez que el mercado cerró sus puertas bruscamente, la SHF volvió a poner a las Sofomes bajo sus alas mediante líneas de crédito de urgencia.

quizá, los muy pequeños); (b) todos los intermediarios financieros apalancados, excepto aquellos que piden prestado únicamente a las instituciones reguladas; y (c) todos los bancos comerciales, más cualquier otro intermediario financiero apalancado que sea considerado SIFI.<sup>5</sup> La tercera opción es la que se encuentra implícitamente incluida en la ley de Reforma financiera de Estados Unidos (Recuadro 12.2). Implicaría establecer la

severidad de la regulación y la intensidad de la supervisión basándose en una evaluación del riesgo que una determinada institución plantea a la estabilidad financiera general. Para limitar la exacerbación del arbitraje regulatorio (los llamados efectos transfronterizos), las normas, en principio, podrían basarse en una escala de riesgos continua que evita cualquier gran salto en la frontera entre las SIFIs y las otras instituciones. Sin

**RECUADRO 12.2 La reforma del perímetro regulatorio: Estados Unidos vs Unión Europea**

En el marco de la ley Dodd–Frank, al recién creado Consejo de Supervisión de Estabilidad Financiera (FSOC –*Financial Stability Oversight Council*) responsable de la vigilancia macroprudencial, se le otorgan poderes discrecionales para someter las empresas financieras bancarias no comerciales a supervisión por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos (es decir, para convertirse en SIFI) si el Consejo estima que la quiebra del banco o sus actividades plantean un serio riesgo de estabilidad financiera. El Consejo puede requerir a cualquier banco o institución financiera no bancaria con activos de más de US\$50.000 millones que presente informes certificados sobre la condición financiera de la empresa, los sistemas de manejo del riesgo y las transacciones con subsidiarias que son bancos regulados y, además, desvelar hasta qué punto las actividades de la empresa podrían tener un efecto perturbador en los mercados financieros o en la estabilidad financiera general del país. Para fortalecer la supervisión de las subsidiarias de las compañías propietarias, la Reserva Federal está autorizada a examinar las subsidiarias no bancarias que participan en actividades bancarias. La propuesta también pretende cerrar las brechas regulatorias requiriendo que los asesores de fondos de riesgo y de renta variable privada se registren con la Securities and Exchange Commission

(SEC) y, otorgando a la SEC y a la Commodity Futures Trading Commission, poderes regulatorios sobre los derivados extra bursátiles. Al mismo tiempo, el título II de la Ley Dodd–Frank otorga a la Federal Deposit Insurance Corporation la autoridad de declarar la liquidación ordenada para las SIFIs que son bancos no comerciales, con el fin de reducir el riesgo moral de TBTF asociado con ellas.

Al contrario, la redefinición del perímetro regulatorio ha recibido comparativamente escasa atención en Europa, lo cual probablemente refleja en gran medida su modelo predominante de banca universal, sometido a un arbitraje regulatorio limitado, y el crecimiento concomitante de sistemas bancarios en la sombra (aún así, el arbitraje regulatorio también se produjo a través de la acumulación de exposiciones fuera del balance con menos requisitos prudenciales estrictos). Al contrario, los esfuerzos actualmente se concentran en añadir una capa supranacional a los acuerdos de supervisión existentes, como quedó demostrado con la creación de una Junta Europea de Riesgo Sistemico, responsable del monitoreo, la identificación y la priorización del riesgo sistemico. Al mismo tiempo, las propuestas de reforma tienen como objetivo desarrollar un único conjunto de reglas armonizadas en toda Europa, limitando así el arbitraje regulatorio transfronterizo.

embargo, implementar una transición tan suave probablemente será bastante difícil en la práctica, porque nombrar abiertamente algunas instituciones SIFI en cualquier caso da lugar a una brusca línea fronteriza, donde las instituciones a un lado de la frontera (las SIFIs) se benefician implícitamente de una ventaja TBTF reconocida públicamente. Si bien se podría tratar de eliminar esta ventaja imponiendo una sobrecarga prudencial por cruzar la frontera (es decir, por convertirse en SIFI), no equivocarse podría ser extremadamente difícil. El problema puede verse agravado por el hecho de que se trata de un problema de evolución dinámica y porque mover las instituciones de uno a otro lado de la frontera está destinado a tener efectos

de señalización importantes y posiblemente desestabilizadores. Por lo tanto, existe el riesgo de que los dos grupos –SIFIs y no SIFIs– puedan fosilizarse. Si eso ocurre, el esquema acabaría efectivamente teniendo algunos de los mismos defectos que el enfoque de línea divisoria, de triste suerte, que condujo a la crisis.

Una opción que podría ser preferible sería evitar establecer cualquier distinción tajante entre las SIFIs y las otras instituciones y proponer un perímetro amplio, es decir, escoger la opción (a), a saber, regular a todos los intermediarios financieros apalancados (excepto, quizá, los muy pequeños). Si bien siempre existe un efecto transfronterizo, con la opción (a) sería sencillamente ilegal

participar en actividades de intermediación financiera apalancada sin una licencia y sin estar sujeto a una supervisión prudencial. A pesar de que la intensidad de la supervisión (incluida la severidad de la regulación) podría variar (y probablemente debería), dependiendo de la importancia sistémica de cada institución, estas variaciones estarían basadas estrictamente en una fórmula y se aplicarían a toda la población de instituciones dentro del perímetro, sin una distinción *a priori*. Sin embargo, un gran inconveniente de este enfoque es que asegurarse de que incluso las pequeñas instituciones estén efectivamente supervisadas pone una carga muy alta en la supervisión oficial, aumentando así el costo de la supervisión en todas partes. Puede que los supervisores se percaten de que, a pesar de que todos los intermediarios apalancados están sujetos por ley a una supervisión prudencial, puede que no haya suficientes recursos humanos y financieros para llevar a cabo esa tarea adecuadamente en todo el universo de intermediarios apalancados (bancos comerciales, bancos de inversión, compañías aseguradoras, cooperativas, cooperativas de crédito, etc.). Además, la supervisión barata puede tener efectos contraproducentes fácilmente, lo cual lleva a un falso sentido de comodidad y de riesgo moral, tanto en los depositantes como en los inversores.

La opción (b) abordaría en gran parte este último problema. Al igual que la opción (a), la opción (b) regularía prudencialmente las instituciones que piden prestado del público o en el mercado.<sup>6</sup> Sin embargo, a diferencia de la opción (a), no regularía a los intermediarios financieros que sólo piden prestado a las instituciones que están reguladas. Por lo tanto, la opción (b) reduciría el costo de la supervisión (tanto el costo de la supervisión como el costo de riesgo moral) creando efectivamente una estructura de dos niveles. Dado que las instituciones reguladas estarían sujetas a una supervisión prudencial plena, incluyendo una posible sobrecarga sistémica, pasarían (a través de la tasa de interés de los préstamos) esta sobrecarga a las instituciones no reguladas que les piden prestado. Al mismo tiempo, el supervisor podría

ajustar la intensidad de la supervisión (y las sobrecargas prudenciales) de los intermediarios regulados, teniendo muy en cuenta los riesgos que las instituciones reguladas asumirán al prestar a las no reguladas. De esta manera, el regulador delegaría efectivamente la supervisión de las no reguladas en sus acreedores regulados, en una típica relación de principal-agente. Este esquema evitaría el arbitraje regulatorio y limitaría el costo de la supervisión. Al mismo tiempo, al abrir el terreno a los nuevos participantes más pequeños (prudencialmente no regulados) se potenciaría la competencia y se promovería la innovación en los mercados especializados. De esta manera, los intermediarios pequeños no regulados podrían desarrollarse en la periferia de los intermediarios más grandes regulados. Cuando tuvieran éxito, se volverían plenamente regulados o serían comprados por intermediarios regulados, en gran medida como sucedió en México con las Sofoles que tuvieron más éxito.

Este enfoque sería, en algún sentido, similar a la manera en que se estructuró la supervisión de los fondos de riesgo después de la quiebra del Long-Term Capital Management, donde los corredores principales ejercían un control sobre los fondos de riesgo a través de un manejo de riesgo apropiado de la contraparte, y los reguladores se concentraban en la minuciosa supervisión de los corredores principales. Se puede sostener que este enfoque no pudo impedir que los fondos de riesgo acumularan posiciones sumamente apalancadas, con el consiguiente aumento del riesgo sistémico una vez que los fondos vendieran sus posiciones. El contraargumento es que —siempre y cuando los fondos de riesgo estuvieran sujetos a unos requisitos mínimos de transparencia (de auditoría)— los reguladores podrían haber aumentado la ponderación del riesgo de los préstamos de los intermediarios regulados a los fondos de riesgo, basándose en las implicaciones sistémicas y de apalancamiento de éstos. La falla de la supervisión, si existió, no fue una falla del esquema bajo el cual operaba el agente, sino una falla de comprensión absoluta de qué era el riesgo sistémico.

Con la excepción de las compañías financieras que no están sometidas a regulación en varios países (por ejemplo, El Salvador, México, Perú y Panamá), la regulación financiera en ALC hasta ahora ha seguido básicamente la opción (a). La mayoría de los supervisores han lanzado sus redes en un amplio perímetro, mientras se esfuerzan (a menudo sin demasiado éxito) en aplicar las regulaciones uniformemente dentro del perímetro. Hasta ahora, este enfoque ha funcionado relativamente bien, en cuanto ha limitado el arbitraje regulatorio en los límites del perímetro. Sin embargo, no ha eliminado del todo el arbitraje ni dentro del perímetro (ver más abajo) ni en el límite exterior.<sup>7</sup> En realidad, aunque todas las instituciones financieras apalancadas estén reguladas prudencialmente, los efectos transfronterizos (y, por lo tanto, las oportunidades de arbitraje regulatorio) en la frontera externa del perímetro regulatorio pueden adoptar la forma de actividades francamente ilegales o actividades financieras dirigidas por entidades no financieras que no corresponden cabalmente a la definición de “intermediación” establecida en la legislación financiera. En realidad, la intermediación ilegal se ha producido recientemente, por ejemplo, en Colombia, uno de los países ALC con el más amplio perímetro regulatorio, ya que algunos esquemas piramidales ilegales florecieron masivamente y luego colapsaron. La intermediación por parte de empresas no financieras parece estar extendiéndose rápidamente en los países ALC, sobre todo a través de las grandes tiendas que proporcionan préstamos al consumo, normalmente por la vía de las tarjetas de crédito, y los financian mediante, por ejemplo, la emisión de papel comercial. En el caso de Chile, por ejemplo, recientemente ha saltado a la luz pública el problema del perímetro regulatorio como resultado de un supuesto fraude, donde una compañía no financiera (prudencialmente no regulada) que emitió tarjetas de créditos fue automáticamente (y sin el consentimiento del deudor) repactando la deuda morosa de la tarjeta de crédito para evitar aumentar sus provisiones de pérdidas por préstamos.

Es probable que los temas relacionados con el perímetro en ALC se vuelvan cada vez más complejos y difíciles de controlar a medida que los sistemas financieros maduran. Muchos países en ALC han tenido un problema no resuelto en cómo supervisar adecuadamente las numerosas instituciones más pequeñas, como las cooperativas de crédito y las instituciones microfinancieras, donde la supervisión prudencial se requiere por ley. En vista de los límites de capacidad y de recursos, los desafíos de ampliar la regulación hacia los márgenes exteriores del sistema son abrumadores. En muchos países de ALC, una supervisión uniforme plena añadiría cientos de instituciones a la carga llevada por los supervisores. Las consideraciones sobre los recursos ya han llevado a diversos países en ALC a crear modelos auxiliares por los cuales las responsabilidades regulatorias son delegadas en agencias no supervisoras, entre las cuales están las asociaciones industriales.<sup>8</sup> Si bien estos y otros modelos de supervisión auxiliar normalmente implican incentivos para que estas entidades cooperen con sus reguladores, el riesgo de una falta de independencia regulatoria y de efectividad proyecta una larga sombra.<sup>9</sup> Los mandatos legales limitados y la capacidad limitada de ejercer la discreción supervisora son factores que también se añaden al problema. Una posible alternativa a este modelo, más en consonancia con el esquema regulatorio de dos niveles sugerido más arriba, podría ser permitir a las pequeñas cooperativas de crédito permanecer prudencialmente no reguladas siempre y cuando se financien con sus miembros bajo un acuerdo mutuo que establezca claramente cómo compartir pérdidas, lo cual las haría más parecidos a los fondos de inversión.

Otro factor de complicación es que sólo unos pocos países ALC están dotados estatutariamente de la facultad de ejercer la discreción para ampliar el perímetro cuanto sea necesario, sobre todo a cualquier entidad financiera cuya posible quiebra podría amenazar la estabilidad financiera. En la mayoría de los países (Uruguay es la única excepción en la región), esto impide a las autoridades volver a trazar flexiblemente la línea divisoria

ante un panorama financiero rápidamente cambiante. Aunque las leyes fueran modificadas y se otorgara poderes a los reguladores para ampliar el perímetro cuando sea necesario, al hacerlo, el regulador podría verse enfrentado a poderosas presiones.<sup>10</sup>

Por último, aunque no menos importante, el riesgo sistémico también puede surgir fuera del sector financiero. Esto puede ocurrir cuando las quiebras de grandes entidades no financieras afectan a los intermediarios financieros que les prestaron, o socavan los mercados en que ellos (o los clientes a los que prestaron) operan.<sup>11</sup> Desde luego, si ampliar el perímetro a todas las instituciones financieras ya es un enorme desafío, ampliarlo a corporaciones no financieras es, francamente, inviable. Esto se puede ver como un paso más a favor de la solución de la opción b), en la que los supervisores se involucran en alguna forma de supervisión delegada. A través de los ajustes de ponderación del riesgo, los supervisores pueden inducir a las instituciones reguladas a internalizar los riesgos que asumen (y contribuir a repartir al resto del sistema) prestando a los prestatarios (incluyendo a las corporaciones grandes no reguladas) que participan en actividades socialmente riesgosas.<sup>12</sup>

### Las fronteras internas: Silos vs. licencias universales

La crisis global también puso de relieve el arbitraje regulatorio dentro del perímetro, entre carteras de banca comercial y de inversión, exposiciones dentro y fuera del balance y entre licencias (sobre todo entre la banca y las aseguradoras). La importancia de la regulación diferencial para actividades financieras similares llevadas a cabo bajo diferentes licencias ha sido adecuadamente reconocida por los responsables de los estándares y los supervisores, también en ALC.<sup>13</sup> La quiebra del grupo Caribbean CL, donde la frontera entre las operaciones de seguros y las de tipo bancario se volvió borrosa, proporciona una ilustración particularmente vívida de la potencial gravedad de estos problemas (Apéndice 12.A). Sin embargo, el ritmo de

las reformas (en ALC tanto como en el resto del mundo) hasta ahora ha sido lento, lo que en parte refleja las complejas compensaciones involucradas. Hay dos temas básicos. En primer lugar, a pesar de que un enfoque funcional –por el cual se aplica la misma regulación basada en el riesgo, en función del tipo de actividad financiera y aplicada a todos los intermediarios financieros apalancados– podría ser ideal, en principio, puede ser difícil de implementar en la práctica. En segundo lugar, aún cuando el mismo marco regulatorio se aplique en todas partes, sigue presente la pregunta de si a la misma institución se le debería permitir realizar todas las actividades financieras o si esta última debería ser compartimentada en silos separados.

En lo que se refiere a la regulación basada en el riesgo, el cálculo de valor en riesgo (es decir, la cantidad de capital que la firma necesita para garantizar su solvencia con una cierta probabilidad a lo largo de un determinado periodo) debería ser, en principio, idéntico en todas las licencias. Basilea II proporciona un modelo general a seguir, y la regulación de los seguros en la Unión Europea se está moviendo en esa dirección, aunque la implementación ha demostrado ser técnicamente difícil e intensiva en datos. En la región, muy pocos países han implementado Basilea II y, hasta ahora, sólo en Chile se ha abordado el proceso de introducir un requisito de capital de solvencia sensible al riesgo para las compañías aseguradoras.

En lo que respecta a las licencias universales vs. silos, el debate es más conceptual que técnico. Los que abogan por una licencia universal sostienen que no sólo elimina el arbitraje regulatorio “interior” (es decir, el arbitraje entre actividades reguladas de diferente manera) sino también aumenta la eficiencia al permitir que los intermediarios universales (que combinan el crédito, las inversiones, los títulos y los seguros) diversifiquen plenamente sus riesgos y exploten las economías de escala y de alcance. Esto tiene beneficios en un nivel micro (los intermediarios pueden proteger y diversificar mejor sus exposiciones) así como en el nivel sistémico (los costos de participación disminuyen y el

riesgo se asigna más eficazmente entre toda la población).<sup>14</sup> Sin embargo, después de la crisis global, ha surgido una perspectiva alternativa a favor de los silos.<sup>15</sup> El argumento es que la licencia universal puede tener como resultado una pérdida de la diversidad institucional, ya que todas las instituciones acaban comportándose de manera similar y acumulando los mismos riesgos. En lugar de limitar la exposición de instituciones individuales a través de la diversificación, esta uniformidad aumenta el riesgo sistémico (si una institución cae, todas caen). También sostiene que las economías de escala disminuyen más allá de los US\$100.000 millones, un tamaño muy por debajo de los bancos internacionales más grandes (Haldane 2010c). Además las deseconomías de resolver la quiebra de grandes instituciones tienden a compensar las economías de escala que éstas puedan alcanzar en sus operaciones. Otros han defendido un enfoque de utilidad pública tipo silo, que aísla la banca minorista del resto de un conglomerado financiero cuando éste quiebra.<sup>16</sup>

En términos generales, este debate está lejos de ser resuelto. Como se señaló en el Capítulo 2, se puede adoptar la opinión de que cuanto más madura un sistema financiero, hay más probabilidades de que se vuelva interconectado, independiente de la estructura financiera que el regulador pretende imponer. Al mismo tiempo, es probable que la estructura financiera en sí misma evolucione endógenamente, independientemente de la regulación. Como ha demostrado con claridad la crisis financiera global, los inversores huirán en tropel de las supuestas islas de seguridad para migrar donde se sitúan los rendimientos (y, por ende, los riesgos). Por lo tanto, es probable que los problemas sistémicos aparezcan de todos modos. Al mismo tiempo, cuantas más barreras se construyan, más oportunidades se brinda al arbitraje regulatorio. Por lo tanto, un enfoque de silo podría proporcionar alguna medida de seguridad sistémica en el corto plazo, pero también crear un falso sentido de comodidad que eventualmente conduzca a un sistema menos seguro. Al contrario, es probable que un enfoque que elimina del todo las barreras

artificiales pero internaliza los riesgos sistémicos uniformemente a través de la regulación microsistémica sea un desafío mayor en el corto plazo, pero tenga más posibilidades de éxito a largo plazo.

En ALC, hasta ahora la cultura regulatoria prevalente basada en el silo parece haber servido relativamente bien a la región, sobre todo ya que ha sido emparejada con un enfoque de la regulación más intervencionista y prescriptivo. Sin embargo, a medida que maduran los sistemas financieros el enfoque está demostrando tener cada vez más tensiones. En algunos casos, ha llevado a erigir barreras artificiales entre actividades, o posibles duplicaciones, con la misma actividad bajo diferentes regulaciones en diferentes silos —como sucede, por ejemplo, para los instrumentos estilo depósitos emitidos por las compañías aseguradoras. En términos más generales, ha promovido el crecimiento de grandes y complejos conglomerados. Por el lado brillante, estos conglomerados se pueden ver como un híbrido deseable entre los silos y la banca universal que permite economías de alcance y de escala eficaces (los conglomerados pueden operar —y cada vez lo hacen más— como instituciones integradas que comparten sistemas de información y servicios centrales), así como una diversificación del riesgo en el nivel de conglomerado. Además, al modificar los límites regulatorios sobre activos y pasivos entre silos, el supervisor puede, en principio, controlar el alcance de la exposición al riesgo y la diversificación, incluso a nivel de los silos individuales. Por el lado oscuro, es difícil regular y supervisar efectivamente los conglomerados, y aún más a medida que aumenta el alcance de la interconectividad, la identificación de partes relacionadas se vuelve más complicada y los efectos de reputación proporcionan nuevas vías para el contagio.

Las debilidades de la región en la regulación consolidada identificadas en el Capítulo 10, sobre todo la falta de poderes de supervisión amplios para llevar a cabo una regulación y supervisión consolidada, agravan este problema. La mayoría de los países no les exigen a los conglomerados establecerse como una sociedad financiera mixta (FHC

–*Financial holding company*), e incluso cuando lo hacen, muchos países carecen del poder para imponer requisitos de capital a las FHC.<sup>17</sup> Las FHC a menudo pueden ser creadas en el extranjero y caer bajo la supervisión extranjera (en lugar de nacional) lo cual exacerba las debilidades de la coordinación de la supervisión, también definidas en el Capítulo 10. Estas brechas dejan abierta la posibilidad de múltiples mecanismos (insuficiencia de capital disfrazada mediante el uso del mismo capital por uno de los miembros del conglomerado o por un miembro y la compañía propietaria), un problema que se ve exacerbado cuando el conglomerado incluye entidades financieras no reguladas domiciliadas en el extranjero. En estos casos, juzgar si el capital se corresponde con los riesgos que asume todo el grupo es una empresa difícil y una fuente importante de riesgo sistémico, debido a la interconectividad y tamaño de algunos de estos grupos financieros.

Paralelamente a estos asuntos de perímetro interior, también hay acaloradas discusiones en toda la región acerca de cuál es la arquitectura de supervisión más apropiada. Los dos conceptos son, desde luego, interdependientes. Una licencia universal puede ser naturalmente emparejada con un solo supervisor. Los supervisores múltiples (cada uno administra una licencia diferente) naturalmente van a la par con un sistema basado en silos. Sin embargo, se pueden encontrar diferentes acuerdos institucionales para lidiar con los desafíos planteados por el arbitraje regulatorio de licencias cruzadas y el control de los conglomerados financieros, desde los supervisores de línea, con mecanismos de coordinación explícitos (como en Chile), hasta una supervisión unificada bajo una única agencia diferente del banco central (como en Colombia) y una supervisión unificada alojada en el banco central (como en Uruguay). Si bien todas las alternativas tienen sus pros y sus contras, un único supervisor debería tener, en principio, algunas ventajas naturales para unificar el trato prudencial en diferentes sectores empresariales, independientemente de si la línea empresarial proviene de la misma licencia o de licencias distintas. Sin embargo,

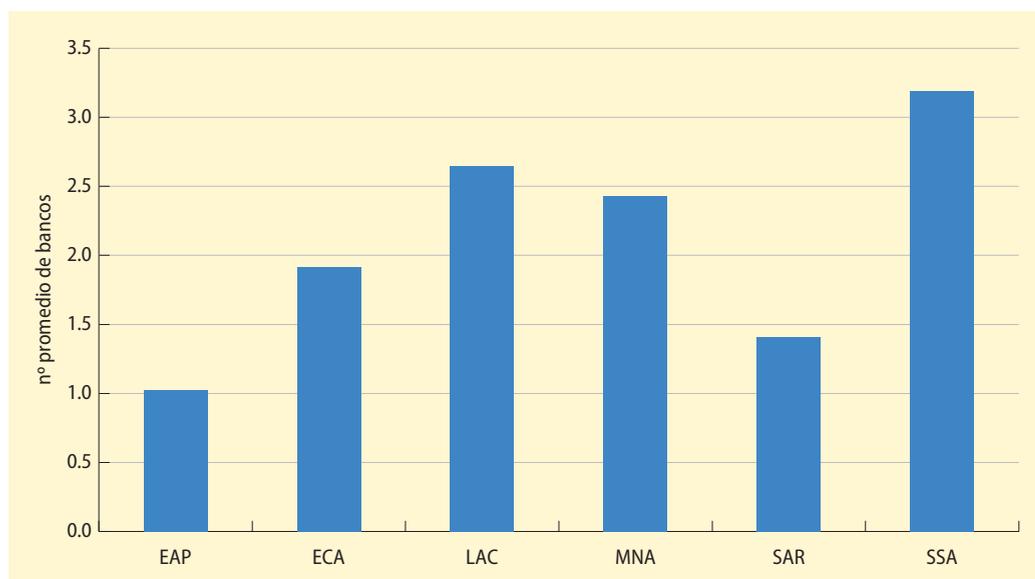
a la larga, todas las arquitecturas organizacionales pueden funcionar, siempre y cuando existan acuerdos efectivos de coordinación.

## El problema de las SIFIs

El problema de las SIFIs tiene grandes dimensiones en ALC. Además de la presencia de conglomerados financieros grandes y complejos, muchas instituciones por sí solas pueden ser consideradas SIFIs. Los bancos más grandes en Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México son propietarios de alrededor del 20% de los activos totales del sector bancario (30% en Perú). Por lo tanto, si se define como SIFI cualquier institución que posee más del 10% de los activos del sector bancario, los países de ALC tienen el segundo número más alto de SIFIs en el mundo emergente (Gráfico 12.1).<sup>18</sup>

Hay consenso sobre la necesidad de ajustar la regulación de las SIFIs para tener en cuenta la contribución de estas instituciones al riesgo sistémico, incluyendo en lo que respecta al síndrome TBTF.<sup>19</sup> Sin embargo, como ya se ha señalado, calcular *ex ante* la contribución al riesgo sistémico de cada SIFI es todo un ejercicio, más cuando los mercados para los títulos de renta variable y de deuda emitidos por las SIFIs son relativamente subdesarrollados e ilíquidos, como es el caso de la mayoría de países en ALC.

Además, es poco probable que amortiguadores más grandes puedan eliminar totalmente los riesgos de cesación de pagos y el problema asociado de TBTF. Restringir el tamaño de las instituciones, una solución contemplada por algunos, podría limitar la eficiencia y es políticamente difícil, tanto más cuando las instituciones son de propiedad extranjera. Incluso si el crecimiento interno de las instituciones financieras no estuviera limitado en ALC, el crecimiento externo podría ser limitado prohibiendo las fusiones y adquisiciones entre las grandes instituciones.<sup>20</sup> Sin embargo, es probable que las fusiones y adquisiciones excepcionales sean necesarias para preservar la estabilidad financiera en tiempos de severas dificultades sistémicas, lo cual pone aún más de relieve las

**GRÁFICO 12.1** Número promedio de bancos con más de 10% del total de activos bancarios

Fuente: Cortes, Dijkman, y Gutiérrez (2011).

complejidades y tensiones inherentes asociadas con este problema.

Por lo tanto, como en el resto del mundo, es probable que la mejor defensa contra las TBTF sea crear acuerdos de procedimientos legales adecuados para resolver la quiebra de las SIFIs de manera no desestabilizadora. Después de la crisis financiera de los años noventa y comienzos del milenio, los marcos de resolución bancaria en muchos países ALC fueron reformados.<sup>21</sup> Desde luego, varios de estos marcos aún no han sido puestos a prueba, y la implementación sigue siendo un problema desde que las reformas se han centrado más en los aspectos legales que en los operativos.<sup>22</sup> Sin embargo, incluso ahí donde existen marcos adecuados de resolución de las quiebras bancarias, los acuerdos para resolver la quiebra de los conglomerados financieros normalmente no han sido implementados en ALC. De hecho, en la mayor parte de ALC la resolución de las instituciones financieras que no son bancos aún está sujeta a las normas comunes de quiebras.

Como en el resto del mundo, ALC tendrá que introducir reformas legales que otorguen a las autoridades los poderes necesarios para

poder llevar a cabo una resolución ordenada de conglomerados financieros grandes y complejos y SIFIs no bancarias.<sup>23</sup> El uso de deuda de capital contingente y de deuda y acciones estatutarias que involucren a los accionistas, también puede ser apropiado.<sup>24</sup> Otro instrumento que podría ser atractivo para muchos países ALC es la constitución de fondos de resolución prefinanciados con cargos a cargo de los bancos.<sup>25</sup> “Las voluntades vivas” también pueden jugar un rol útil, aunque difícilmente se les puede considerar una alternativa a la reforma integral de resolución.

La resolución de conglomerados financieros complejos plantea ciertos desafíos técnicos, legales y políticos específicos de ALC. Para empezar, el derecho civil no facilita las cosas, dado que el espacio de maniobra en el proceso de resolución tiende a verse limitado por la ley administrativa. Por lo tanto, ser capaz de tratar a un grupo “fallecido” requiere ser también capaz de tratarlo como grupo “en vida.” De esta manera, los supervisores tienen que tener los poderes para llevar a cabo una regulación y supervisión consolidada eficaz que, como ya se ha señalado, es un desafío importante en la región. Finalmente, la

resolución de los conglomerados financieros transfronterizos requerirá una mejor armonización de los procedimientos transfronterizos. El hecho de que los conglomerados regionales y globales operan normalmente en ALC a través de subsidiarias transfronterizas (en lugar de sucursales) debería facilitar la tarea. Sin embargo, la falta de procedimientos de resolución de quiebra armonizados y de acuerdos de reparto de la carga, debería incitar a las autoridades locales a bloquear los flujos entre entidades del grupo con el fin de delimitar los activos. Como ha ilustrado la quiebra de CL Financial (Apéndice 12.A) este problema tiene un peso especialmente grande en las subregiones de América Central y el Caribe. Por difícil que sea su implementación, un fondo de resolución prefinanciado en estas regiones podría contribuir, pero se necesitaría una coordinación regional para evitar las distorsiones y la doble imposición en la creación de un fondo de ese tipo.

### La liquidez sistémica: Normas y acceso

Como ha demostrado la crisis financiera global, debido a la creciente interconectividad de instituciones financieras y mercados a medida que los sistemas financieros maduran, es cada vez más probable que aparezcan perturbaciones de liquidez sistémica. Esta última puede afectar tanto a la liquidez del financiamiento (la capacidad de reunir efectivo tomando prestando o vendiendo activos) y liquidez de mercado (la capacidad de comercializar un activo en corto plazo sin que afecte a su precio; ver Adrian y Shin 2010, Brunnermeier y Pedersen 2009). Como se señaló en el Capítulo 11, la liquidación de los activos financieros a precios de liquidación bajo dificultades de liquidez de financiamiento es un importante canal de amplificación de choques sistémicos en las recesiones. Sin embargo, las interdependencias también pueden acumularse en el interfaz entre las instituciones financieras y los mercados e infraestructuras financieras.<sup>26</sup>

No resulta sorprendente que la reforma de la regulación sobre la liquidez haya sido el tema de grandes discusiones. Ha llegado a ser ampliamente aceptado que el marco prudencial tradicional basado en desajustes de los plazos de vencimiento –que permite a los intermediarios tomar prestado a corto plazo si prestan igualmente a corto plazo– es inadecuado para objetivos sistémicos.<sup>27</sup> De hecho, el nuevo marco de Basilea III –que introduce un ratio de cobertura de liquidez (LCR –*liquidity coverage ratio*) y un ratio de financiamiento estable neto (NSFR –*net stable funding ratio*)– se centra en asegurar las fuentes estables de financiamiento. Y en lo que respecta al lado de los activos, el marco distingue entre los activos líquidos verdaderamente sistémicos y los otros activos, incluyendo aquellos que, aún siendo de corto plazo, no son líquidos en tiempos de estrés sistémico.

En las condiciones actuales, los bancos en ALC deberían ser capaces de enfrentarse a estos nuevos requisitos de liquidez con relativa facilidad, en vista de la participación relativamente modesta en la financiación de otros mercados de depósitos y la participación relativamente alta de títulos del sector público en sus balances. Además, la experiencia previa de ALC con las regulaciones orientadas sistémicamente –como los requisitos de reservas o de liquidez en los depósitos en divisas– debería dar a sus reguladores y banqueros centrales una ventaja en la implementación de un nuevo marco para la liquidez sistémica. Sin embargo, a medida que los sistemas maduran y los mercados interbancarios siguen profundizándose, las presiones que incitan a la tenencia de activos de mayor rendimiento y a la explotación del financiamiento de mercado más plenamente, también seguirán indudablemente acumulándose. En este contexto, es probable que el alcance del acceso a los mecanismos de apoyo de la liquidez (prestamista de última instancia, o LLR –*Lender of last resort*) se convierta en un componente cada vez más imprescindible de las políticas. La pregunta clave en este sentido es: ¿hasta qué punto ampliar el perímetro de LLR en términos de las instituciones (es decir,

qué instituciones deberían tener acceso, además de los bancos) y de los instrumentos (es decir, qué instrumentos se puede usar como colateral, además de los bonos públicos)? Las conexiones sistémicas que tienen lugar cada vez más a través de los mercados de financiamiento también subrayan la posible necesidad de que los mecanismos de LLR apoyen a los mercados que tienen una importancia crítica, y no sólo a las instituciones financieras individuales aquejadas de problemas de liquidez.

En ALC, el debate sobre el alcance del apoyo del banco central a la liquidez es particularmente relevante, pero también especialmente complejo, debido a la historia de la región. Como reflejo de la volatilidad económica y la alta inflación, la mayoría de los bancos centrales funcionan bajo marcos LLR muy estrictos. Las facilidades de liquidez sólo están disponibles para una pequeña gama de intermediarios financieros, fundamentalmente bancos receptores de depósitos, que constituyen la piedra angular de los sistemas financieros de ALC hasta la fecha. Sin embargo, la importancia cada vez más mayor de los intermediarios financieros no bancarios y de grandes mercados de financiamiento, descrita en el Capítulo 3, probablemente justifica una definición más amplia.<sup>28</sup> Es posible que también sea necesario revisar la elegibilidad de colaterales (que también tiende a estar en el lado conservador, es decir, normalmente limitado a los títulos de deuda del sector público), y los acuerdos de fijación de precios (por ejemplo, profundos recortes y altos ajustes de los márgenes). Es comprensible que muchos bancos centrales en la región se muestren reticentes a desplazarse hacia acuerdos más flexibles, preocupados por el posible impacto en su credibilidad, tan difícilmente ganada. Entre las posibles vías para gestionar estos conflictos inherentes, podría estar la relajación provisional de requisitos de contraparte y de elegibilidad en circunstancias de dificultades sistémicas, la introducción de marcos de prestamista de última instancia analíticos y de gobernanza más sólidos, y la creación de reservas de liquidez privada y arreglos de seguros.<sup>29</sup>

## La innovación financiera: ¿Ha acertado ALC?

Como se señaló en el Capítulo 2, la innovación financiera es un componente esencial tanto del lado brillante como del lado oscuro del desarrollo financiero. Si bien desempeña un rol fundamental en la expansión de la calidad y el alcance de los servicios financieros, la crisis financiera global ofreció una mirada perturbadora de un mundo en que la innovación financiera podía escapar a todo control.<sup>30</sup> A los innovadores no les importaban los posibles peligros sistémicos de sus creaciones (es decir, el paradigma de acción colectiva en funcionamiento) y gran parte del público inversor no entendía los riesgos asociados con ellos (es decir, la cognición colectiva en acción). Para empeorar las cosas, las innovaciones eran sancionadas favorablemente por las agencias de calificación y en gran medida ignoradas por los reguladores.

Por lo tanto, si bien se debería pensar que la regulación debería tener un rol potencialmente importante en el control de la innovación financiera, la intervención regulatoria se enfrenta al mismo problema cognitivo que enfrentan todos los inversores. Distinguir entre innovaciones “buenas” y “malas” no es un asunto trivial y en parte depende de si los usuarios finales entienden cabalmente los riesgos asociados con el uso de la innovación y, cuando no lo entienden, de si se les debería proteger de sus propios errores. Ante las incertidumbres, puede que a los reguladores se les presione desde direcciones opuestas e igualmente inapropiadas, ya sea aprobando innovaciones bajo las presiones de la industria, o congelando las innovaciones bajo las presiones de la aversión al riesgo.<sup>31</sup> Por lo tanto, los defectos asociados con el hecho de dar a los reguladores los poderes y el mandato para regular la innovación podrían acabar contribuyendo al riesgo moral al sancionar las regulaciones riesgosas o al ahogar el desarrollo financiero a través de un conservadurismo excesivo.

En ALC, por lo tanto, la mayoría de los países han seguido un enfoque relativamente

conservador de la innovación financiera, por el cual los nuevos productos financieros tienen que someterse a una aprobación previa antes de que se conviertan en parte de las actividades permitidas a los bancos.<sup>32</sup> En general, el resultado de esta política ha sido que los reguladores aprueban sólo productos estándares que han “entendido” bien. Con la ventaja de la mirada retrospectiva, se podría decir que este enfoque ha funcionado relativamente bien con los bancos y otras instituciones financieras, permaneciendo casi al margen de derivados complejos con un alto grado potencial de toxicidad. Sin embargo, no siempre está claro hasta qué punto un comportamiento conservador ha sido inducido por el conservadurismo o es el resultado de las oportunidades de mercado más limitadas y/o más absorción limitada de riesgo, o desde una cultura de manejo del riesgo más tradicional entre banqueros.

Sea como sea, a medida que los sistemas financieros maduran, es probable que este tipo de regulación severa (como se ha señalado más arriba) muestre cada vez más tensiones. En este contexto, la independencia limitada de los reguladores de ALC podría volverse más problemática, y la necesidad de los reguladores de ir por delante de las prácticas de la industria podría volverse cada vez más difícil, debido a los recursos limitados. Es probable que se necesite un enfoque más flexible que empareje los instrumentos con las necesidades de manejo del riesgo y las capacidades con las licencias de la industria. Sin embargo, hacer esto sin promover el arbitraje regulatorio no siempre será una tarea fácil. Al mismo tiempo, y quizá más importante, puede que sea difícil reconciliar un estrecho control de la innovación con la necesidad creciente de instrumentos de mercado más sofisticados, como los swaps del crédito, que pueden ayudar a los supervisores a evaluar los riesgos poniéndole un precio (como se verá en el Capítulo 13). Por lo tanto, valdría la pena considerar un sistema de “pilotaje” de la innovación financiera antes de que se convierta en corriente dominante. Implicar a los representantes creíbles del sector privado en el proceso de aprobación de las innovaciones

también contribuiría a mitigar la tendencia de los reguladores oficiales a una excesiva aversión al riesgo.

En general, una revisión del enfoque de ALC de la regulación de la innovación es probablemente una tarea importante, pero bastante compleja, aún pendiente. Hay pocas dudas de que esa revisión será necesaria. Sin embargo, a diferencia de otras áreas, quizá haya menos urgencia en este caso en cambiar lo que hasta ahora ha funcionado relativamente bien. Por lo tanto, debería haber bastante tiempo para reformas bien ponderadas.

### El programa regulatorio en el futuro

Los sistemas financieros en ALC, aparte de algunos países del Caribe, han capeado la crisis financiera global sin grandes problemas. El amplio perímetro exterior de la región en regulación prudencial, su perímetro interior regulatorio basado en silos y estrechamente circunscrito, y su enfoque de la regulación de relativa no intervención (incluyendo la innovación financiera) han contribuido a este resultado, en parte manteniendo a raya la emergencia de un sistema bancario en la sombra. Sin embargo, los pocos episodios localizados de estrés severo en la reciente crisis global son probablemente manifestaciones tempranas de un mundo que aún está por venir, de una exposición cada vez mayor al riesgo sistémico, a través de una interconectividad y complejidad crecientes. La provisión de servicios financieros mediante conglomerados – un impulsor potencial de la acumulación de riesgo sistémico – ya está planteando problemas serios en el perímetro interno. Y la actual política de desplazar el perímetro exterior de la regulación lo más lejos posible, probablemente se enfrentará a desafíos cada vez mayores. Si se añaden las dificultades de resolver las SIFIs, gestionar la liquidez sistémica, y poner a trabajar a la innovación financiera en el lado brillante – en lugar del lado oscuro – se perfila un programa de reformas complejo pero esencial.

Lidiar con los riesgos micro y macrosistémicos exige un enfoque ecléctico que se

construye sobre la regulación prudencial *ex ante* así como sobre redes de seguridad y marcos de resolución *ex post*. Con respecto al perímetro de regulación, la región tendrá que encontrar su propio camino de referencia, construyendo sobre la base de sus puntos fuertes pero siendo consciente de los desafíos planteados por los costos regulatorios y la amenaza creciente del financiamiento en la sombra. En asuntos de resolución, la región tendrá que lidiar con las debilidades actuales en lo que respecta al marco de quiebra para los intermediarios financieros no bancarios. También tendrá que enfrentarse a sus demonios al repensar la red de seguridad del sistema financiero. Sencillamente no es una

opción para los bancos centrales dejar pasar el problema. En innovación financiera tendrá que encontrarse un nuevo equilibrio entre prudencia y osadía. Ha llegado el momento de promulgar las reformas necesarias, tanto para contribuir a lidiar más eficazmente con los desafíos emergentes como para estar mejor preparados para lidiar con las eventuales consecuencias. Los estándares financieros internacionales que evolucionan deberían proporcionar una orientación útil que será más probablemente evolutiva que revolucionaria. Sin embargo, los países tendrán que afinar y adaptar los marcos de regulación e institucionales a sus circunstancias particulares.

## Apéndice 12.A Desafíos planteados por grandes y complejos conglomerados financieros: El caso de CL Financial en el Caribe

CL Financial es uno de los más grandes conglomerados en el Caribe, con intereses en los seguros, la banca, la energía, la agricultura y el sector inmobiliario, y con operaciones en diversos países (anexo Gráfico 12.A.1). El holding se ha incorporado en Trinidad y Tobago, con activos que se estima en aproximadamente 75% del PIB del país en 2006. En años recientes, los subsidiarios de seguros de vida se expandieron agresivamente vendiendo productos de tipo depósitos al público, prometiendo una alta tasa de rendimiento, e invirtieron las ganancias en empresas del sector inmobiliario en Estados Unidos y otras empresas cuyos valores cayeron bruscamente durante la crisis global del crédito.

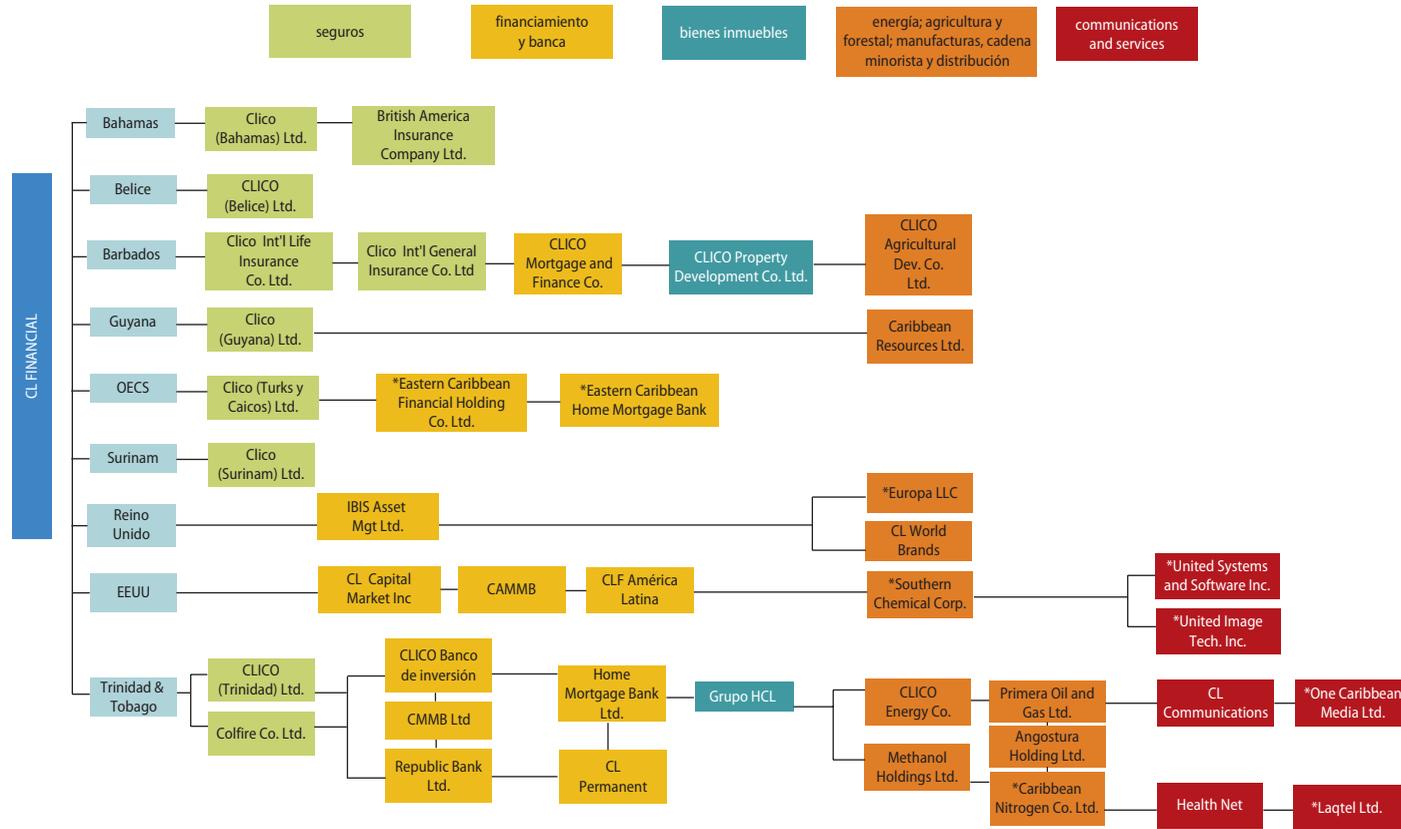
Como resultado de la crisis global del crédito, CL Financial empezó a experimentar presiones de liquidez. Su banco de inversiones subsidiario, CIB, se enfrentó a un alto nivel de demandas de retirada y sus subsidiarios de seguros de vida CLICO y British American Trinidad (BAT) tuvieron problemas para cumplir con los requisitos de fondos estatutarios. La British American Insurance Company (BAICO) incorporada en las Bahamas y CLICO International Life, incorporada en Barbados (CLICO Barbados) también experimentaron dificultades.

El colapso de CL Financial y sus subsidiarias aseguradoras representan un desafío mayor para la estabilidad financiera en la Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU; compuesta por Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, St. Kitts y Nevis, Santa Lucía y San Vicente y las Granadinas). La exposición de los tenedores de pólizas y depositantes de ECCU ante CLICO y BAICO se estima en alrededor de 17% del PIB de ECCU. Los sectores de aseguradoras y bancario están estrechamente interconectados ya que (a) numerosas instituciones financieras invirtieron directamente en productos de anualidades de CLICO y BAICO, y (b) las compañías proporcionaron seguros como colateral de activos bancarios, tales como hipotecas.

En febrero de 2009, las autoridades de Trinidad y Tobago emitieron un paquete de rescate para CL Financial. Esto comprendía la provisión de US\$800 millones (el 4% del PIB) para reponer los activos de CLICO. CLICO y BAT fueron intervenidos y su administración reemplazada. El nuevo gobierno que asumió el poder después de las elecciones de 2010 anunció que los negocios de inversión de corto plazo de CLICO serían separados de sus negocios tradicionales y que estos últimos se fusionarían con BAT. Se respetarían las pólizas de seguros, respaldadas por el fondo estatutario, pero los tenedores de anualidades y de inversiones de corto plazo solo serían compensados parcialmente. El plan fue impugnado por los inversores pero confirmado por las cortes. Se estableció un fondo especial para las cooperativas de crédito.

Los gobiernos de ECCU destacaron que el colapso de CLICO y BAICO fue un problema regional que requería una solución regional. En abril de 2009, los gobiernos de la Comunidad del Caribe (CARICOM) establecieron un fondo de apoyo de liquidez para los tenedores de pólizas de CLICO y BAICO, al cual Trinidad y Tobago contribuyó con US\$50 millones. En junio de 2009, BAICO era insolvente, con un déficit de US\$287 millones. BAICO fue puesta bajo tutela judicial en septiembre de 2009 y los gobiernos de ECCU elaboraron una estrategia de resolución en noviembre de 2009 para impedir las consecuencias sistémicas de la liquidación. Se espera que BAICO sea eventualmente liquidada y que los tenedores de pólizas de anualidades sean acreedores en el patrimonio. CLICO Barbados todavía opera independientemente. Los gobiernos de ECCU reanudaron las conversaciones con el nuevo gobierno de Trinidad y Tobago para investigar cómo el país podía seguir apoyando el proceso de resolución. Trinidad y Tobago ha acordado indagar en la creación de un fondo CARICOM con el apoyo de ECCU y Barbados para proporcionar alivio a los tenedores de pólizas de CLICO y BAICO.

**GRÁFICO APÉNDICE 12.1 Informe Annual 2007 de CL Finacial**



Fuente: Informe Annual 2007 de CL Finacial (www.clfinacial.com)

\*representa empresas asociadas y conjuntas; OECS Organización de Estados del Caribe Oriental

## Notas

1. Este Capítulo se basa en gran medida en el documento “Micro-systemic Regulation: A LAC Perspective”, de Mariano Cortes, Miquel Dijkman, y Eva Gutierrez (2011), que forma parte del volumen editado que acompaña a este informe regional sobre ALC.
2. En los trabajos de Dewatripont and Tirole (1994), el Estado (el regulador) “representa” los intereses del pequeño inversor ante los intereses de los participantes más informados (o más sofisticados) del mercado, que podrían aprovecharse de los pequeños y, eventualmente, limitar su acceso a los servicios financieros.
3. Sobre el enfoque de “picos gemelos” de la regulación, ver Taylor (1995, 2009).
4. Se debe observar que el cuarto paradigma, ejecución costosa, no justifica la regulación prudencial. Sin embargo, sí justifica el rol del Estado para facilitar la ejecución de los contratos (y los compromisos) a través de la mejora del entorno favorable para los negocios, sobre todo el régimen de colaterales y el terreno judicial.
5. Según esta definición, cualquier forma de pedir prestado constituye apalancamiento, ya sea pedir prestado de depositantes minoristas, de grandes depositantes, de otras instituciones financieras o a través de los mercados de capitales. Las instituciones no apalancadas involucradas en la administración de activos puros, como los fondos de inversión, estarían sujetas a una regulación de la conducta de los mercados pero no a una regulación prudencial.
6. La opción (b) requeriría que todos los intermediarios financieros apalancados tuvieran una licencia pero, a diferencia de la opción a) no todo estaría prudencialmente regulado.
7. Como reveló el estudio del Banco Mundial-ASBA, la crisis global parece haber despertado la conciencia entre los supervisores en ALC acerca de la importancia del arbitraje regulatorio. En realidad, todas las agencias supervisoras que respondieron al estudio, señalaron que están contemplando la idea de ampliar el perímetro a los intermediarios hasta ahora no regulados ni supervisados.
8. Este modelo es especialmente popular para tratar con las cooperativas y los pequeños ahorros y préstamos, cuya supervisión es particularmente intensiva en trabajo debido a la pequeña escala y a la dispersión geográfica de las instituciones (por ejemplo, El Salvador, México y Perú).
9. Esto es lo que sucede actualmente en Paraguay en relación con la supervisión de las cooperativas -un segmento sistémicamente importante del sistema financiero- donde la Junta de la agencia supervisora es elegida por la industria. Es lo que ocurre también en las cajas (instituciones de ahorro y préstamo) en México, donde la CNBV delega las funciones de supervisión en las federaciones de cajas. Sin embargo, por ley, la CNBV tiene la responsabilidad final de la supervisión de las cajas y sus resultados.
10. Según los resultados del estudio conjunto Banco Mundial- ASBA, cerca del 60% de los encuestados opinaban que los mandatos legales limitados limitaban la supervisión sistémica eficaz y el uso de la discreción; al mismo tiempo, 40% de los encuestados señalaron que las presiones políticas y de la industria también eran un importante obstáculo para el uso de la discreción.
11. Un ejemplo ilustrativo de este tipo es el de las dificultades encontradas por Comercial Mexicana, un grupo mexicano de hipermercados que, en la cumbre de la crisis financiera, sufrió fuertes pérdidas de derivados en divisas tóxicas (FX). Su posterior cesación de pagos en el otoño de 2008 contribuyó (junto con las Sofoles) al colapso del mercado de papel comercial en México.
12. En cualquier caso, desde luego es esencial que los supervisores monitoreen cuidadosamente (y que evalúen las implicaciones sistémicas de) los riesgos que se acumulan fuera del sector financiero.
13. Por ejemplo, un cargo de capital sobre un riesgo de crédito poseído por un banco se convierte en una provisión técnica cuando se transfiere a una aseguradora. Ver Joint Forum (2010). El estudio del Banco Mundial/ASBA de supervisores de ALC señala que el tema del perímetro que se percibe como el más urgente es el del desplazamiento potencial del riesgo entre las entidades de los conglomerados financieros, tanto transfronterizos como nacionales.
14. Diversos países de altos ingresos han seguido expresando una clara preferencia por la licencia universal, incluso después de la crisis global. Así, la Autoridad Monetaria de Hong Kong sigue “viendo méritos en el modelo de la banca universal” (ver Chan, 2011). De la misma manera, si bien se reconoce la

- necesidad de una regulación más estricta de los bancos más grandes debido a su tamaño masivo relativo, el Banco Central de Suiza ha señalado recientemente las ventajas de la banca universal para diversificar y atraer a individuos con alto patrimonio.
15. Ver, por ejemplo, Haldane (2009c) para el Reino Unido. Opiniones similares en Estados Unidos han llevado a presiones contra el restablecimiento pleno de la Ley Glass-Steagal, eventualmente dando lugar a la “regla de Volcker”, por la cual “se prohíbe a las entidades bancarias, que se benefician de los seguros federales sobre los depósitos de los consumidores o del acceso a las ventanillas de descuento, participar en transacciones con capital propio e invertir en o patrocinar fondos de riesgo y fondos de renta variable privados sujetos a ciertas excepciones.”
  16. Ver, por ejemplo, Kay (2010). Éste es el enfoque propuesto en el Reino Unido por la Comisión Bancaria Independiente, la llamada Comisión Sir Vickers (ver Morrison- Foerster 2011).
  17. Como se señaló en el Joint Forum (2010), las diferencias de definición con respecto a lo que constituye un grupo o cómo las entidades entran con el objetivo de calcular el capital de grupo, también crea problemas para la evaluación del riesgo y la adecuación de capital.
  18. Ésta es la definición propuesta por Thompson (2009).
  19. La Junta de Estabilidad Financiera (FSB- *Financial Stability Board*) y el Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria (BCBS) han declarado que las SIFIs, especialmente las globales, deberían tener mayor capacidad de absorción de pérdidas. Ver BCBS (2010b) y FSB (2010).
  20. La reforma de Estados Unidos, por ejemplo, prohíbe las fusiones o adquisiciones si la participación de mercado de la compañía resultante (en términos de pasivos) supera el 10%.
  21. Las reformas legales de los regímenes de resolución de quiebra bancaria se introdujeron en los años noventa y a comienzos del milenio en Argentina, Bolivia, Colombia, República Dominicana, El Salvador, Guatemala, México y Perú, entre otros. Las reformas proporcionan mejores instrumentos de resolución, incluyendo la transferencia de activos y pasivos a un banco existente (compras y absorciones) o a un banco puente.
  22. Empezando en 2008, los ejercicios de simulación de crisis financiera se llevaron a cabo en diversos países de ALC con el apoyo del Banco Mundial y de la *Financial Sector Reform and Strengthening Initiative* (FIRST). En la mayoría de los casos, los ejercicios destacaron la necesidad de (a) desarrollar un marco para evaluar el potencial impacto sistémico de las instituciones en quiebra; (b) mejorar la facilidad operativa para resolver una institución mediante instrumentos de compra o absorción o un banco puente; y (c) mejorar la coordinación entre las diferentes autoridades financieras para calmar y asegurar a los inversores y al público.
  23. Ver, por ejemplo, *Squam Lake Working Group on Financial Regulation* (2009).
  24. El capital contingente y la deuda estatutaria son títulos (subordinados en el primer caso y senior no asegurados en el segundo) que contienen cláusulas contractuales que incitan a la conversión a capital común cuando la institución ya no es viable, diluyendo la renta variable existente de los accionistas y aplicando un recorte a los tenedores de deuda. La conversión del capital contingente también podría ser desatada cuando los ratios prudenciales de la institución empiecen a deteriorarse bajo la forma de una rápida acción correctiva automática. Las provisiones de rescate que involucran a los accionistas facultan a las autoridades de liquidación a rebajar o a convertir la deuda en renta variable como parte de los procedimientos de resolución fuera de los procedimientos normales de quiebra bancaria. Ver FSB (2010) y BCBS (2010c, 2010d).
  25. El objetivo de estos fondos consiste en potenciar la eficacia del marco de resolución asegurando que los fondos estén fácilmente disponibles (su razón de ser es similar a la de los fondos de seguros de depósitos con poderes de resolución).
  26. En Brasil, por ejemplo, un brusco aumento de la volatilidad del mercado dio un gran impulso a los requisitos de margen en el mercado accionario y de futuros, exigiendo una importante provisión de colateral líquido en un momento de severo estrés de liquidez. Ver Mesquita y Torós (2010).
  27. Ver, por ejemplo, de la Torre e Ize (2011).
  28. Una ampliación de este tipo del perímetro de LLR ya ha tenido lugar en ocasiones de alto estrés del sector financiero. Por ejemplo, a mediados de los años 2000, un decreto de emergencia permitió a los corredores de valores en Colombia, recuperar sus títulos públi-

- cos directamente en el banco central para lidiar con las perturbaciones de mercado.
29. Los acuerdos de fondos privados de liquidez y los acuerdos de aseguradoras son particularmente atractivos en el caso de países altamente dolarizados.
  30. Haldane (2010b) sostiene que, una vez corregidos por los riesgos en que se incurrió, los verdaderos beneficios económicos del auge de innovación financiera anterior a la crisis han sido poco significativos.
  31. La crisis financiera global ha estimulado el interés académico por los méritos y peligros asociados con la innovación financiera, y por las implicaciones que tiene para la política regulatoria. Ver, por ejemplo, Gennaioli, Shleifer y Vishny (2010) y Lerner y Tufano (2011).
  32. Este enfoque se refleja en las puntuaciones relativamente altas de los países ALC en relación con el segundo principio básico de Basilea, que trata de las actividades permisibles de los bancos. Más del 90% de los países han recibido una puntuación de por lo menos cumplidores en gran medida.

La supervisión prudencial tradicional parte de la noción de que los bancos fuertes por sí mismos crean sistemas bancarios fuertes. Por eso, monitorea el comportamiento de las instituciones financieras individuales. La crisis global expuso la falacia de composición latente en esta noción demostrando que el riesgo del sistema es mayor que la suma de los riesgos de las instituciones individuales. Hasta cierto grado, la región de América Latina y el Caribe (ALC) se ha familiarizado bastante con los eventos sistémicos, ya sean éstos de origen interno o importados.<sup>1</sup> Si bien los supervisores de ALC han aprendido de estos eventos y, parcialmente como resultado, han creado un marco supervisor más sólido, no hay lugar para la complacencia. Hay tantas cosas nuevas en la supervisión sistémica que los supervisores de ALC tendrán que hacer un esfuerzo sostenido para aprender y adaptarse.<sup>2</sup> Los principales puntos de este Capítulo son los siguientes:

- La supervisión sistémica trata de las conexiones a lo largo del tiempo, entre las partes y el todo, y entre la estabilidad y el desarrollo.
- La supervisión sistémica debería complementar simbióticamente la regulación sistémica poniendo a prueba las reglas y, donde fuera necesario, fusionándolas a la perfección con el ejercicio de un buen juicio.
- La supervisión sistémica requerirá no sólo desarrollar nuevas capacidades analíticas, sino también adoptar un enfoque diferente para recopilar, analizar y vehicular la información, lo cual incluye un mejor uso de las señales de mercado y una comunicación más eficaz.
- La implementación de este ambicioso programa requerirá nuevos instrumentos y, quizá más importante, nuevos poderes y un nuevo acuerdo organizacional.
- La experiencia de ALC en materia de eventos sistémicos y con una cultura de supervisión generalmente de intervención (incluyendo lo que se refiere a la innovación financiera) debería proporcionar una buena base para empezar.
- Sin embargo, ALC también se enfrenta a desafíos especiales, entre los cuales se hallan la alta concentración de la propiedad financiera (que promueve la interconectividad y el TBTF) y algunos defectos en materia de independencia, protección legal y filosofía legal que debilita las bases para aplicar una discreción supervisora.

- Si bien la región va bien encaminada hacia la creación de comités de estabilidad financiera, aún quedan por abordar temas difíciles de funcionalidad, transparencia y rendición de cuentas.

El resto de este Capítulo se organiza de la siguiente manera. La primera Sección trata de las nuevas conexiones; la segunda Sección aborda el nuevo enfoque; la tercera Sección trata de los nuevos instrumentos y la cuarta Sección de la implementación. La Sección final concluye dibujando un mapa del programa para el futuro.

### Las nuevas conexiones

La supervisión sistémica trata de cómo establecer las conexiones correctas. Éstas comprenden conectar las partes con el todo, conectar las partes a través del tiempo y conectar el desarrollo con la estabilidad.

#### La conexión de las partes con el todo

Una tendencia entre los supervisores es igualar la buena supervisión sistémica con la buena supervisión consolidada. Es evidente que la segunda ayuda a la primera, ya que conecta las actividades de los miembros de un grupo financiero, ayudando así a identificar canales potenciales de contagio sistémico. Ya que muchas empresas financieras forman parte de conglomerados, una visión estrecha de entidades individuales reguladas es evidentemente insuficiente para tener un cuadro general de los riesgos del conglomerado. Por lo tanto, las brechas en la supervisión consolidada que fueron definidas y debatidas en los Capítulos 10 y 12 necesitarán claramente una corrección. Sin embargo, la supervisión sistémica va mucho más allá de la supervisión consolidada. Si bien se centra en una entidad más amplia (el grupo financiero) la supervisión consolidada aún sigue un enfoque orientado idiosincráticamente. La supervisión sistémica, al contrario, ve el sistema financiero como un todo, y reconoce y aborda la interconectividad de todos los actores del sector financiero, pertenezcan

al mismo grupo o no, y pretende entender cómo está cableado el sistema, incluyendo la naturaleza de las interacciones entre las partes y entre las partes y el todo. A pesar de que las actuaciones de cada institución o conglomerado financiero pueden ser individualmente óptimas y parecer aceptables a un supervisor tradicional, pueden contribuir a llevar al sistema por un camino socialmente inapropiado y riesgoso que inflige externalidades negativas al resto del sistema.

#### Conectando a lo largo del tiempo

La regulación prudencial tradicional, como la vigente antes de la crisis global, era fundamentalmente invariable en el tiempo y, por lo tanto, fundamentalmente procíclica (es decir, dinámicas sistémicas ineficaces y en deterioro, en lugar de ir contra la tendencia). A diferencia de ésta, puesto que se extiende más allá del simple cumplimiento y entra en el dominio de la verdadera supervisión basada en el riesgo, la supervisión sistémica debe volverse dinámica y mirar hacia el futuro, ya que tanto los riesgos como las exposiciones al riesgo varían a lo largo del tiempo de una manera endógena. Por lo tanto, la tarea del supervisor debe comenzar allí donde acaba la del regulador. Incluso cuando la regulación ha sido ajustada dinámicamente a lo largo de líneas macroprudenciales para corregir el carácter procíclico, es probable que queden brechas entre la regulación – que, por construcción, es un elemento dado – y los riesgos y exposiciones – que varían a lo largo del tiempo, a menudo de forma inesperada. Como se señaló en el Capítulo 11, la incertidumbre en relación con los riesgos que enfrenta el sistema financiero y sus vulnerabilidades (que limitan el alcance de una regulación basada en reglas) potencian aún más la necesidad de este tipo de discreción supervisora dependiente del Estado. Por lo tanto, la tarea del supervisor consiste en complementar la del regulador, zanjando las brechas que una regla fija deja inevitablemente en un entorno incierto y rápidamente cambiante.

## Conectando la estabilidad con el desarrollo

Otro aspecto clave en la formulación de una nueva visión de la supervisión es conseguir el equilibrio adecuado entre estabilidad financiera y desarrollo financiero. Si es necesario ampliar las responsabilidades de los supervisores para incluir los riesgos sistémicos, será necesario encontrar la compensación adecuada entre las necesarias restricciones de la actitud de la supervisión y el posible ahogo del desarrollo financiero. Esto es especialmente importante en ALC porque en muchos países, en parte como respuesta a sus experiencias anteriores con las crisis, la supervisión se percibe como más intervencionista y menos permisiva (incluyendo lo que concierne el control de la innovación financiera) de lo que ocurre (u ocurrió) en la mayoría de los países desarrollados. Algunos sostienen, basándose en la experiencia de los sistemas financieros en vías de desarrollo, que al principio podría ser necesario un marco relativamente rígido, pero que una mayor flexibilidad supervisora podría ser adecuada una vez que los mercados se hayan desarrollado.<sup>3</sup> Otros sostienen que la supervisión estricta puede ser coherente con una mayor profundización financiera, incluso en sistemas bien desarrollados (una opinión que la reciente crisis global parece haber reivindicado en gran medida).<sup>4</sup> En cualquier caso, es probable que sea necesario encontrar un equilibrio adecuado porque las modalidades de la supervisión (es decir, cómo, cuándo y dónde la supervisión se vuelve más severa) tenga un impacto importante en el desarrollo financiero.

## Un nuevo enfoque

El nuevo enfoque tendrá que desviarse del enfoque tradicional de diversas maneras, entre ellas, lo que concierne a la frontera entre regulación y supervisión, el cruce de enfoques de arriba hacia abajo y de abajo hacia arriba, los roles de supervisión a distancia *vs.* supervisión *in situ*, el uso de los mercados y la provisión de análisis e información públicos.

## Regulación vs. supervisión

La regulación sistémica implica reglas que rigen para todas las instituciones. Además, como se ha visto en el Capítulo 11, estas reglas pueden estar basadas en parámetros agregados en lugar de parámetros específicos de cada institución. Por ejemplo, si bien una regulación sistémica podría establecer un ratio uniforme máximo de préstamo/valor, puede que la supervisión sistémica necesite a la vez desviarse uniformemente de la regla (modificando este ratio) y dar a los supervisores la discreción para aplicar normas más estrictas a una institución individual porque sus acciones plantean un mayor riesgo para el sistema. Por lo tanto, las tensiones y complementariedades inherentes entre regulación y supervisión son una parte esencial del debate de “reglas *vs.* discreción.”<sup>5</sup> El desafío consiste en crear suficiente discreción en el proceso de supervisión pero sin relajar tanto las regulaciones que la supervisión prudencial acabe perdiendo su fuerza. Otorgar discreción a los supervisores requiere tener confianza en que son lo bastante independientes de las presiones políticas, que poseen la experiencia y la capacidad técnica para formular juicios razonables y que tienen los poderes legales para hacer respetar esos juicios. Esto último es un desafío aún más difícil en los países donde impera el derecho romano, como en América Latina, donde la ley administrativa limita las actuaciones de los supervisores sólo a aquellas actuaciones que están especificadas en la ley y en las regulaciones anexas.<sup>6</sup> Sin embargo, como se señala más abajo, crear los acuerdos institucionales adecuados (incluyendo, desde luego, la transparencia y la rendición de cuentas adecuada) para un marco de toma de decisiones, debería avanzar mucho para lidiar con este desafío.

## El enfoque de arriba hacia abajo vs. de abajo hacia arriba

La supervisión sistémica analiza los riesgos desde una perspectiva de arriba hacia abajo, y lo mezcla con un análisis de abajo hacia arriba. El cruce de la supervisión de abajo

hacia arriba con la supervisión sistémica de arriba hacia abajo proporciona un espiral de retroalimentación de información que permite una mejor evaluación de los riesgos sistémicos. En realidad, para que la supervisión sistémica sea realmente eficaz, es necesario entender las actuaciones de las instituciones individuales y su tolerancia a diversos tipos de riesgo. Una de las debilidades de los análisis de estabilidad financiera publicados hasta ahora por los bancos centrales ha sido la frecuente ausencia de la perspectiva de los supervisores de lo que está ocurriendo en las instituciones individuales. La combinación de la supervisión tradicional de abajo hacia arriba con la supervisión sistémica de arriba hacia abajo proporciona sinergias clave. La supervisión de arriba hacia abajo se beneficia de la perspectiva y de la información recogida por la supervisión de abajo hacia arriba y, a la vez, añade y se beneficia de las nuevas perspectivas de los riesgos sistémicos, afinando así sus evaluaciones. Sin embargo, el conjunto de capacidades para el análisis sistémico de arriba hacia abajo es muy diferente de las necesarias para una supervisión idiosincrática tradicional de abajo hacia arriba. Al mismo tiempo, la coordinación entre los dos enfoques es muy importante, sobre todo en los países donde la supervisión de abajo hacia arriba se desarrolla fuera del banco central (ver más abajo).

### **Supervisión a distancia vs. supervisión *in situ***

Un tema estrechamente relacionado (pero conceptualmente diferente) es el énfasis relativo puesto en la supervisión a distancia *vs.* supervisión *in situ*. A primera vista se podría pensar que, dado que tiene más que ver con el bosque que con los árboles (con un enfoque más amplio sobre la investigación a nivel de todo el sistema) la supervisión sistémica trata más de la actuación a distancia que *in situ*. Por lo tanto, puede que, hasta cierto punto, las agencias de supervisión tengan que modificar su enfoque, y concentrarse principalmente en fortalecer su análisis a distancia. En realidad,

si la supervisión *in situ* se limita a verificar el cumplimiento de las regulaciones, no tendrá mucho más que agregar a la identificación de riesgos sistémicos.<sup>7</sup> Sin embargo, la adopción de una supervisión sistémica exige una redefinición del rol de la supervisión *in situ*, más que una reducción. A pesar de que gran parte del trabajo de levantar un mapa de la interconectividad y de monitorear los vínculos entre los balances de instituciones importantes puede hacerse a distancia, puede ser verificado más exhaustivamente por inspectores *in situ*. Al mismo tiempo, las inspecciones *in situ* son el mejor lugar para entender en profundidad los modelos comerciales cambiantes, los vínculos con otras partes del sistema financiero y los riesgos asociados con ellos. La insuficiente colaboración de la supervisión *in situ* y a distancia puede llevar a análisis pobres o directamente defectuosos. Esto, de hecho, no es un resultado infrecuente de las barreras institucionales entre el personal de estabilidad financiera del banco central y los supervisores, incluso cuando ambos están localizados en la misma institución.

### **El uso de los mercados**

Un antiguo debate sigue vigente en el interior de la comunidad de supervisores en relación con la eficacia de los indicadores financieros basados en el mercado y la dependencia de la disciplina de mercado.<sup>8</sup> Tradicionalmente, la mayoría de los supervisores han prestado escasa atención a los mercados financieros, excepto cuando las percepciones del mercado desatan problemas de liquidez.<sup>9</sup> Sin embargo, al mismo tiempo, se puede argumentar que las brechas en la disciplina de mercado son en parte el resultado de la explotación insuficiente de las señales del mercado, así como del carácter incompleto de esas señales. Por lo tanto, la pregunta no consiste tanto en saber si la disciplina de mercado es buena o mala sino cómo los supervisores pueden hacer mejor uso de las señales del mercado. Cuando éstas son débiles, el problema es cómo fortalecerlas. En años recientes, han

emergido diversos instrumentos de mercado, tales como los márgenes de primas de riesgo de los CDS, que pueden ayudar a detectar algo en que los supervisores quizá no hayan reparado, o los instrumentos pueden importar sencillamente porque –así como los precios de la deuda y las acciones de renta variable de las instituciones financieras, cuando están disponibles– miden el estado de las expectativas, lo que a su vez ayuda a predecir los precios y la disponibilidad del costo del financiamiento.<sup>10</sup> En ALC, un uso más generalizado y mejor de estas señales, cuando están disponibles, es claramente deseable. En realidad, varios bancos centrales, por ejemplo en Brasil, Chile y México, ya han empezado a seguir esta línea de trabajo, si bien todavía hay un amplio terreno para desarrollar este tipo de análisis.<sup>11</sup>

Sin embargo, el limitado desarrollo del mercado de capitales en ALC, resultado de señales del mercado débiles, constituye una grave limitación. Por lo tanto, una pregunta clave para la región es si los responsables de las políticas pueden contribuir a desarrollar instrumentos de mercado que promuevan el descubrimiento del riesgo. Este último normalmente requiere un monitoreo costoso. Por lo tanto, para que los participantes del mercado inviertan lo suficiente en el monitoreo tienen que tener suficiente capital en riesgo. Sin embargo, en vista de la aversión al riesgo, las grandes exposiciones al riesgo pueden implicar altas primas de riesgo (ver Capítulo 9). Por lo tanto, a menos que estén apoyados de alguna manera por el Estado (e incluso subvencionados) puede que los instrumentos de mercado destinados al descubrimiento del riesgo sean sencillamente demasiado caros para ver la luz del día, y aún más en los sistemas financieros de escasa profundidad. Por lo tanto, un importante programa de investigación para la región consiste en contribuir a diseñar, introducir y apoyar dichos instrumentos. La emisión obligatoria de las instituciones financieras de deuda subordinada o compra de seguros basados en el mercado, podría ser una vía por explorar en este sentido.<sup>12</sup>

## El análisis y la información

Además del capital en riesgo, otros requisitos clave de una disciplina de mercado adecuada son el análisis y la información. Los participantes privados del mercado (agencia de calificación, auditores, asesores financieros, etc.) pueden proporcionar naturalmente mucha información sobre las empresas financieras individuales. Sin embargo, la calidad y profundidad de estas evaluaciones están limitadas por los costos, los conflictos de intereses y la confidencialidad. Por lo tanto, parte de la información requerida está en la naturaleza de un bien público que los supervisores deben promover o proporcionar. Si bien la apertura total puede ser problemática (normalmente los datos del informe de análisis son guardados como información confidencial), se puede sostener razonablemente que la abundancia de información, siempre y cuando se presente de una manera que proteja la confidencialidad básica en relación con los clientes y los modelos comerciales, sólo puede ser positiva.<sup>13</sup> En realidad, esto ya está ocurriendo en ALC.<sup>14</sup>

Sin embargo, los supervisores también tienen que proporcionar análisis e información sobre el sistema, cómo está cableado e interconectado y qué tipo de riesgos pueden estarse gestando. Esta práctica de compartir análisis e información es algo que sólo pueden hacer los supervisores. Desde luego, los mercados no lo harán por iniciativa propia porque es demasiado complejo y, por lo tanto, demasiado caro. Y dada su naturaleza de bien público, está sujeto a demasiadas fricciones de acción colectiva (parasitismo). A medida que los sistemas financieros maduran y se vuelven cada vez más complejos e interconectados, estos análisis sistémicos se vuelven cada vez más valiosos pero también cada vez más caros. Los supervisores deben sondear el terreno por recorrer y buscar posibles puntas de icebergs. Cuando se detectan riesgos, puede que los supervisores tengan que informar (de modo que los participantes del mercado puedan corregir el rumbo) y actuar (contribuyendo así a resolver fallas de coordinación).<sup>15</sup> Normalmente, el segundo debería facilitar el primero.

Los informes de estabilidad financiera en ALC, como en otras regiones, se han convertido en el principal vehículo para informar regularmente de los resultados de esos ejercicios.<sup>16</sup> Sin embargo, se han encontrado con dificultades de orden práctico. En concreto, surge la pregunta de si transmiten un diagnóstico significativo y auténticamente transparente y sincero del riesgo sistémico. El hecho de que estos informes se publiquen puede llevar a los supervisores a ejercer la autocontención por temor a desatar una corrida autocumplida. Además, en algunos países los bancos centrales carecen de acceso a datos detallados de la supervisión sobre las instituciones financieras y, por lo tanto, generalmente se ven obligados a adoptar una perspectiva macro.

### Los nuevos instrumentos

La supervisión sistémica también requerirá nuevos instrumentos para levantar mapas de las fronteras de riesgo y de la interconectividad entre las instituciones financieras y entre mercados e instituciones.

#### Levantamiento de mapas de las fronteras

Tener una mejor noción de la localización de los acantilados (sistémicos) es crucial en la supervisión sistémica. Dado que se trata de centrarse en el riesgo de cola, y los eventos de cola pueden no haber ocurrido, los datos del mercado probablemente no serán suficientes.<sup>17</sup> Una alternativa son las pruebas de estrés, una técnica que en sus inicios fue difundida ampliamente a través de los Programas de Evaluación del Sector Financiero (FSAPs).<sup>18</sup> En ALC muchos países ya llevan a cabo estos ejercicios regularmente.<sup>19</sup> Sin embargo, hay muchas dificultades inherentes en las pruebas de estrés sistémico.<sup>20</sup> En primer lugar, el incentivo natural de las empresas financieras es crear sus propias pruebas para que éstas den como resultado una necesidad de menos capital propio en lugar de más. En segundo lugar, los modelos tienen que incorporar las probabilidades de

choques, correlaciones y la probabilidad conjunta de cesación de pagos que no se encuentran en los datos. En tercer lugar, las pruebas de estrés deben ampliarse más allá de la adecuación del capital, hacia la liquidez, que es donde normalmente empiezan las crisis. Sin embargo, modelar la liquidez es sumamente difícil. En cuarto lugar, “unir los puntos”, identificar las líneas potenciales de fallas y mirar a la vez más allá de los marcos y del horizonte, son los elementos más difíciles pero más cruciales de las buenas pruebas de estrés. En realidad, la incapacidad de identificar los canales y conexiones a través de los cuales se podría desatar y propagar una crisis (en lugar de simples fallas de cumplimiento) fue el peor error de supervisión en Estados Unidos.

Por lo tanto, antes de que se puedan diseñar los modelos o escenarios de crisis adecuados, entender cómo está cableado el sistema y dónde están las conexiones más débiles es de una importancia capital. La consecuencia de no hacerlo es un verdadero riesgo de embarcarse en ejercicios numéricos sofisticados pero, a la larga, estériles. Los supervisores tienen que discutir las simulaciones con las instituciones financieras e imponer parámetros de estrés uniformes derivados de escenarios bien formulados y basados en aspectos macro. En algunos casos, es posible que estos últimos tengan que incluir elementos específicos, como cesación de pagos por pérdidas y disminución de los valores colaterales. Aunque es probable que estas discusiones sean difíciles, son una gran oportunidad para el aprendizaje colectivo, similares a aquellas entre el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Mundial y las autoridades nacionales durante los FSAPs. En realidad, numerosos países de ALC ya se han embarcado en esta dirección.<sup>21</sup> Es evidente que aún queda mucho trabajo por delante.

#### Levantando mapas de la interconectividad

Una de las lecciones clave de la crisis global y de la debacle de Lehman Brothers es el alcance y las implicaciones de la interconectividad

entre las instituciones financieras y del mercado. Esto último puede darse a través de los balances, los precios del mercado y los sentimientos del mercado, o de la propiedad. El último canal es especialmente relevante en ALC en vista de la prevalencia de grupos financieros grandes y opacos con una alta concentración de la propiedad. A menudo no es claro cómo los componentes reales y financieros del grupo se relacionan unos con otros, cómo los efectos de reputación pueden transmitirse a lo ancho del grupo y cómo una crisis afectará a las partes y al todo, tanto localmente como en el extranjero.<sup>22</sup> En ALC, la prevalencia de los bancos extranjeros y sus subsidiarios es fuente de otra interconectividad transfronteriza clave. Sin embargo, a pesar de la delimitación del capital a través de requisitos de capital a las sucursales, siempre existe el riesgo de una pérdida de confianza en el banco anfitrión si la casa matriz experimenta dificultades. Por otro lado, la capacidad de la casa matriz de apoyar su sucursal y sostener sus préstamos puede volverse limitada. Entender toda la dimensión de la organización de la casa matriz (que requiere plena colaboración con los supervisores locales) es, por lo tanto, vital. Lamentablemente, durante la crisis algunos supervisores de origen no estaban dispuestos a compartir la información con los supervisores anfitriones.

Sin embargo, es evidente que la interconectividad de los balances entre las instituciones de diferente propiedad también importa. Por ejemplo, debido a la alta concentración económica del sector real en muchos países de ALC, las empresas financieras a menudo se vuelven densamente interconectadas a través de sus prestatarios. Si bien la interconectividad del mercado es menos amplia en ALC de lo que fue en Estados Unidos, no es menos crucial, como quedó demostrado en México por los contagios en todo el mercado del papel comercial de las dificultades financieras en las que incurrieron un par de pequeñas Sofoles. El modo como las empresas financieras se financian a sí mismas es especialmente crítico. Las empresas financieras que se financian a sí mismas fundamentalmente a través

de los mercados mayoristas o de sus casas matrices en el extranjero son, desde luego, mucho más vulnerables. También tiene una importancia crítica entender el contagio de un país a otro. De hecho, los trabajos empíricos han demostrado lo estrechamente conectadas que están en América Latina unas economías con otras (Sosa 2010a). Por lo tanto, dibujar los mapas de la interconectividad puede ser tanto un ejercicio estadístico basado en el análisis de las correlaciones de precios, como un trabajo puro de detective, que pretende diseccionar cada uno de los vínculos descritos más arriba.<sup>23</sup> En ALC, diversos países han empezado a trabajar en ambos aspectos de este problema. Sin embargo, una vez más, queda aún mucho por hacer.<sup>24</sup>

## Alcanzando el objetivo

La implementación de estos cambios requerirá a su vez crear las capacidades necesarias y asegurarse de que los supervisores tengan los poderes necesarios, así como establecer acuerdos organizativos adecuados. Las permanentes revisiones de los pares también podrían ser un elemento útil.

## Las capacidades

Potenciar las capacidades requeridas para lidiar con los riesgos sistémicos significa un salto cuántico, no una simple mejora marginal. También requerirá un conjunto de capacidades completamente diferentes, de las que exigía tradicionalmente la simple confirmación de que se cumplían las normas. Los supervisores que participan en la supervisión sistémica tendrán que volverse fluidos en conocimientos de economía, estadística y finanzas, y deberán en gran medida adentrarse en territorios no explorados. En realidad, en cierto sentido tendrán que dedicarse más a actividades de investigación que a simples operaciones de día a día. Para evitar una repetición de la fijación eventualmente inútil (o incluso abiertamente decepcionante) en el modelaje cuantitativo que prevaleció entre numerosas instituciones financieras en Estados Unidos antes de la crisis, las agencias de

supervisión tendrán que asegurar un equilibrio adecuado entre los enfoques cuantitativo y cualitativo.

Ya se trate de una orientación cuantitativa o cualitativa, atraer, formar y retener al personal cualificado para llevar a cabo estos análisis podría ser un problema grave, sobre todo cuando la demanda del sector privado de esas capacidades es fuerte y los salarios del sector público son limitados por los escalfones del sector público. Cuando las agencias de supervisión sean incapaces de atraer al personal, puede que tengan que establecer acuerdos de cooperación con los bancos centrales. Puede que se requiera una mayor cooperación entre los equipos de supervisión y de estabilidad financiera, incluso aunque los dos funcionen en el marco del banco central. En cualquier caso, tendrán que dejarse de lado las rivalidades tradicionales entre supervisores y economistas. Dicho esto, es ciertamente un alivio saber que los supervisores en las regiones son muy conscientes de los desafíos que los esperan.<sup>25</sup> Algunos países ya han empezado a utilizar instrumentos analíticos avanzados, sobre todo allí donde la función de supervisión pertenece al banco central (como en Brasil) o donde la agencia supervisora ha reclutado a economistas para formar una unidad macroprudencial (como en México). Muchos otros países más pequeños han avanzado más lentamente.

### Los poderes

Los supervisores sistémicos necesitarán suficientes poderes para hacer cumplir las regulaciones sistémicas, entre las cuales se hallan la capacidad de ordenar a una institución cesar y el cese de actividades que plantean un riesgo sistémico. Desde luego, cuantos más supervisores opten por la discreción en lugar de las reglas, más tendrán que equilibrarse sus poderes con una rendición de cuentas adecuada. En este contexto, es preocupante que, al parecer, será necesario fortalecer significativamente el uso de activadores de medidas correctivas automáticas en ALC.<sup>26</sup> Los demás problemas de ALC, de independencia y protección legal insuficiente de los

supervisores (señalado en el Capítulo 10) parecen ser un elemento más del desafío. Lo mismo sucede con el derecho civil (romano) que es la norma en la mayor parte de la región, en cuanto pone la carga de la prueba en los supervisores en lugar de ponerla en las instituciones supervisadas.<sup>27</sup> El hecho de que los riesgos sistémicos no siempre puedan ser anticipados y sean difíciles de catalogar en la legislación (hasta la fecha, a diferencia de Basilea II, no existe ninguna norma ni listado internacional de riesgos sistémicos) hace las cosas aun más difíciles. Muchos países de ALC podrían tener límites constitucionales para aprobar una legislación que facilite la verdadera discreción supervisora. Sin embargo, en el marco del derecho romano, todas las condiciones y criterios relevantes (la llamada casuística) tienen que estar descritas *ex ante*, de modo que se necesitara una redacción legal creativa para dar a los supervisores suficiente libertad y discreción para determinar los riesgos sistémicos detectados y las actuaciones que deben seguir. Es interesante notar que la mayoría de los supervisores opinan que los poderes que tienen actualmente son adecuados para requerir que una institución aumente su capital, sus provisiones o su liquidez, basándose en una evaluación supervisora de su exposición a riesgos sistémicos.<sup>28</sup> Incluso es más sorprendente que una mayoría de encuestados del estudio del Banco Mundial – Asociación de Supervisores de Bancos de las Américas (ASBA) no vean el código civil como una limitación importante para el uso de la discreción supervisora. Más bien, el mandato legal de la agencia y la escasa protección legal son vistos como los principales obstáculos. Sea como sea, parece necesario fortalecer los poderes de los supervisores en muchos países de la región. Es probable que los marcos institucionales y legales establecidos no faciliten demasiado la tarea.

### Los acuerdos organizativos

Uno de los temas preponderantes de la implementación de la supervisión sistémica es cómo organizarla. Dado que la

supervisión sistémica, por su construcción, implica reunir, desde una perspectiva holística, todas las partes del sistema financiero, se puede adoptar la opinión de que toda la supervisión debería estar consolidada bajo un solo organismo. Si así fuera, la necesidad de una mejor coordinación entre la administración monetaria y prudencial, según lo señalado en el Capítulo 11, apunta naturalmente hacia el banco central. Así, después de la crisis algunos países europeos se muestran proclives a devolver a la supervisión al alero del banco central.<sup>29</sup> En realidad, muchos bancos centrales en el mundo, entre ellos la mayoría de países de la vertiente atlántica de América del Sur ya cuentan con políticas de supervisión monetaria y prudencial en el banco central. Sin embargo, allí donde esto no ocurre, los responsables de los bancos centrales a menudo se muestran reticentes a asumir una tarea de supervisión integral que, al menos en un nivel micro, es sumamente intensiva en recursos, y puede ser vista como una desviación de las tareas analíticas puramente orientadas a lo macro asociadas con la administración monetaria. El surgimiento de un organismo centralizado muy poderoso que mezcla políticas monetarias, regulatorias y de supervisión, bien podría generar un efecto político contrario, alimentando así las presiones para limitar la independencia del banco central y, por ende, socavando la política monetaria. Por lo tanto, muchos países se inclinan por una consolidación de tipo de Autoridad del Sector Financiero (FSA) de todas las actividades de supervisión fuera del ámbito del banco central.<sup>30</sup>

En muchos países de ALC, como señalaba el estudio Banco Mundial – ASBA de los supervisores, al parecer la cooperación entre agencias requiere ser fortalecida (ver Capítulo 10). En algunos países, un problema potencial mayor es la falta de mandatos bien definidos. En algunos casos, los países han formalizado acuerdos que habían surgido de experiencias previas con crisis financieras.<sup>31</sup> Otros países contemplan la creación de un supervisor financiero unificado, distinto del banco central, siguiendo el ejemplo de Colombia. Sin embargo, incluso cuando las diferentes partes

del sector financiero son supervisadas por la misma entidad, pueden surgir problemas de coordinación internos. Así, tanto México como Uruguay han revisado recientemente la estructura organizativa de su principal agencia de supervisión para facilitar la supervisión de empresas financieras multiproducto. Sin embargo, los acuerdos de coordinación para una supervisión consolidada de los grupos financieros a pesar de su gran importancia, no se ocupan necesariamente de la supervisión sistémica.

Por lo tanto, el desafío consiste en crear una función de supervisión sistémica adecuada investida de suficientes facultades dadas por acuerdos de gobernanza apropiados para coordinar y tomar decisiones. Allí donde la supervisión financiera y la política monetaria están distribuidas entre instituciones diferentes, una alternativa a situar la responsabilidad de la supervisión sistémica en el banco central es otorgarla a un comité o consejo constituido por las autoridades relevantes.<sup>32</sup> Muchos países de ALC están bien encaminados para crear (o ya han creado) en concordancia con la experiencia internacional, estos comités de estabilidad financiera para monitorear y lidiar con el riesgo sistémico. La experiencia de la región con la definición de la inflación como objetivo, que descansa en unos acuerdos adecuados y eficaces de gobernanza de política monetaria (es decir, juntas independientes del banco central, protocolos claros para tomar decisiones y comunicación con el público y sólidas normas de rendición de cuentas), debería proporcionar una valiosa orientación para establecer acuerdos de gobernanza adecuados para los comités de supervisión sistémica. Par asegurar la efectividad de los comités, será esencial la transparencia y la rendición de cuentas, lo cual incluye un marco y un protocolo adecuado de análisis, toma de decisiones y reporte. La necesidad de una sólida base legal y de acuerdos de gobernanza para las funciones de supervisión sistémica y macroprudencial es aún más crucial si se tiene en cuenta los costos potenciales de las decisiones asociadas sobre los intermediarios financieros (por ejemplo, estropear la fiesta). Independientemente de las características

exactas del acuerdo organizativo escogido, la información tiene que fluir<sup>33</sup>, y se debe estimular a los equipos para trabajar con otras agencias.<sup>34</sup> Dadas las tendencias naturales de la burocracia, esto es más fácil en el papel que en la práctica.

Es importante recordar que la función de coordinación de un comité de estabilidad financiero, centrado como está en la supervisión macroprudencial y sistémica (y donde el presidente del banco central debería ser *primus inter pares* entre los miembros del comité) es de naturaleza diferente a otras funciones de coordinación que pertenecen a la supervisión financiera. Un ejemplo de esto último es la coordinación entre aquellas agencias de regulación necesarias para llevar a cabo una supervisión consolidada de los conglomerados financieros, donde el *primus inter pares* debería ser quien dirija la agencia de supervisión que supervisa al miembro más grande del conglomerado, y donde los bancos centrales que no comprenden entre sus funciones las regulatorias ni siquiera tienen que ser miembros. La incapacidad de separar adecuadamente las diferentes funciones de coordinación de la supervisión financiera pueden acabar sobrecargando a los comités de estabilidad financiera con responsabilidades ajenas a su labor, socavando así su efectividad.

Además de la coordinación interna, los supervisores también tienen que coordinarse entre países. En ALC, la importancia de los bancos extranjeros convierte este punto en una prioridad aún más importante. Como se señaló en el Capítulo 10, ya se han dado importantes mejoras antes de la crisis global. Sin embargo, la crisis ha demostrado que los acuerdos del pasado en general no bastaban para lidiar con la crisis. Si bien no hay una solución sencilla a este desafío de la coordinación en un mundo globalizado, ALC podría estar en mejores condiciones si persiguiera un enfoque regional. Este enfoque contribuiría a asegurar que se comparte la información y que hay coordinación entre los supervisores sistémicos regionales y, además, presentaría un frente unido para lidiar con los grandes países desarrollados con una presencia significativa en América Latina.

Entre las estructuras alternativas se podría contemplar un colegio de supervisores, un cuerpo regional formal (posiblemente bajo los auspicios de una institución financiera internacional) o una asociación de supervisores sistémicos similar a la Asociación Internacional de Aseguradores de Depósitos. Allí donde fuera necesario, las leyes que limitan la colaboración en la información transfronteriza tendrían que ser modificadas.

### Los pares

La “Declaración para el fortalecimiento del sistema financiero” de abril de 2009, del G-20, encargaba al FMI, a la Junta de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Board*) y al Banco de Pagos Internacionales (*Bank for International Settlements*) la tarea de desarrollar orientaciones sobre cómo los países pueden evaluar la importancia sistémica de las instituciones, los mercados y los instrumentos financieros. Eventualmente, es probable que las instituciones financieras internacionales y la Junta de Estabilidad Financiera desarrollen normas de buenas prácticas de la supervisión sistémica, de una manera muy parecida a las normas ya existentes para otros aspectos de la supervisión financiera. Debido a los numerosos y difíciles temas reseñados en este Capítulo, las revisiones de los pares basadas en estos informes sobre el cumplimiento de las normas y códigos (ROSCs—*Reports on the Observance of Standards and Codes*) deberían ser útiles, una vez que estén disponibles. Sin embargo, debido a los rasgos experimentales de gran parte de lo que tiene que hacerse en relación con la supervisión sistémica, puede que los países no deseen necesariamente esperar hasta la creación formal de los ROSCs. Ya sea a través de las evaluaciones formales del ROSC o simplemente mediante misiones consultivas exploratorias, la región debería beneficiarse de estas revisiones de los pares. Además de contribuir al proceso analítico, los ROSCs pueden proporcionar a las autoridades parte de la munición que necesitan para fortalecer sus poderes y su independencia.

## El programa para el futuro

Al igual que el resto del mundo, ALC debe enfrentarse a un programa de trabajo, tan rico como complejo, para fortalecer la supervisión del riesgo sistémico. Tendrá que hacerlo teniendo en cuenta las características específicas de la región, las debilidades relativas y los puntos fuertes relativos. Algunas de las características específicas de la región que probablemente influirán en la implementación de este programa son la alta concentración de la propiedad, la conglomeración sustancial de los servicios del sector financiero y la fuerte presencia de los bancos extranjeros. Además, la región sigue estando expuesta a grandes oscilaciones de los flujos de capital, en parte como resultado de los diferenciales aún vigentes de las tasas de interés con respecto a las tasas mundiales; aún sigue siendo –aunque cada vez menos– una región dolarizada. Su supervisión ha sido fortalecida sustancialmente y ahora puede ser vista como normalmente no intervencionista y más bien limitante; muchos de sus supervisores y responsables de las políticas están familiarizados con las crisis sistémicas; y sus instituciones financieras son, en general, cautelosas y están bien protegidas.

En realidad, las últimas tres características normalmente se pueden situar en el lado de los “puntos fuertes comparativos” de la balanza. Sin embargo, estos puntos fuertes y el hecho de que la región ha pasado la prueba de la reciente crisis global con colores más bien aceptables, no debería verse como una razón para la complacencia. Como sucede con otras regiones, ALC tiene que prepararse para lidiar con los desafíos de la supervisión sistémica. Al hacerlo, tendrá que abordar algunas debilidades institucionales, tales como la limitada independencia supervisora y protección legal, además de un código civil que limita el alcance de la discreción. Además de abordar estas debilidades, los temas clave en el programa de reformas de ALC incluirá (a) encontrar el equilibrio adecuado para establecer requisitos prudenciales entre la estabilidad financiera y el desarrollo financiero, (b) asegurar que las agencias

de supervisión puedan atraer y retener los recursos humanos que necesitarán para una supervisión sistémica eficaz, (c) encontrar maneras de poder contar más con las señales de mercado y de la disciplina de mercado, (d) encontrar acuerdos institucionales que promuevan la coordinación entre agencias y apoyen adecuadamente la supervisión sistémica, y (e) encontrar las maneras más eficaces de coordinar la supervisión entre los países más allá de las fronteras.

## Notas

1. Este Capítulo se basa en gran medida en el documento “Systemic Supervision”, de Katia D’Hulster y Steven A. Seelig, que forma parte del volumen editado que acompaña este informe regional sobre ALC. Como se ha visto en los Capítulos 6 y 10, las crisis bancarias del pasado en América Latina se originaron en la mayoría de los casos en una macrodinámica insostenible, acompañada por el colapso de los regímenes de tasa de cambio fija. En muchos casos, el escaso manejo del riesgo, la débil gobernanza bancaria y la mala supervisión empeoraron la vulnerabilidad de los sectores bancarios ante estos choques. Ver Stallings y Studart (2003).
2. Como se señala en el Capítulo 10, los supervisores en ALC, en general, son muy conscientes del trabajo que les espera. La mayoría de los supervisores que respondieron al estudio del Banco Mundial - Asociación de Supervisores Bancarios de las Américas (ASBA) creen que los recientes eventos globales requerirán una nueva definición del rol y de las funciones de los supervisores, con la consiguiente necesidad de la creación en profundidad de una capacidad de supervisión sistémica.
3. Por ejemplo, esta es la conclusión a la que llegaron Stallings y Studart (2003) en su estudio de países de América Latina después de la crisis del Tequila.
4. Granlund (2009) sostiene que en los países de la Unión Europea que él estudió, la mayoría de los cambios de supervisión se centraban en la estabilidad del mercado y en cambios en los arreglos organizativos de la supervisión.
5. El debate “reglas *vs.* discreción” se originó en la literatura en relación con la política monetaria y data de los años 50 y 60. Ver, por ejemplo, Friedman, 1959.

6. Al contrario, según el derecho administrativo del código civil, al sector privado se le permite hacer cualquier cosa que no esté prohibida por leyes y regulaciones.
7. Por ejemplo, en la industria accionaria, la Organización Internacional de Comisiones de Valores ha centrado sus normas en las regulaciones de conducta del mercado y protección del consumidor y, en mucha menor medida, en las normas prudenciales. Por consiguiente, la inspección *in situ*, tal como existe entre los reguladores bursátiles, tiende a centrarse en torno al cumplimiento. La reciente experiencia en Estados Unidos donde se permitió a las firmas accionarias operar con prácticamente ningún capital pero participar en transacciones de derivados y productos estructurados con otras instituciones financieras, confirma esta vulnerabilidad.
8. Si bien los economistas tienden a apoyar una mayor dependencia de los instrumentos de los mercados de capitales, tales como la deuda subordinada, numerosos supervisores opinan que estos instrumentos son difíciles de implementar y creen que los supervisores, en cualquier caso, tienen una mejor comprensión de los riesgos bancarios. Para una revisión exhaustiva de la literatura sobre este tema, ver Evanoff y Wall (2000).
9. Se puede ver la crisis global como un fenómeno que, en su mayor parte, justificaba estas opiniones. A pesar de las señales del mercado de problemas potenciales, la disciplina de mercado por sí sola no disminuyó la acumulación de riesgo en el sistema. Sólo cuando la crisis fue una realidad, la disciplina de mercado se volvió tan severa que obligó a adoptar respuestas regulatorias y de supervisión.
10. Las medidas de las expectativas con respecto a los intermediarios financieros individuales comprenden el cambio en los márgenes de los *swaps* de impago de crédito y los cambios en y la volatilidad de los precios de las acciones (ver Sharpe 1964).
11. Una propuesta inicial para que los supervisores en ALC utilizaran las tasas de interés pagadas por las instituciones financieras en los mercados interbancarios se encuentra en Rojas-Suárez (2001). Un reciente trabajo ha incorporado la teoría financiera, los datos del mercado y un enfoque de activos contingentes para analizar los riesgos de estabilidad financiera, un enfoque que recientemente ha sido aplicado en Chile. Ver Gray y Malone (2008) y Gray y Walsh (2008).
12. Sobre la emisión de deuda subordinada, la propuesta clásica es la de Calomiris (1999). Como se señaló en el Capítulo 9, la disponibilidad de seguros basados en el mercado para ser comprados por los intermediarios financieros puede requerir algún tipo de acuerdo privado-público para compartir el riesgo.
13. De hecho, muchas agencias de supervisión han dado grandes pasos recientemente para superar sus temores naturales a abrirse. Por ejemplo, desde la aparición de las primas de seguros de depósitos de riesgo en Estados Unidos, los analistas pueden calcular fácilmente qué bancos son considerados más riesgosos por la Federal Deposit Insurance Corporation. Sin embargo, en el caso de ALC, dadas las implicaciones del derecho administrativo, esta divulgación podría acarrear una responsabilidad legal para los supervisores.
14. Por ejemplo, en Uruguay, el supervisor bancario (parte del banco central) publica mensualmente información financiera detallada acerca de cada firma bancaria con un grado de detalle que permite a los analistas entender cabalmente la situación financiera de los bancos individuales. De hecho, utilizando la base de datos del banco central, un reportero financiero fue capaz de predecir cuándo un pequeño banco cooperativo podría volverse insolvente.
15. Las fallas de coordinación que hay que evitar son aquellas a las que el antiguo director ejecutivo de Citibank, Charles Prince, aludió en una famosa frase: “tienes que seguir bailando hasta que pare la música.”
16. Por ejemplo, los informes de estabilidad financiera son publicados por los bancos centrales en Brasil, Chile, Colombia y México. Los supervisores peruanos también llevan a cabo una evaluación del riesgo sistémico.
17. Las pruebas de estrés se introdujeron formalmente en el proceso de supervisión con la aprobación de Basilea II. Sin embargo, la ausencia de datos que cubrían ciclos comerciales enteros generalmente llevó a cálculos equivocados de la adecuación de capital. Además, los datos del mercado no pudieron captar la interconectividad de la crisis dada por las covarianzas y las correlaciones.
18. Después de la crisis global, en Estados Unidos, la Reserva Federal introdujo las pruebas de estrés como una manera de poner a prueba si

- los bancos más grandes podían soportar otro choque sistémico. Ver Hirtle, Scheurman, y Stroh (2009). Se llevaron a cabo pruebas similares en Europa por parte del Comité Europeo de Supervisión Bancaria (CEBS). A mediados de 2010, la Unión Europea (UE) anunció su intención de llevar a cabo pruebas de estrés adicionales.
19. Doce encuestados del estudio de supervisores del Banco Mundial-ASBA confirmaron que sus agencias llevan a cabo ejercicios sistémicos de prueba de estrés regularmente mientras que nueve encuestados declararon que sólo llevan a cabo este ejercicio ocasionalmente. Los otros siete países no llevan a cabo pruebas sistémicas de estrés pero no las descartan en el futuro. Cuando se llevan a cabo pruebas de estrés regulares, la práctica habitual consiste en realizarlas en un ciclo de tres a seis meses, pero sólo para el sector bancario. Las autoridades que no llevan a cabo pruebas de estrés regularmente indican que se guían por las pruebas de estrés de la FSAP.
  20. Para un temprano debate sobre los límites y peligros de las pruebas de estrés en un contexto sistémico, ver Haldane (2009d).
  21. Cinco encuestados del estudio Banco Mundial-ASBA señalaron que están considerando un requisito específico para que las instituciones financieras evalúen su exposición o su contribución al riesgo sistémico basado en parámetros de estrés proporcionados por el supervisor. Luego, a las instituciones se les requeriría ajustar convenientemente sus posiciones de capital y liquidez. Dos países declararon que ya han aplicado este procedimiento.
  22. Un ejemplo de conglomerado financiero complejo que ha conocido dificultades financieras es CL Financial, en Trinidad y Tobago. Esta empresa tiene subsidiarios en los seguros, la banca, el sector inmobiliario y las actividades del sector comercial en nueve países. Ver Capítulo 12 de este informe y Powell (2010).
  23. Sobre los enfoques cuantitativos para dibujar mapas de la interconectividad, ver, por ejemplo, FMI (2010).
  24. Por ejemplo, cerca del 60% de los encuestados del estudio de supervisores del Banco Mundial-ASBA informaron que la interconectividad entre las instituciones financieras (por oposición al control) es una parte clave de su proceso de inspección. Sin embargo, sólo cuatro países han llevado esta práctica un paso más allá e informan sobre la interconectividad dentro del sistema financiero.
  25. Al evaluar los obstáculos para llevar a cabo la supervisión sistémica, los supervisores ven el desarrollo de capacidades de equipo adecuadas como el desafío más importante. A pesar de que once encuestados del estudio califican la capacidad de supervisión sistémica actual de su agencia como buena en relación con los estándares internacionales, cinco la califican de regular y diez encuestados piensan que necesita ser fortalecida.
  26. En el estudio Banco Mundial - ASBA, sólo una autoridad supervisora declara que tiene un sistema plenamente operativo de mecanismos de acción correctiva automática. A pesar de que otros tres supervisores latinoamericanos tienen estos sistemas instalados, reconocen que hay que fortalecerlos.
  27. Por lo tanto, una investigación supervisora en varios países de ALC puede ser suspendida mediante una apelación exitosa ante las cortes hasta que los supervisores identifiquen y demuestren el no cumplimiento ante un juez.
  28. En el estudio de supervisores del Banco Mundial - ASBA, sólo seis agencias informan que estos poderes son escasos o no existen.
  29. El Reino Unido y Alemania han propuesto cambiar la supervisión desde la autoridad del sector financiero (FSA) al banco central. Los franceses han dado pasos para crear una FSA bajo el patrocinio del banco central.
  30. El caso de AIG es un ejemplo a menudo citado de falla de múltiples supervisores, ya que sus actividades como aseguradora se encontraban bajo la jurisdicción de los supervisores de seguros del Estado, sus actividades en los seguros se encontraban supervisadas por la Comisión Nacional de Valores y, a través de su propiedad de una institución de ahorro y préstamo, también estaba regulada por la Office of Thrift Supervision. Por lo tanto, hay quienes exigen integrar la supervisión de bancos, acciones y seguros. Ver Garicano y Lastra (2010).
  31. Por ejemplo, Uruguay ha creado un consejo compuesto por la FSA, la dirección de la política monetaria (ambos en el banco central) y el Ministro de Economía y Hacienda para revisar el desarrollo y coordinar cualquier medida necesaria.
  32. En Estados Unidos, se ha creado un Consejo de Supervisión de Estabilidad Financiera, integrado por los principales reguladores del

sector financiero. Entre otras responsabilidades, el consejo determinará qué firmas financieras son “demasiado grandes para quebrar.” De la misma manera, en diciembre de 2010, la Unión Europea creó la Junta Europea de Riesgo Sistémico. Además, se creó un comité conjunto de las autoridades de supervisión europeas para asegurar una mayor cooperación entre los supervisores.

33. En cualquier caso, el rol del banco central como prestamista de última instancia requiere que tenga acceso en tiempo real a información supervisora prudencial sobre todas las firmas financieras, sobre todo en un entorno

de crisis. El manejo del Banco de Inglaterra de Northern Rock durante las primeras etapas de la crisis en el Reino Unido es un ejemplo útil de los problemas que pueden surgir cuando no hay acceso a la información en tiempo real. Sobre estos temas, ver Goodhart y Schoemaker (1995) y Peek, Rosengren, y Tootell (1999).

34. Por ejemplo, se debería estimular al personal del banco central para participar en inspecciones *in situ* mientras que se debería alentar al personal de la agencia supervisora a participar directamente en la elaboración de informes de estabilidad financiera.

# Resumen de las direcciones de las políticas para el futuro

14

**E**ste Capítulo concluye este informe regional con un resumen de los principales temas de investigación y de las direcciones de las políticas que se desprenden del informe. En la primera Sección, se establecen las bases para resumir brevemente dónde se sitúa la región de ALC en relación con la estabilidad y el desarrollo de sus sistemas financieros. En la segunda Sección, se repasa el amplio conjunto de temas que probablemente requerirán una elaboración posterior antes de que se pueda formular un programa de políticas específico. En las dos Secciones siguientes, se resumen las orientaciones de políticas clave que en esta etapa ya se pueden desarrollar. La primera de esas Secciones trata del lado brillante y, la siguiente, del lado oscuro. Más allá de esos debates, este informe no puede (y, desde luego, no lo hace) proporcionar una lista de recomendaciones específicas para cada país y una política detallada. Debido a su perspectiva regional y a su enfoque holístico, su objetivo es sólo suscitar temas amplios y sugerir las direcciones de las respuestas de las políticas.

## ¿Dónde se sitúa ALC?

ALC ha hecho progresos sustanciales en lo que respecta a la estabilidad del sistema

financiero. Este progreso, que en parte explica la resistencia de la región a la reciente crisis financiera global tiene dos raíces: el marco de política macroeconómica muy mejorado y la mejor calidad de la supervisión financiera. En relación con los soportes macroeconómicos de la estabilidad financiera, el principal desafío consiste en construir un mecanismo contracíclico efectivo en la política fiscal a la vez que se consolidan las ventajas, tan difícilmente conseguidas, en política monetaria. En lo que respecta al apoyo de la supervisión financiera, quedan importantes lagunas en la supervisión bancaria tradicional, especialmente en lo que concierne la independencia de los supervisores bancarios y su protección legal, la regulación de la adecuación de capital y la supervisión consolidada de los conglomerados financieros (tanto internamente como en el extranjero). Al mismo tiempo, hay una desigualdad sustancial en ALC, donde los países más pequeños y de menores ingresos generalmente van rezagados. Finalmente, ALC, como el resto del mundo, se enfrenta a los grandes y complejos desafíos de desarrollar un marco de supervisión sistémico robusto. Debido a la turbulenta historia macrofinanciera de ALC, hasta cierto punto lleva ventaja

en estos asuntos. Sin embargo, aún queda mucho por hacer.

ALC también ha hecho grandes progresos en lo que respecta al desarrollo del sistema financiero. En primer lugar, la región ha experimentado una profundización financiera general, como se señalaba en la amplia historia del desarrollo en el Capítulo 2, donde los mercados de capitales y los inversores institucionales han jugado un rol cada vez más importante, y con el surgimiento de nuevos mercados e instrumentos que logran avances. En congruencia con esta profundización general, los plazos de vencimiento de los instrumentos de ingresos fijos se han alargado considerablemente, las curvas de rendimiento se han ampliado hacia el futuro, y se ha observado en la región un regreso generalizado, aunque todavía no completo, a la moneda local (tanto en la banca como en los bonos). Al mismo tiempo, los patrones de globalización financiera se han vuelto más seguros, con menos pasivos de deuda y mayores reservas. Finalmente, se ha alcanzado un progreso sustancial en lo que respecta a la inclusión financiera, especialmente en los países ALC7, que de hecho ahora parecen estar algo más avanzados que sus pares.

Sin embargo, aún quedan grandes brechas. En primer lugar, el sector de la banca comercial tiene un desempeño inferior, tanto en términos de tamaño como de eficiencia, donde uno probablemente tenga mucho que ver con el otro. En segundo lugar, parece haberse producido un aumento sustancial del crédito al consumo, aunque gran parte de ello se ha hecho a expensas de otros tipos de préstamos, entre ellos al mercado hipotecario (donde ALC sufre el mayor retraso) y al financiamiento de las pequeñas y medianas empresas (PyMEs). En tercer lugar, el mercado de renta variable interno también tiene un desempeño bajo en comercialización y liquidez, cuando no en capitalización. Finalmente, la industria de los seguros está retrasada en el tamaño tanto de las primas como de los activos. Estas brechas importan porque (a) es probable que limiten el potencial de crecimiento, así como el acceso al financiamiento (sin embargo, para descubrir exactamente hasta qué punto,

se requerirá más investigación, como se señala más abajo), y (b) al limitar la suavización del consumo intertemporal (como en el caso del financiamiento de la vivienda) disminuye el bienestar. Sin embargo, también hay una desigualdad sustancial en la región. En realidad, mirando el lado brillante hay importantes casos exitosos, como la banca, los bonos corporativos y los seguros en Chile; los fondos de renta variable y de inversión en Brasil y la deuda pública en Brasil, Colombia y México,— que proporcionan ejemplos valiosos para estudiar e imitar.

El pasado turbulento de ALC contribuye de manera importante a las brechas mencionadas, pero no siempre en un sentido negativo. Su historia de inestabilidad financiera parece explicar gran parte de la brecha bancaria actual, y podría también (aunque en este caso la historia es más borrosa) explicar parte de la brecha del volumen de transacciones interno. La historia del bajo crecimiento económico también parece explicar parte de la brecha bancaria, así como de las altas tasas de interés en muchos países de ALC —un obstáculo mayor para la política monetaria. Sin embargo, el pasado también es una fuente de experiencias y de fortaleza para el futuro. En concreto, la supervisión intervencionista y las prácticas bancarias prudentes con grandes amortiguadores, que contribuyeron a forjar la resistencia ante la crisis global, se explican en gran parte por cuestiones históricas. La experiencia sistémica y la activa experimentación de la región con instrumentos y políticas orientadas sistémicamente, también son, al menos en parte, un legado del pasado.

ALC también se enfrenta a importantes desafíos en dos temas en los cuales la región quizá no tenga un desempeño peor de lo que debería, pero que no dejan de ser centrales para el sólido desarrollo de sus sistemas financieros y de la contribución de esos sistemas a la prosperidad social y económica. El primero de estos temas está relacionado con las dificultades de establecer mercados profundos para un financiamiento a largo plazo. El segundo, al espinoso razonamiento de la absorción de riesgo por parte del Estado.

En lo que se refiere a la capacidad de ALC de apostar por el largo plazo, a pesar del fuerte desarrollo de (y las altas tarifas cobradas por) sus administradores de activos, estos últimos siguen concentrando sus carteras en el corto plazo y/o en los títulos más líquidos. Además, el nivel de transacciones es bajo. A pesar de que la industria de anualidades en algunos países, como Chile, es una potencial historia de éxito sobre cómo contribuir a canalizar la demanda hacia más largo plazo y menos liquidez, las dificultades surgen en el interfaz entre pensiones y anualidades que, en la mayoría de los países (en mayor o menor medida) es necesario abordar. En lo que se refiere al financiamiento de la vivienda, el progreso en curso alcanzado antes de la crisis global fue en gran parte interrumpido por dicha crisis, y ahora se tiene una incertidumbre sustancial sobre la decisión del mejor camino a seguir.

En lo que concierne el rol de absorción de riesgo del Estado, después de grandes oscilaciones en los últimos tres o cuatro decenios, la visión de consenso anterior a la crisis consistía en limitar la absorción de riesgo del Estado privatizando los bancos públicos o limitándolos a operaciones de segundo piso, mientras se mejoraba su disciplina financiera. Sin embargo, el importante rol contracíclico jugado por bancos públicos de primer nivel durante la crisis global ha llamado la atención sobre esta perspectiva, y ha aumentado las primas para establecer la razón de ser de la absorción de riesgo de parte del Estado sobre una base sólida.

### Los problemas importantes por resolver

Un primer tema sobre el que ALC sin duda tendrá que reflexionar en el futuro es el rol del Estado en el desarrollo financiero. Los paradigmas financieros abordados en los Capítulos 2 y 9 ponen de relieve la ventaja comparativa del Estado (o los mercados) en la solución de fricciones colectivas (o de agencia). Sin embargo, la estrecha interacción de las dos clases de fricciones complica la fina asignación de roles al mismo

tiempo que sustenta los fundamentos para la complementariedad y la asociación privado-público. Además, el rol del Estado en la absorción del riesgo debe ser reevaluada basándose en la aversión al riesgo y en las ventajas comparativas de la acción colectiva, más que en fricciones de agencia o en externalidades, como ha solido ocurrir. Y la intervención del Estado en el financiamiento no debe justificarse tanto en objetivos finales sino, al contrario, en los mejores canales para alcanzar estos objetivos. En realidad, si se pueden conseguir los mismos objetivos, con intervenciones menos intrusivas—sobre todo promoviendo la participación y el reparto del riesgo en el sector privado sin que el propio Estado asuma el riesgo—debería ser positivo. Sin embargo, cómo trasladar estos principios generales a la realidad financiera cotidiana de ALC sigue siendo un gran desafío y, en gran medida, un tema para ulteriores reflexiones.

Un asunto simétrico, el del rol del Estado en la estabilidad financiera, también merecerá reflexiones más profundas. Como se explica en el Capítulo 2 y se aborda en los Capítulos 11 a 13, los lados brillante y oscuro del financiamiento interactúan de manera mucho más compleja de lo que se creía anteriormente. Al administrar estas interacciones, los Estados y los mercados tienen que interactuar estrechamente, de maneras que suelen ser tensas y potencialmente conflictivas. Los Estados necesitan, *ex ante*, proporcionar análisis e información (un bien público), inducir a los actores del mercado financiero y a los usuarios a que internalicen externalidades y contribuir a orientar a los mercados en las direcciones correctas. Al mismo tiempo, los mercados pueden (y necesitan) proporcionar señales clave para contribuir a orientar las actuaciones de las políticas de los Estados. En términos *ex post*, los Estados tienen que jugar un rol único de coordinación y de absorción del riesgo. Sin embargo, este rol naturalmente alimenta el riesgo moral y el parasitismo. Cuál es la mejor manera de manejar estas tensiones y complejidades en el contexto regional de ALC también es algo sobre lo

que ALC (como todos los demás, en realidad) tendrá que seguir reflexionando.

Un tercer tema que merece ser replanteado es el rol del financiamiento en el crecimiento. Este objetivo implicará al principio la pregunta de cómo promover el lado brillante del desarrollo financiero sin promover también el lado oscuro. Los paradigmas del financiamiento subrayan las maneras en que ambos lados pueden interactuar. Y señalan que, a menos que se mantenga efectivamente a raya los demonios del lado oscuro, en algún punto tener más financiamiento puede ser malo (en lugar de bueno) para el crecimiento. En ALC, en vista de las grandes brechas de desarrollo, se podría adoptar la idea de que aún le queda mucho a la región para alcanzar un umbral de ese tipo, aún cuando éste exista. Adoptar esta perspectiva con demasiada intensidad sería poco sabio, dada la creciente interconectividad y globalización de los sistemas financieros de ALC. Además, también se puede sostener que los peligros potenciales en el futuro ya deberían influir en la orientación de las políticas actuales. Un segundo tema relacionado en ALC tiene que ver con la dirección en dos sentidos de la causalidad entre financiamiento y crecimiento. El hecho de que las brechas de desarrollo financiero en ALC en parte reflejen el mediocre crecimiento del pasado, implica que gran parte de las soluciones del bajo desempeño regional en el financiamiento tiene que darse fuera del financiamiento, sobre todo en el terreno del crecimiento, la productividad y la competitividad. La historia del crecimiento mediocre también implica una necesidad de centrarse más en las políticas financieras que pueden ayudar a promover el crecimiento, así como este último ayudará a su vez a resolver las brechas de desarrollo financiero de la región.

La exploración del límite y las compensaciones entre la estabilidad financiera y el desarrollo financiero es un último gran tema genérico que merece la pena inscribir en el programa de investigación de ALC. Si bien se ha escrito mucho sobre el tema de la estabilidad después de la crisis global, se ha dicho aún muy poco sobre los vínculos entre estabilidad y desarrollo. En realidad, a pesar de

las nuevas características de la arquitectura financiera internacional (incluyendo la creación de la Junta de Estabilidad Financiera y el proceso G-20), todavía está exclusivamente centrada en la estabilidad financiera y, por lo tanto, carece de la capacidad para abordar adecuadamente los temas en el interfaz entre el desarrollo financiero y la estabilidad financiera. Encontrar el equilibrio correcto entre estas dos dimensiones, lo cual es un desafío global, adquiere matices especiales en ALC. La actual supervisión de intervención basada en silos, de amplio perímetro regulatorio y cautelosa ante la innovación, han ayudado a la región. Sin embargo, es posible que se requiera cierto reajuste a medida que los sistemas financieros sigan madurando y aumente la intensidad de la competencia extranjera. Sin embargo, cuanto más espacio ALC abra a los mercados y a las innovaciones, más necesitará depender de una internalización *ex ante* bien definida ante los riesgos sistémicos y una capacidad *ex post* de proporcionar liquidez y absorber riesgos. Es probable que las actuales brechas de desarrollo compliquen la posibilidad de encontrar la compensación adecuada y no sólo porque puedan alimentar presiones contra la mayor severidad regulatoria relacionada con Basilea III.

### Las direcciones de las políticas: El lado brillante

Al comienzo del orden del día del programa de políticas de desarrollo debería figurar el tratamiento de la brecha bancaria. Con ese fin, debería adjudicarse una prima para seguir fortaleciendo el entorno contractual e institucional, que es responsable de al menos parte de esa brecha. Como se señala en el Capítulo 2, para ALC ha sido más fácil mitigar las fricciones de agencia, basándose en innovaciones tecnológicas intensivas en información que pueden ser fácilmente importadas, de lo que fue realizar las mejoras necesarias en la ejecución de contratos, derechos del acreedor o derechos de propiedad, un orden superior que incluye la tarea sumamente compleja de fortalecer los aspectos judiciales. A pesar de que puede

que estas debilidades contractuales y legales no limiten significativamente el desarrollo de algunos servicios financieros –por ejemplo, los préstamos al consumo o el microfinanciamiento– pueden perjudicar severamente a otros servicios que son razonablemente más cruciales para el crecimiento económico y el bienestar social, tales como el financiamiento de las PyMEs, la vivienda y la educación, y la disponibilidad de servicios financieros (tales como anualidades) para garantizar la seguridad de los ingresos en la vejez. Dado que el progreso en estos asuntos no vendrá fácilmente, se deben diseñar programas de reforma y se debe poner en marcha serios esfuerzos para implementarlos.

Más allá de eso, tendrá que elaborarse un programa de investigación para entender mejor la naturaleza y las implicaciones de la brecha bancaria. ¿Hasta qué punto y de qué manera están realmente afectadas las PyMEs por la falta de crédito? ¿Hasta qué punto el problema no se encuentra, al contrario, en la falta de proyectos bancarizables? ¿Hasta qué punto la falta de competencia es parte del problema? Si es así, ¿qué se puede hacer? A medida que la investigación arroja luz sobre estas preguntas, demuestra que el programa de las políticas debería centrarse en promover el crédito orientado a la productividad (empresas, estudiantes, infraestructura) que podría incluir las intervenciones estatales destinadas a superar las fallas de coordinación, así como las intervenciones que utilizan garantías de crédito bien diseñadas y de precios adecuadamente fijados para promover las inversiones de más largo plazo (incluyendo títulos respaldados por activos o bonos de infraestructura). Sin embargo, es más importante señalar que el slogan vigente es sostenibilidad: una recuperación más lenta pero más sostenible, fiscalmente menos riesgosa, es preferible a un programa más ambicioso de expansión del sistema financiero que acabe mal.

En lo que se refiere a la brecha de la renta variable, un fortalecimiento del entorno contractual también será útil, como se demuestra en el Capítulo 7. Sin embargo, una vez más, se necesita claramente más investigación que

contribuya a evaluar los impactos y develar las posibles soluciones. En lo que se refiere a los impactos, se deben confirmar los vínculos entre la falta de comercialización de acciones y la eficiencia del descubrimiento del precio accionario, y la investigación también es necesaria para evaluar cómo la menor liquidez de las acciones de empresas más pequeñas afecta a su precio. En lo que respecta a las soluciones, si bien el volumen de negocios atípicamente bajo en la región en relación con las referencias no puede explicarse por el tamaño (porque la referencia señalada en el Capítulo 3 estaba controlada por el tamaño), es evidente que el tamaño importa mucho cuando se trata de políticas de desarrollo del mercado accionario. Con la clara excepción de Brasil, éste es el principal desafío para ALC. A pesar de que la integración regional de los mercados bursátiles puede contribuir a superar las grandes limitaciones de tamaño, no resuelve necesariamente las limitaciones asociadas con el tamaño pequeño de las emisiones de acciones. Además, se requiere una investigación más profunda para confirmar si con la integración regional de los mercados accionarios se puede lograr beneficios especiales que no se lograrían efectivamente a través de la integración global. También es necesario definir los marcos de gobernanza que son apropiados para los mercados bursátiles más grandes así como para los pequeños. Si bien las mejoras en infraestructura de mercado son bienvenidas, es probable que sólo ayuden marginalmente. Al final, quizá se constate que se puede lograr más a través de fondos de capital de riesgo (es decir, a través del financiamiento de renta variable no líquida basado en las relaciones) que a través del financiamiento de la renta variable tradicional basada en el mercado. Si esto es así, se debería poner el énfasis en maneras de promover el crecimiento de esos fondos.

En relación con el objetivo de alargar los contratos financieros, el fortalecimiento general del entorno contractual e institucional también debería ser útil. Sin embargo, además, se deberían orientar esfuerzos específicos a la producción de información básica requerida para completar los mercados. Entre

estos esfuerzos, está (a) promover índices de inflación creíbles que gocen de buena aceptación, que puedan ser usados para denominar contratos de más largo plazo; (b) potenciar la transparencia, a través de información y análisis más estandarizados sobre el desempeño de los administradores de activos, de una manera que no exacerbe su enfoque sobre los rendimientos de largo plazo; y (c) alargar aún más las curvas de rendimiento de los bonos públicos y aumentar su liquidez, con el fin de proporcionar las señales necesarias para la fijación de precios de los instrumentos privados a más largo plazo.

También puede haber espacio para fortalecer las regulaciones que alientan las inversiones a más largo plazo. Para las compañías de seguros de vida, la regulación prudencial que promueve una equivalencia de plazos de vencimiento podría ser suficiente. Para los fondos de pensiones, los fondos de ciclo de vida o las regulaciones que llevan a los fondos de aportaciones definidas a imitar el comportamiento de inversión de los fondos de beneficios definidos podrían ser necesarios para alargar sus carteras. En algunos casos, podría ser necesario revisar las regulaciones de los fondos de pensiones para alentar las inversiones en instrumentos de largo plazo, como los bonos de infraestructura, posiblemente con garantías públicas parciales (ver más abajo). Sin embargo, es evidente que hay una línea trazada que no debe ser cruzada, entre internalizar las externalidades positivas del financiamiento a largo plazo y socavar la responsabilidad fiduciaria de los fondos de pensiones obligándolos a invertir en los proyectos políticos del día. En vista de la racionalidad limitada de los consumidores y los trabajadores, las regulaciones que, por defecto, canalizan sus ahorros en carteras de inversión que son las más apropiadas para ellos deberían, generalmente, ser más deseables. Sin embargo, una vez más, es claramente necesario limitar el alcance de la intervención estatal. Se debe encontrar un equilibrio adecuado entre proteger a los consumidores que claramente no están capacitados para administrar sus carteras, y alentar a aquellos que sí lo están, mejorando así la disciplina de mercado.

En lo que concierne el financiamiento para la vivienda, el difícil equilibrio que debe confirmarse aquí es el que existe entre monitorear, exponer capital en riesgo y el reparto del riesgo, que subyace a gran parte del actual debate sobre bonos cubiertos *vs.* titularización. El fracaso del modelo del financiamiento para la vivienda en Estados Unidos, de originar para distribuir, ha centrado gran parte de la atención en asegurar suficiente capital en riesgo y desconfiar de las agencias de calificación (el monitor delegado clave en el sistema). El resultado es que el alcance del reparto del riesgo se puede disminuir limitando el desarrollo de un mercado profundo para los títulos respaldados por hipotecas y ampliando el alcance para el desarrollo de los bonos cubiertos (donde está asegurado el capital en riesgo, porque los bancos y sus depositantes conservan el riesgo). Si bien los actuales esfuerzos en muchos países para fortalecer el marco legal de los bonos cubiertos son bienvenidos, una pregunta clave es si los esfuerzos renovados deberían aplicarse conjuntamente para reactivar el mercado de los instrumentos titulizados. En cualquier caso, el desarrollo de sistemas financieros de segundo piso (mutualizados) para contribuir a repartir el riesgo y aumentar las economías de escala merece más atención, sobre todo para los mercados hipotecarios infradesarrollados. También tendrá que volver a plantearse el rol necesario del Estado para limitar los riesgos de cola (al menos mientras las compañías aseguradoras especializadas no hayan vuelto al negocio) y asegurar la liquidez de última instancia.

En términos más generales, para facilitar la participación y el reparto del riesgo de una manera razonable, una primera vía es socializar parte de la recopilación y divulgación de la información (es decir, convertirla en un bien público) o facilitar el uso de plataformas comunes. En algunos casos, la provisión pública de los índices de mercado (por ejemplo, los precios de la vivienda por ciudad, o por precipitaciones anuales por región) podría bastar para ayudar a los mercados a desarrollarse. En otros casos, podría ser necesaria la separación de las funciones de

cobro y administrativas de la administración de cartera (como actualmente se intenta en diversos países con los fondos de pensiones) para producir las economías de escala necesarias para aumentar la accesibilidad y, por ende, promover la participación.

Otra posible vía para reducir los costos de participación (y aumentar los rendimientos de escala) es obligar a participar. Por ejemplo, al combinar los sistemas de pensión existentes que corresponden al segundo pilar (obligatorio) en la región con las políticas para promover el desarrollo de una industria de anualidades dinámica puede ser muy útil para promover el financiamiento sostenible a largo plazo. Sin embargo, tendrán que ser eliminados los problemas relativamente complejos en el terreno legal, regulatorio e informacional que obstaculizan el camino para desarrollar el mercado de productos de seguros de vida (lo cual incluye las anualidades). Para facilitar aún más la conexión entre pensión y anualidades, puede que también sea útil introducir garantías estatales bien diseñadas para las anualidades. Además, la composición de la tenencia de activos en el fondo de pensión del trabajador al jubilarse debería ser lo más similar posible a la de las compañías aseguradoras de vida de las que el trabajador cobrará su anualidad.

En relación con la absorción y el reparto del riesgo, una primera vía consiste en promover la participación del sector privado en los esquemas de garantía, donde el riesgo está mutualizado, basándose en la presión de los pares. Estos esquemas están teniendo éxito en Europa y en otras partes del mundo. La región de ALC debería revisarlos cuidadosamente y analizar hasta qué punto son exportables a la región de ALC y qué se puede hacer para facilitar su introducción. Allí donde los Estados pueden jugar un rol útil asumiendo directamente el riesgo a través de programas de garantía parcial de los créditos (PCG) se debe poner atención para seguir cuatro principios básicos: (a) los objetivos de programa, como los mandatos y los requisitos de reporte y divulgación tienen que replantearse en términos de la aversión al riesgo y más explícitamente vinculados con las fricciones de agencia

o de acción colectiva con los que interactúa la aversión al riesgo; (b) para asegurar la viabilidad financiera, las garantías deberían tener un precio adecuado para reflejar las pérdidas esperadas y otros costos de gestión de los programas PCG; (c) allí donde los programas PGC sean autosostenibles, deberían eventualmente ser desviados al sector privado; y (d) allí donde haya riesgos ocultos (sistémicos o de cola gorda) que los mercados no pueden manejar, estos riesgos deberían ser reconocidos explícitamente y, en la medida de lo posible, adjudicarles un precio. Subastar las garantías puede ayudar a facilitar el descubrimiento de riesgo. Allí donde la información esté disponible, las garantías públicas pueden ser un objetivo específico justo en los márgenes del riesgo privado para evitar la competencia y potenciar la complementariedad con las empresas privadas.

Los riesgos asumidos por los bancos públicos cuando se alejan de la frontera del riesgo privado se pueden limitar, y se puede proteger la gobernanza pública de diferentes maneras. El capital asignado y aportado por el Estado para cubrir riesgos específicos puede ayudar a los bancos públicos a asumir riesgo de una manera responsable y limitada, mientras protege el capital del propio banco para que no se agote. Las asociaciones público-privadas en las que el Estado asume la mayor parte (pero no todo) el riesgo a un precio justo puede ayudar a facilitar el descubrimiento del precio y del riesgo. Las revisiones estratégicas recurrentes pueden ayudar a fortalecer la gobernanza de bancos de segundo piso participando en actividades de mayor riesgo. Aunque es útil para los bancos de desarrollo de segundo nivel estar supervisados por los supervisores bancarios, su supervisión tiene que basarse en criterios y métodos diferentes de los usados en los bancos regulares, con el fin de reconocer adecuadamente que las actividades de los bancos de desarrollo deberían complementar, en lugar de sustituir, a los proveedores de servicios financieros privados.

Por último, en lo que se refiere al rol contracíclico de los bancos públicos, el aumento de los préstamos que otorgan en las recesiones puede jugar un rol útil; esto vale tanto

más para ALC porque puede aliviar la presión sobre los bancos centrales que, frente a los riesgos de economía política de reformar sus estatutos, deberían tener dificultades para revisar su rol como prestamistas de última instancia (más sobre esto, más abajo). Sin embargo, no se sigue necesariamente que los bancos públicos deban jugar un rol aún más importante para poder ampliar los préstamos en los tiempos malos. Al contrario, los bancos públicos que no compiten con los bancos privados (sobre todo los que son estrictamente de segundo piso) pueden obtener más fácilmente de los bancos privados la información que necesitan para aumentar la cobertura de las garantías durante las recesiones.

### Las direcciones de las políticas: El lado oscuro

En el lado oscuro del financiamiento, queda mucho por hacer en el frente regulatorio para tratar adecuadamente con la creciente interconectividad de los mercados e instituciones financieras. El punto de partida debería ser un replanteamiento del perímetro exterior de regulación. El alcance regulatorio muy amplio de ALC ha sido útil para la región hasta ahora, a pesar de que ha tendido a poner una fuerte carga en los recursos humanos y financieros, ya muy explotados, de las agencias regulatorias. Y es probable que ALC se enfrente a desafíos adicionales a medida que maduren los sistemas financieros. Por lo tanto, pueden volverse deseables las políticas que reducen la carga de supervisión delegando la supervisión de lo no regulado en lo regulado. Al mismo tiempo, ALC tiene que encontrar maneras eficaces de supervisar las instituciones financieras más pequeñas, tales como las cooperativas de crédito. Una manera es dejarlas en gran parte sin regular, pero limitar estrictamente su financiamiento a las contribuciones de sus miembros. Otra manera (no necesariamente mutuamente excluyente) de supervisarlos es utilizar la supervisión auxiliar (por ejemplo, recurriendo a las federaciones de cooperativas). Sin embargo, en ese caso, tendrán que encontrarse maneras de lidiar con los

defectos potenciales de esta delegación de la supervisión.

En lo que respecta al perímetro interno, la cultura regulatoria prevalente en ALC, basada en silos, también ha servido a la región hasta ahora. Sin embargo, aquí también, para limitar el arbitraje regulatorio y las potenciales deseconomías de alcance, puede que los gobiernos tengan que introducir cambios a medida que los sistemas financieros maduren. Si se conservara el enfoque de silos, se requerirán esfuerzos para mejorar la supervisión de los grandes y complejos conglomerados financieros que este enfoque inevitablemente promueve, y que actualmente sufre grandes debilidades.

A su vez, las mejoras en la supervisión de los conglomerados tendrán que emparejarse con un replanteamiento y, posiblemente, con una gran revisión del marco regulatorio y de resolución para los conglomerados financieros, así como para las entidades financieras sistemáticamente importantes (SIFIs). Las mejoras (hasta ahora en gran parte no probadas) que ya han sido introducidas en la región en relación con la resolución de instituciones financieras tendrán que ser extendidas a la resolución de los grupos financieros y las SIFIs, lo cual incluye el ámbito transfronterizo. A pesar de que las SIFIs requerirán sin duda una supervisión más severa, la región debería evitar el ejemplo de Estados Unidos de designarlas formalmente como tal. Al contrario, la intensidad de la supervisión y la severidad de la regulación debería ajustarse continuamente (sin fronteras definidas) según criterios que se apliquen a todos.

Al mismo tiempo, la región tendrá que modernizar sus regulaciones sobre la liquidez según una perspectiva más sistémica, en gran medida siguiendo las orientaciones emergentes proporcionadas por Basilea III. También tendrá que revisar sus políticas de acceso a la liquidez sistémica para responder mejor a los desafíos del futuro. Las conexiones sistémicas que tienen lugar cada vez más a través de los mercados de financiamiento ponen de relieve la posible necesidad de que los mecanismos de prestamista de última instancia apoyen mercados que tienen una importancia crítica, y

no sólo instituciones financieras individuales en apuros de liquidez. A pesar de que los bancos centrales de ALC son comprensiblemente reticentes a adoptar acuerdos de apoyos de liquidez más flexibles, entre las posibles vías para manejar conflictos inherentes se puede incluir la relajación provisional de los requisitos de elegibilidad de la contraparte y el colateral, el fortalecimiento de los acuerdos de gobernanza, la creación de reservas de liquidez y seguros privados y mejores operaciones contracíclicas de los bancos de desarrollo.

Tratar con las dinámicas del sistema financiero será otro gran componente de la supervisión sistémica en ALC. La región tendrá que fijar sus objetivos de política macroprudencial en un menú de objetivos progresivamente más ambiciosos, desde simplemente corregir las distorsiones producidas por las normas prudenciales tradicionales, hasta el objetivo más ambicioso de mitigar las excesivas fluctuaciones, y pasando por el objetivo intermedio de sencillamente conseguir que los sistemas financieros sean más resistentes a las fluctuaciones. Los objetivos y el diseño de los instrumentos y políticas macroprudenciales también tendrán que reflejar el hecho de que los ciclos financieros de ALC han sido más frecuentes y pronunciados, y que han acabado mal más frecuentemente que en otras regiones. La actual exposición de la región a una mezcla potencialmente letal de entradas de capital y auge del precio de las materias primas aumenta aún más la prima sobre el establecimiento o consolidación rápida de su capacidad macroprudencial. Sin embargo, por el lado brillante, al limitar el carácter sustituible de las monedas, los regímenes de tipo de cambio flotante que ahora prevalecen en ALC deberían contribuir a limitar el arbitraje regulatorio más allá de las fronteras. Esto debería potenciar el alcance para una política de origen macroprudencial más activa, incluso cuando esta última es asincrónica con la del resto del mundo.

En general, la política macroprudencial no debería ser vista como una varita mágica. Si bien puede ayudar a la política monetaria, fundamentalmente suavizando los conflictos potenciales entre la política monetaria y de

tipo de cambio, debería verse como un complemento (no como sustituto) de las política monetaria (o fiscal).

Al elaborar los instrumentos macroprudenciales adecuados, tendrán que abordarse ciertos problemas de diseño, muchos de los cuales son altamente técnicos y van mucho más allá del alcance de este informe. Sin embargo, un problema arquitectónico merece especial atención. Si bien las normas prudenciales contracíclicas basadas en reglas serían más adecuadas a las instituciones relativamente débiles de ALC, inevitablemente tendrá que incorporarse un alcance significativo para la discreción, debido a las grandes incertidumbres que rodean el impacto de estas políticas. Es probable que los retrasos de la región en materia de crédito compliquen aún más las decisiones de las políticas, ya que hacen que la tarea de diferenciar entre actualizaciones saludables y auge insostenibles sea aún más difícil.

Por lo tanto, instaurar un marco institucional adecuado debería ser la primera prioridad. La experiencia de la región en el tratamiento de la inflación debería proporcionar una valiosa guía para implementar los comités de estabilidad financiera que ya han sido creados en diversos países de la región. Asegurar la efectividad, la transparencia y la rendición de cuentas de estos comités será esencial. De hecho, definir quién asume la autoridad final y la responsabilidad de las decisiones prudenciales orientadas sistémicamente es ahora más crucial que la política monetaria, en vista de los costos potenciales (estropear la fiesta).

La capacidad de ALC para implementar efectivamente el uso de la supervisión financiera también estará en gran parte condicionada por el establecimiento de un marco eficaz de supervisión sistémica. Los componentes clave de este marco incluirán el entrelazamiento perfecto de la supervisión microsistémica de abajo hacia arriba con la supervisión macroprudencial de arriba hacia abajo, una mezcla eficaz de señales del mercado y análisis de información disponible públicamente, así como el desarrollo de instrumentos sofisticados para dibujar mapas de

las fronteras y la interconectividad. Todo lo de más arriba, incluyendo el diseño de instrumentos para recoger las señales del mercado, es sumamente complejo y requerirá mucho trabajo y dedicación. Al mismo tiempo, formar y retener al personal calificado para diseñar los instrumentos e implementar las reformas podría ser un grave problema. Allí donde las agencias de supervisión son incapaces de atraer al personal, puede que tengan que establecer acuerdos de cooperación con los bancos centrales. En realidad, es probable que se requiera mayor cooperación entre los equipos de supervisión y de estabilidad financiera, incluso cuando ambos funcionen dentro del banco central. Esta cooperación debería basarse en acuerdos adecuados de toma de decisiones y de coordinación entre agencias, incluyendo permitir que la información fluya y alentando a los equipos a trabajar juntos entre las agencias. También será necesario fortalecer los poderes de supervisión en gran parte de la región, tanto más donde ya existen problemas de protección legal y de independencia de los supervisores.

Las mejoras en la coordinación nacional tendrán que corresponderse con mejoras

similares al otro lado de las fronteras. De hecho, la importancia de los bancos extranjeros en ALC pone una prima en el fortalecimiento de esta coordinación de supervisión transfronteriza. Un enfoque regional podría ayudar a asegurar que se comparte la información y la coordinación entre supervisores sistémicos regionales, y crear un frente unificado para tratar con los grandes países desarrollados. Entre las estructuras alternativas, se podría incluir un colegio de supervisores, un cuerpo regional formal (posiblemente bajo el auspicio de una institución financiera internacional) o una asociación de supervisores sistémicos similar a la Asociación Internacional de Aseguradores de Depósitos. Allí donde estén vigentes, las leyes que limitan la práctica de compartir información entre países tendrán que ser modificadas.

Por último, la región debería seguir beneficiándose de las revisiones de los pares internacionales, que además de contribuir al proceso analítico, puede proporcionar las armas que las autoridades podrían necesitar para fortalecer sus recursos, sus poderes y su independencia.

## Referencias

- Adrian, T., y H. Shin. 2010. "Liquidity and Leverage." *Journal of Financial Intermediation* 19 (3): 418–37.
- Adrian, T., y H. Shin. 2011. "Financial Intermediaries and Monetary Economics." En *Handbook of Monetary Economics*, ed. B. M. Friedman y M. Woodford, vol. 3, 601–46. San Diego, CA: Elsevier.
- Aghion, P., y P. Bolton. 1997. "A Theory of Trickle-Down Growth and Development." *Review of Economic Studies* 64: 151–72.
- Aizenman, J. Forthcoming. "The Impossible Trinity." En *The Encyclopedia of Financial Globalization*, ed. G. Caprio. San Diego, CA: Elsevier.
- Aizenman, J., y G. K. Pasricha. 2010. "Determinants of Financial Stress and Recovery during the Great Recession." Documento de trabajo, Santa Cruz Institute for International Economics, University of California Santa Cruz, CA.
- Akerlof, G. 1970. "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism." *Quarterly Journal of Economics* 84 (3): 488–500.
- Alexander, G., C. Eun, y S. Janakiramanan. 1987. "Asset Pricing and Dual Listing on Foreign Capital Markets: A Note." *Journal of Finance* 42 (1): 151–58.
- ALIDE (Asociación Latinoamericana de Instituciones Financieras para el Desarrollo). 2009. "El Papel Contracíclico de la Banca de Desarrollo Frente a la Crisis Económica Internacional." Estudio básico para la Asamblea General de ALIDE 39, Curaçao, Antillas Holandesas.
- Allen, F., y D. Gale. 2000. *Comparing Financial Systems*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Angeletos, G., G. Lorenzoni, y A. Pavan. 2010. "Beauty Contests and Irrational Exuberance: A Neoclassical Approach." Documento de trabajo NBER 15883, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Angelini, P., L. Clerc, V. Curdia, L. Gambacorta, A. Gerali, A. Locarno, R. Motto, W. Roeger, S. van den Heuvel, y J. Vlcek. 2011. "Basel III: Long-Term Impact on Economic Performance and Fluctuations." Documento de trabajo 323, Banco de Francia, París.
- Anginer, D., A. de la Torre, y A. Ize. 2011. "Risk-Absorption by the State: When Is It Good Public Policy?" Banco Mundial, Washington, DC.
- Antolin, P., R. Hinz, H. Rudolph, y J. Yermo. 2010. *Evaluating the Financial Performance of Pension Funds*. Washington, DC: Banco Mundial.
- Anzoategui, D., M. S. Martínez Pería, y R. R. Rocha. 2010. "Bank Competition in the Middle East and Northern Africa Region." *Review of Middle East Economics and Finance* 6 (2).
- Arcand, J. L., E. Berkes, y U. Panizza. 2011. "Too Much Finance?" Documento mimeografiado, Graduate Institute, Ginebra.

- Arizala, F., E. Cavallo, y A. Galindo. 2009. "Financial Development and TFP Growth: Cross-Country and Industry-Level Evidence." Documento de trabajo RES 4630, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Armendáriz de Aghion, B., y J. Morduch. 2005. *The Economics of Microfinance*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Arping, S., G. Loranth, y A. Morrison. 2010. "Public Initiatives to Support Entrepreneurs: Credit Guarantees versus Co-Funding." *Journal of Financial Stability* 6: 26–35.
- Arrow, K. J., y R. C. Lind. 1970. "Uncertainty and the Evaluation of Public Investment Decisions." *American Economic Review* 60 (3): 364–78.
- Arvai, Z., R. Rocha, y Y. Saadani. 2011. "A Review of Credit Guarantee Schemes in the Middle East and North Africa Region." Documento de trabajo sobre investigaciones relativas a las políticas 5612, Banco Mundial, Washington, DC.
- Ashbaugh-Skaife, H., D. W. Collins, y R. LaFond. 2006. "The Effects of Corporate Governance on Firms' Credit Ratings." *Journal of Accounting and Economics* 42 (1–2): 203–43.
- Ashcraft, A., y T. Schuermann. 2008. "7 Deadly Frictions in Subprime Mortgage Securitization." PRMIA Philippines Credit Forum, Asian Institute of Management, Manila.
- Athreya, K., X. S. Tam, y E. R. Young. 2010. "Loan Guarantee Programs for Unsecured Consumer Credit Markets." Documento de trabajo, University of Cambridge, Cambridge, Reino Unido.
- Banco Mundial. 1989. *World Development Report* Washington, DC: Banco Mundial.
- . 2001. *Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World*, *World Bank Policy Research Report*. Washington, DC: Banco Mundial; Nueva York: Oxford University Press.
- . 2005. *Economic Growth in the 1990s: Learning from a Decade of Reform*. Banco Mundial: Washington, DC.
- Banco Mundial. 2006. *Emerging Capital Markets and Globalization: The Latin American Experience*. Washington, DC: Banco Mundial.
- Banco Mundial. 2007. *Finance for All? Policies and Pitfalls in Expanding Access*. Washington, DC: Banco Mundial.
- Banerjee, A., E. Duflo, R. Glennerster, y C. Kinnan. 2009. "The Miracle of Microfinance? Evidence from a Randomized Evaluation." Department of Economics, MIT, Abdul Latif Jameel Poverty Action Lab, Cambridge, MA.
- Banerjee, A., y A. Newman. 1993. "Occupational Choice and the Process of Development," *Journal of Political Economy* 101: 274–98.
- Barajas, A., G. Dell'Ariccia, y A. Levchenko. 2009. "Credit Booms: The Good, the Bad, and the Ugly." *IMF Research Bulletin* 10 (2).
- Barth, J., G. Caprio, y R. Levine. 2001. "Banking Systems around the Globe: Do Regulation and Ownership Affect Performance and Stability?" En *Prudential Regulation and Supervision: Why Is It Important and What Are the Issues?* ed. F. Mishkin. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- . 2008. "Bank Regulations Are Changing: For Better or Worse?" Documento de trabajo sobre investigaciones relativas a las políticas 4646, Banco Mundial, Washington, DC.
- BCBS (Basel Committee on Banking Supervision). 2010a. "Counter-Cyclical Capital Buffer Proposal." Consultative document 172, Banco de Pagos Internacionales, Basilea, Suiza.
- . 2010b. "Report and Recommendations of the Cross-Border Bank Resolution Group." Documento de trabajo BIS No. 162, Banco de Pagos Internacionales, Basilea, Suiza.
- . 2010c. "Proposal to Ensure the Loss Absorbency of Regulatory Capital at the Point of Non-Viability." Documentos BIS No. 174, Banco de Pagos Internacionales, Basilea, Suiza.
- . 2010d. "Basel III, A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems." Documentos BIS No. 189, Banco de Pagos Internacionales, Basilea, Suiza.
- Beck, T., 2011. "Bank Resolution: A Conceptual Framework." En *Financial Regulation at the Crossroads: Implications for Supervision, Institutional Design and Trade*, ed. P. Delimatsis y N. Herger, 53–72. Alphen aan den Rijn, Netherlands: Kluwer Law International.
- Beck, T., y A. de la Torre. 2006. "The Basic Analytics of Access to Financial Services." Documento de trabajo sobre investigaciones relativas a las políticas 4026, Banco Mundial, Washington, DC.
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt, y R. Levine. 2007. "Finance, Inequality and the Poor." *Journal of Economic Growth* 12 (1): 27–49.
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt, y M. S. Martínez Pería. 2008. "Banking Services for Everyone?"

- Barriers to Bank Access and Use around the World.” *World Bank Economic Review* 22 (3): 397–430.
- . 2011. “Bank Financing for SMEs: Evidence Across Countries and Bank-Ownership Types.” *Journal of Financial Services Research* 39 (1): 35–54.
- Beck, T., L. F. Klapper, y J. C. Mendoza. 2010. “The Typology of Partial Credit Guarantee Funds around the World.” *Journal of Financial Stability* 6 (1): 10–25.
- Beck, T., y R. Levine. 2005. “Legal Institutions and Financial Development.” En *Handbook of New Institutional Economics*, ed. C. Ménard y M. M. Shirley, 251–78. Nueva York: Springer.
- Beck, T., R. Levine, y N. Loayza. 2000. “Finance and the Sources of Growth.” *Journal of Financial Economics* 58 (1–2): 261–300.
- Benartzi, S., y R. H. Thaler. 2007. “Heuristics and Biases in Retirement Savings Behavior.” *Journal of Economic Perspectives* 21 (3): 81–104.
- Benavente, J. M., A. Galetovic, y R. Sanhueza. 2006. “Fogape: An Economic Analysis.” Documento no publicado, Banco Mundial, Washington, DC
- Berger, A. N., L. F. Klapper, y G. F. Udell. 2001. “The Ability of Banks to Lend to Informationally Opaque Small Businesses.” *Journal of Banking and Finance* 25 (12): 2127–67.
- Bernanke, B., y M. Gertler. 1990. “Financial Fragility and Economic Performance.” *Quarterly Journal of Economics* 105 (1): 87–114.
- . 1995. “Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission.” *Journal of Economic Perspectives* 9: 27–48.
- Berstein, S., y C. Cabrita. 2007. “Los Determinantes de la Elección de AFP en Chile: Nueva Evidencia a Partir de Datos Individuales.” *Estudios de Economía* 34 (1): 53–72.
- Bhattacharya, U., 1997. “Communication Costs, Information Acquisition, and Voting Decisions in Proxy Contests.” *Review of Financial Studies* 10 (4): 1065–97.
- Bhojraj, S., y P. Sengupta. 2003. “Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors.” *Journal of Business* 76 (3): 455–76.
- BID (Banco Interamericano de Desarrollo). 2005. *Unlocking Credit: The Quest for Deep and Stable Bank Lending*. Informe progreso económico y Social. Washington, DC: BID.
- . 2007. *Living with Debt: How to Limit the Risks of Sovereign Finance*. Washington, DC: BID.
- Birdsall, N., A. de la Torre, y F. Valencia. 2010. “The Washington Consensus: Assessing a Damaged Brand.” Series Documentos de trabajo sobre investigaciones relativas a las políticas 5316, Banco Mundial, Washington, DC.
- Blake, D., A. Cairns, y K. Dowd. 2009. “Designing a Defined Contribution Plan: What to Learn from Aircraft Designers.” *Financial Analysts Journal* 65 (1): 37–42.
- Blake, D., B. N. Lehmann, y A. Timmermann. 2002. “Performance Clustering and Incentives in the UK Pension Fund Industry.” *Journal of Asset Management* 3: 173–94.
- Bordo, M. D., y O. Jeanne. 2002a. “Boom-Busts in Asset Prices, Economic Instability and Monetary Policy.” Documentos de trabajo CEPR 3398, Centre for Economic Policy Research, Londres.
- . 2002b. “Monetary Policy and Asset Prices: Does ‘Benign Neglect’ Make Sense?” *International Finance* 5 (2): 139–64.
- Borio, C., C. Furfine, y P. Lowe. 2001. “Procyclicality of the Financial System and Financial Stability: Issues and Policy Options.” Documentos BIS No. 1, Banco de Pagos Internacionales, Basilea, Suiza.
- Borio, C., y H. Zhu. 2008. “Capital Regulation, Risk-Taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism?” Documentos de trabajo BIS 268, Banco de Pagos Internacionales, Basilea, Suiza.
- Brizzi, A. 2001. “Rural Development and Agriculture.” En *Mexico: A Comprehensive Development Agenda for the New Era*, ed. M. Guigale, O. Lafourcarde, y V. H. Nguyen, 319–46. Washington, DC: Banco Mundial.
- Broner, F., T. Didier, A. Erce, y S. Schmukler. 2010. “Gross Capital Flows: Dynamics and Crises.” Documento de trabajo 1039, Banco de España, Madrid.
- Broner, F., G. Lorenzoni, y S. Schmukler. Forthcoming. “Why Do Emerging Economies Borrow Short Term?” *Journal of the European Economic Association*.
- Brunnermeier, M., A. Crockett, C. Goodhart, A. Persaud, y H. Shin. 2009. “The Fundamental Principles of Financial Regulation.” *Geneva Report on the World Economy* 11, Ginebra:

- International Center for Monetary and Banking Studies; Londres: Centre for Economic Policy Research.
- Brunnermeier, M. K., y L. H. Pedersen. 2009. "Market Liquidity and Funding Liquidity." *Review of Financial Studies* 22 (6): 2201–38.
- Burgess, R., y R. Pande. 2005. "Do Rural Banks Matter? Evidence from Indian Social Banking Experiment." *American Economic Review* 95: 780–95.
- Caballero, R. J., y A. Krishnamurthy. 2008. "Collective Risk Management in a Flight to Quality Episode." *Journal of Finance* 63 (5): 2195–2230.
- Caballero, R. J., y P. Kurlat. 2009. "The 'Surprising' Origin and Nature of Financial Crises: A Macroeconomic Policy Proposal." Prepared for the Symposium on Financial Stability and Macroeconomic Policy, Jackson Hole, WY, agosto 20–22.
- Calderón, C., y L. Servén. 2011. "Macro-Prudential Policies over the Cycle in Latin America." LAC Finance Development Flagship, Oficina del Economista Jefe para América Latina y el Caribe, Banco Mundial, Washington, DC.
- Calderón-Colín, R., E. E. Domínguez, y M. J. Schwartz. 2008. "Consumer Confusion: The Choice of AFORE in Mexico." Documentos de trabajo FMI 08/177, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Calomiris, C. 1999. "Building an Incentive-Compatible Safety Net." *Journal of Banking and Finance* 23, 1499–1519.
- Calomiris, C. W., y C. P. Himmelberg. 1994. "Directed Credit Programs for Agriculture and Industry: Arguments from Theory and Fact." En *Proceedings of the 1993 World Bank Annual Conference on Development Economics*, 113–37. *World Bank Economic Review* (suplemento), 1 de marzo.
- Calomiris, C. W., y C. M. Kahn. 1989. "A Theoretical Framework for Analyzing Self-Regulation of Banks." Documento de trabajo, University of Illinois, Urbana.
- Calomiris, C. W., y C. M. Kahn. 1991. "The Role of Demandable Debt in Structuring Optimal Banking Arrangements." *American Economic Review* 81 (3): 497–513.
- Calvo, G., A. Izquierdo, y E. Talvi. 2003. "Sudden Stops, the Real Exchange Rate, and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons." Documento de trabajo NBER 9828, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Calvo, G., y C. M. Reinhart. 2002. "Fear of Floating." *Quarterly Journal of Economics* 107 (2): 379–408.
- Campbell, J., y L. Viceira. 2002. *Strategic Asset Allocation: Portfolio Choice for Long-Term Investor*. Oxford, Reino Unido.: Oxford University Press.
- Caprio, G., J. Barth, R. Levine, y D. Nolle. 2007. "Comparative International Characteristics of Banking." Bank of England Conference Proceedings 2008, Londres.
- Caprio, G., y P. Honohan. 2001. *Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World*. Washington, DC: Banco Mundial; Nueva York: Oxford University Press.
- Cárdenas, M., y E. Levy-Yeyati. 2011. "Latin America Economic Perspectives: Shifting Gears in an Age of Heightened Expectations." Washington, DC: Brookings Institution.
- Carvalho, F. A., y C. F. Azevedo. 2008. "The Incidence of Reserve Requirements in Brazil: Do Bank Stockholders Share the Burden?" *Journal of Applied Economics* 11 (1): 61–90.
- Castaneda, P., y H. Rudolph. 2011. "Upgrading Investment Regulations in Second Pillar Pension Systems: A Proposal for Colombia." Documento de trabajo sobre investigaciones relativas a las políticas 5775, Banco Mundial, Washington, DC.
- Cerda, R. 2006. "Movilidad en al Cartera de Cotizantes por AFP: La importancia de Ser Primero en Rentabilidad." Documento de trabajo PUC 309, Pontificia Universidad Católica, Santiago.
- Chan, N. T. L. 2011. "Universal Banking—Hong Kong's Perspective." Central Banker's Speeches, Banco de Pagos Internacionales, Basilea, Suiza.
- Cheikhrouhou, H., R. Rocha, H. Rudolph, y C. Thorburn. 2006. "Financial Sector Dimensions of the Colombian Pension System." Documento de trabajo sobre investigaciones relativas a las políticas 5775, Banco Mundial, Washington, DC.
- Chinn, M., y H. Ito. 2008. "A New Measure of Financial Openness." *Journal of Comparative Policy Analysis* 10 (3): 309–22.
- Christiano, L., C. L. Itut, R. Motto, y M. Rostagno. 2010. "Monetary Policy and Stock Market Booms." Documento de trabajo NBER 16402, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

- Claessens, S., G. Dell’Ariccia, D. Igan, y L. Laeven. 2010. “Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crisis.” Documento de trabajo FMI 10/44, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Claessens, S., D. Klingebiel, y S. Schmukler. 2006. “Stock Market Development and Internationalization: Do Economic Fundamentals Spur Both Similarly?” *Journal of Empirical Finance* 13 (3): 316–50.
- Claessens, S., M. A. Kose, y M. E. Terrones. 2011a. “How Do Business and Financial Cycles Interact?” Documento de trabajo FMI 11/88, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- . Forthcoming. “Financial Cycles: What? How? When?” En *NBER International Seminar on Macroeconomics 2010*, ed. L. Reichlin y K. West, 303–43. National Bureau of Economic Research, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Claessens, S., R. Lee, y J. Zechner. 2003. “The Future of Stock Exchanges in European Union Accession Countries.” Corporation of London/Centre for Economic Policy Research, Londres.
- Claessens, S., y N. Van Horen. 2008. “Location Decisions of Foreign Banks and Institutional Competitive Advantage.” Documento de trabajo DNB 172, Banco Central de los Países Bajos, Amsterdam.
- . 2009. “Being a Foreigner among Domestic Banks: Asset or Liability?” Documento MPRA 13467, Biblioteca Universidad de Munich, Alemania.
- Clarke, G., R. Cull, y M. S. Martínez Pería. 2006. “Foreign Bank Participation and Access to Credit across Firms in Developing Countries.” *Journal of Comparative Economics* 34 (4): 774–95.
- Columba, F., L. Gambacorta, y P. E. Mistrulli. 2009. “The Effects of Mutual Guarantee Consortia on the Quality of Bank Lending.” Documento MPRA 17052, Biblioteca Universidad de Munich, Alemania.
- Corbo, V., y K. Schmidt-Hebbel. 2003. “Macroeconomic Effects of Pension Reform in Chile.” En *FIAP: Pension Reforms: Results and Challenges*, Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones, Santiago, Chile.
- . 2010. “The International Crisis and Latin America: Growth Effects and Development Strategies.” CASE Network Studies and Analyses No. 429, Universidad Católica de Chile, Santiago de Chile.
- Corporación Andina de Fomento. 2011. *Servicios Financieros para el Desarrollo: Promoviendo el Acceso en América Latina*. Reporte de Economía y Desarrollo, Corporación Andina de Fomento, Bogotá.
- Cortes, M., M. Dijkman, y E. Gutierrez. 2011. “Micro-Systemic Regulation: A LAC Perspective.” LAC Finance Development Flagship, Oficina del Economista Jefe para América Latina y el Caribe, Banco Mundial, Washington, DC.
- Cull, R., y M. S. Martínez Pería. 2010. “Foreign Bank Participation in Developing Countries: What Do We Know about the Drivers and Consequences of This Phenomenon?” Documento de trabajo sobre investigaciones relativas a las políticas Series 5398, Banco Mundial, Washington, DC.
- Dahlquist, M., L. Pinkowitz, R. Stulz, y R. Williamson. 2003. “Corporate Governance and the Home Bias.” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38 (1): 87–110.
- Dahlquist, M., y G. Robertsson. 2001. “Direct Foreign Ownership, Institutional Investors, and Firm Characteristics.” *Journal of Financial Economics* 59: 413–40.
- Debrun, X., y R. Kapoor. 2010. “Fiscal Policy and Macroeconomic Stability: Automatic Stabilizers Work, Always and Everywhere.” Documento de trabajo FMI 10/111, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- de Carvalho, A. G., y G. Pennacchi. Forthcoming. “Can a Stock Exchange Improve Corporate Behavior? Evidence from Firms’ Migration to Premium Listings in Brazil.” *Journal of Corporate Finance*.
- de Grauwe, P. 2009. “The Crisis as a Paradigm Shift.” En *Aftershocks: Economic Crisis and Institutional Choice*, ed. A. Hemerijck, B. Knapen, y E. van Doorne, 82–90. Amsterdam: Amsterdam University Press.
- De Gregorio, J., y P. Guidotti. 1995. “Financial Development and Economic Growth.” *World Development* 23 (3): 433–48.
- Deidda, L., y B. Fattouh. 2002. “Non-Linearity between Finance and Growth.” *Economics Letters* 74: 339–45.
- de la Torre, A., C. Calderon, T. Didier, J. Messina, y S. Schmukler. 2010a. “From Global Collapse to Recovery: Economic Adjustment and Growth Prospects in Latin America and the

- Caribbean.” Informe Reunión Anual Banco Mundial. Washington, DC: Banco Mundial.
- de la Torre, A., C. Calderón, T. Didier, T. Kouame, M. I. Reyes, y S. Schmukler. 2011. “LAC Success Put to the Test.” Informe Reunión Anual Banco Mundial. Primavera. Washington, DC.
- de la Torre, A., C. Calderón, T. Didier, E. Levy-Yeyati, y S. Schmukler. 2010b. “The New Face of Latin America and the Caribbean: Globalized, Resilient, Dynamic.” Informe Reunión Anual Banco Mundial. Washington, DC.
- de la Torre, A., E. Feyen, y A. Ize. 2011. “Benchmarking LAC’s Financial Development,” LAC Finance Development Flagship, Oficina del Economista Jefe para América Latina y el Caribe, Banco Mundial. Washington, DC
- de la Torre, A., J. C. Gozzi, y S. L. Schmukler, 2006. “Financial Development in Latin America: Big Emerging Issues, Limited Policy Answers,” Documento de trabajo sobre investigaciones relativas a las políticas 3969, Banco Mundial, Washington, DC.
- . 2007a. “Stock Market Development under Globalization: Whither the Gains from Reforms?” *Journal of Banking and Finance* 31 (6): 1731–54.
- . 2007b. *Innovative Experiences in Access to Finance: Market Friendly Roles for the Visible Hand?* En revisión, Brookings Institution y Banco Mundial. Washington, DC.
- . 2007c. “Financial Development: Emerging and Maturing Policy Issues.” *World Bank Research Observer* 22 (1): 67–102.
- de la Torre, A., y A. Ize. 2010. “Regulatory Reform: Integrating Paradigms.” *International Finance* 13 (1): 109–39.
- . 2011. “Containing Systemic Risk: Paradigm-Based Perspectives on Regulatory Reform.” *Economía* 11 (1): 25–64.
- de la Torre, A., M. S. Martínez Pería, y S. Schmukler. 2010. “Bank Involvement with SMEs: Beyond Relationship Lending.” *Journal of Banking and Finance* 34 (9): 2280–93.
- de la Torre, A., y S. Schmukler. 2004. “Coping with Risks Through Mismatches: Domestic and International Financial Contracts for Emerging Economies.” *International Finance* 7 (3): 349–90.
- . 2007. *Emerging Capital Markets and Globalization: The Latin American Experience*. Washington, DC: Banco Mundial.
- Delis, M., y G. Kouretas. 2011. “Interest Rates and Bank Risk-Taking.” *Journal of Banking and Finance* 35: 840–55.
- Dell’Ariccia, G., y R. Marquez. 2008. “Can Cost Increases Increase Competition? Asymmetric Information and Equilibrium Prices.” *RAND Journal of Economics* 39 (1): 144–62.
- de Meza, D., y D. C. Webb. 1987. “Too Much Investment: A Problem of Asymmetric Information.” *Quarterly Journal of Economics* 102 (2): 281–92.
- . 1999. “Wealth, Enterprise and Credit Policy.” *Economic Journal* 109 (455): 153–63.
- Demirgüç-Kunt, A., E. Feyen, y R. Levine. 2011. “The Evolving Roles of Banks and Markets in Economic Development.” Documento de trabajo, Banco Mundial, Washington, DC.
- Demirgüç-Kunt, A., y R. Levine. 1999. “Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons.” Documento de trabajo sobre investigaciones relativas a las políticas 2143, Banco Mundial, Washington, DC.
- Demirgüç-Kunt, A., y L. Servén. 2010. “Are All the Sacred Cows Dead? Implications of the Financial Crisis for Macro and Financial Policies.” *World Bank Research Observer* 25(1): 91–124.
- de Nicolo, G. D., P. Honohan, y A. Ize. 2005. “Dollarization of Bank Deposits: Causes and Consequences.” *Journal of Banking and Finance* 29 (7): 1697–1727.
- Dewatripont, M., y J. Tirole. 1994. “A Theory of Debt and Equity: Diversity of Securities and Manager-Shareholder Congruence.” *Quarterly Journal of Economics* 109 (4): 1027–54.
- Diamond, D. W., y P. H. Dybvig. 1983. “Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity.” *Journal of Political Economy* 91: 401–19.
- Diamond, D., y R. Rajan. 2000. “A Theory of Bank Capital.” *Journal of Finance* 55: 2431–65.
- Didier, T. 2011a. “Information Asymmetries and Institutional Investor Mandates.” Documento de trabajo sobre investigaciones relativas a las políticas 5586, Banco Mundial, Washington, DC.
- . 2011b. “Issues on SME Financing in Chile.” Nota técnica elaborada para 2010/2011 FSAP en Chile, Banco Mundial, Washington, DC.
- Didier, T., C. Hevia, y S. Schmukler. 2011. “How Resilient Were Emerging Economies to the Global Crisis?” Documento de trabajo sobre

- investigaciones relativas a las políticas 5637, Banco Mundial, Washington, DC.
- Didier, T., R. Rigobon, y S. Schmukler. 2011. "Unexploited Gains from International Diversification: Patterns of Portfolio Holdings around the World." Documento de trabajo NBER 16629, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Didier, T., y S. Schmukler. 2011a. "Financial Development in Latin America: Stylized Facts and the Road Ahead." LAC Finance Development Flagship, Oficina del Economista Jefe para América Latina y el Caribe, Banco Mundial, Washington, DC.
- . 2011b. "Financial Globalization: Some Basic Indicators for Latin America and the Caribbean," LAC Finance Development Flagship, Oficina del Economista Jefe para América Latina y el Caribe, Banco Mundial, Washington, DC.
- Dimson, E., P. Marsh, y M. Staunton. 2006. "The Worldwide Equity Premium: A Smaller Puzzle." Documento elaborado para la 33ª Reunión anual de la European Finance Association, Zurich, Agosto 23–26.
- Djankov, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, y A. Shleifer. 2008. "The Law and Economics of Self-Dealing." *Journal of Financial Economics* 88 (3): 430–65.
- Domonski, D. 2005. "Foreign Banks in Emerging Market Economies: Changing Players, Changing Issues." *BIS Quarterly Review*, diciembre.
- Domowitz, I., J. Glen, y A. Madhavan. 1998. "International Cross-Listing and Order Flow Migration: Evidence from an Emerging Market." *Journal of Finance* 53 (6): 2001–27.
- Drehmann, M., C. Borio, L. Gambacorta, G. Jimenez, y C. Trucharte. 2010. "Countercyclical Capital Buffers: Exploring Options." Documento de trabajo BIS 317, Banco de Pagos Internacionales, Basilea, Suiza.
- Dupas, P., y J. Robinson. 2009. "Savings Constraints and Microenterprise Development: Evidence from a Field Experiment in Kenya." Documento de trabajo NBER 14693, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Easterly, W. 1993. "How Much Do Distortions Affect Growth?" *Journal of Monetary Economics* 32: 187–212.
- Edison, H., y F. Warnock. 2004. "U.S. Investors' Emerging Market Equity Portfolios: A Security-Level Analysis." *Review of Economics and Statistics* 86 (3): 691–704.
- Eichengreen, B., y R. Hausmann. 1999. "Exchange Rates and Financial Fragility." En *Proceedings*, 329–68. Kansas City, MO: Federal Reserve Bank of Kansas City.
- . 2002. "How to Eliminate Original Financial Sin." *Financial Times*, 22 de noviembre.
- Eichengreen, B., R. Hausmann, y U. Panizza. 2005. "The Mystery of Original Sin," En B. Eichengreen, y R. Hausmann (eds.), *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*. Chicago: University of Chicago Press.
- Epstein, L. G. 1999. "A Definition of Uncertainty Aversion." *Review of Economic Studies* 66 (3): 579–608.
- Errunza, V. 2001. "Foreign Portfolio Equity Investments, Financial Liberalization, and Economic Development." *Review of International Economics* 9 (4): 703–26.
- Escriva, J. L., E. Fuentes, y A. Garcia-Herrero. 2010. "A Balance and Projections of the Experience in Infrastructure of Pension Funds in Latin America." Documentos de trabajo Departamento de investigación 10/02, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Vizcaya, España.
- Evanoff, D. D., y L. D. Wall. 2000. "Subordinated Debt and Bank Capital Reform." Serie Documentos de trabajo 24, Federal Reserve Bank of Atlanta, GA.
- Eyzaguirre, N., R. Valdes, S. Phillips, y L. Cubeddu. 2011. "Regional Economic Outlook: Western Hemisphere—Watching Out for Overheating." Washington, DC: Fondo Monetario Internacional.
- Ferguson, N. 2008. *The Ascent of Money: A Financial History of the World*. Nueva York: Penguin Press.
- Fernández de Lis, S., y A. García-Herrero. 2010. "Dynamic Provisioning: Some Lessons from Existing Experiences." Serie Documentos de trabajo ADBI No. 218, Asian Development Bank Institute, Tokio.
- Feyen, E., R. Lester, y R. Rocha. 2011. "What Drives the Development of the Insurance Sector: An Empirical Analysis Based on a Panel of Developed and Developing Economies," Documento de trabajo sobre investigaciones relativas a las políticas 5572, Banco Mundial, Washington, DC.
- FMI (Fondo Monetario Internacional). 2010. "Meeting New Challenges to Stability and Building a Safer System." Informe sobre

- la estabilidad financiera mundial, FMI, Washington, DC.
- Frankel, J. A., y G. Saravelos. 2010. "Are Leading Indicators of Financial Crises Useful for Assessing Country Vulnerability? Evidence from the 2008–09 Global Crisis." Documento de trabajo NBER 16047, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Friedman, M. 1959. *A Program for Monetary Stability*. Nueva York, NY: Fordham University Press.
- FSB (Financial Stability Board). 2010. "Reducing the Moral Hazard Posed by Systemically Important Financial Institutions." FSB Recommendations and Time Lines, 20 de octubre. [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_101111a.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_101111a.pdf).
- Galati, G., y R. Moessler. 2011. "Macroprudential Policy: A Literature Review." Documento de trabajo BIS 337, Banco de Pagos Internacionales, Basilea, Suiza.
- Gale, W. G. 1991. "Economic Effects of Federal Credit Programs." *American Economic Review* 81 (1): 133–52.
- Galindo, A., y L. Rojas-Suarez. 2011. "Provisioning Requirements in Latin America: Where Does the Region Stand?" Resumen de políticas, BID 119, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Galor, O., y J. Zeira. 1993. "Income Distribution and Macroeconomics." *Review of Economic Studies* 60 (1): 35–52.
- Garicano, L., y R. M. Lastra. 2010. "Towards a New Architecture for Financial Stability: Seven Principles." *Journal of International Economic Law* 13 (3): 597–621.
- Geanakoplos, J. 2009. "The Leverage Cycle." Documento de trabajo 1715, Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University, New Haven, CT.
- Gelos, G. 2009. "Banking Spreads in Latin America." *Economic Inquiry* 47 (4): 796–814.
- Gennaioli, N., A. Shleifer, y R. W. Vishny. 2010. "Neglected Risks, Financial Innovation, and Financial Fragility." Documento de trabajo NBER 16068, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Giannetti, M., y S. Ongena. 2009. "Financial Integration and Firm Performance: Evidence from Foreign Bank Entry in Emerging Markets." *Review of Finance* 13: 181–223.
- Gill, I., T. Packard, y J. Yermo. 2004. "Keeping the Promise of Social Security in Latin America." Stanford, CA: Stanford University Press; Washington, DC: Banco Mundial.
- Glaser E., S. Johnson, y A. Shleifer. 2001. "Coase versus the Coasians." *Quarterly Journal of Economics* 116 (3): 853–99.
- Goldsmith, R. 1969. *Financial Structure and Development*. New Haven, CT: Yale University Press.
- Goodhart, C. 2010a. "How Should We Regulate Bank Capital and Financial Products? What Role for 'Living Wills'?" *Revista de Economía Institucional* 12: 85–109.
- . 2010b. "Is a Less Pro-Cyclical Financial System an Achievable Goal?" *National Institute Economic Review* 211: 81–90.
- . 2011. "The Emerging New Architecture of Financial Regulation." Documento de trabajo CFS 2011/12, Center of Financial Studies, Goethe-Universität, Frankfurt.
- Goodhart, C., y A. Persaud. 2008. "How to Avoid the Next Crash." *Financial Times*, 30 de enero.
- Goodhart, C., y D. Schoemaker. 1995. "Institutional Separation between Supervisory and Monetary Agencies." En *The Central Bank and the Financial System*, ed. C. Goodhart, 333–413. Cambridge, MA: MIT Press.
- Gordy, M., y B. Howells. 2006. "Procyclicality in Basel II: Can We Treat the Disease Without Killing the Patient?" *Journal of Financial Intermediation* 15: 395–417.
- Gorton, G., y A. Metrick. 2010. "Securitized Banking and the Run on Repo." Documento de trabajo Yale ICF 09-14, International Center for Finance, Yale University, New Haven, CT.
- Gourinchas, P. O., N. Govillot, y H. Rey. 2010. "Exorbitant Privilege and Exorbitant Duty." Serie Documento de trabajo IMES 10-E-20, Institute for Monetary and Economic Studies, Banco de Japón, Tokio.
- Gourinchas, P. O., y H. Rey. 2007. "International Financial Adjustment." *Journal of Political Economy* 115 (4): 665–703.
- Gourinchas, P. O., H. Rey, y K. Truempler. 2011. "The Financial Crisis and the Geography of Wealth Transfers." Documento de trabajo NBER 17353, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Gozzi, J. C., R. Levine, y S. Schmukler. 2010. "Patterns of International Capital Raisings." *Journal of International Economics* 8 (1): 45–57.
- Granlund, P. 2009. "Supervisory Approaches and Financial Market Development: Some

- Correlation Based Evidence.” *Journal of Banking Regulation* 11: 6–30.
- Gray, D., y S. Malone. 2008. *Macrofinancial Risk Analysis*. Wiley Finance Series. West Sussex, Inglaterra: John Wiley and Sons.
- Gray, D., y J. P. Walsh. 2008. “Factor Model for Stress-testing with a Contingent Claims Model of the Chilean Banking System.” Documento de trabajo FMI 10/124, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Greenwald, B., y J. Stiglitz. 1989. “Toward a Theory of Rigidities.” *American Economic Review* 79 (2): 364–69.
- Haines, G., J. Madill, y A. Riding. 2007. “Incrementality of SME Loan Guarantees.” *Small Business Economics* 29 (1): 47–61.
- Halac, M., y S. L. Schmukler. 2004. “Distributional Effects of Crises: The Financial Channel.” Documento de trabajo sobre investigaciones relativas a las políticas 3173, Banco Mundial, Washington, DC.
- Haldane, A. 2009a. “Rethinking the Financial Network.” Discurso ante la Financial Student Association, Amsterdam, Abril.
- . 2009b. “Why Banks Failed the Stress Test.” Discurso presentado en la Marcus-Evans Conference on Stress-Testing, Londres, 9–10 de febrero.
- Haldane, A. 2010a. “What Is the Contribution of the Financial System: Miracle or Mirage?” En *The Future of Finance and the Theory that Underpins It*, 87–120. Londres: London School of Economics Press.
- . 2010b. “The \$100 Billion Question.” Banco de Inglaterra, Londres, Marzo.
- Hanson, S., A. Kashyap, y J. Stein. 2010. “A Macroprudential Approach to Financial Regulation.” *Journal of Economic Perspectives* 25 (1): 3–28.
- Harding, D., y A. R. Pagan. 2002a. “A Comparison of Two Business Cycle Dating Methods.” *Journal of Economic Dynamics and Control* 27: 1681–90.
- . 2002b. “Dissecting the Cycle: A Methodological Investigation.” *Journal of Monetary Economics* 29: 365–81.
- Hargis, K. 2000. “International Cross-Listing and Stock Market Development in Emerging Economies.” *International Review of Economics and Finance* 9 (2): 101–22.
- Hellwig, M. 2010. “Capital Regulation after the Crisis: Business as Usual?” Max Planck Institute for Research on Collective Goods, Bonn.
- Heysen, S., y M. Auqui. 2011. “Recent Trends in Banking Supervision in LAC.” LAC Finance Development Flagship, Oficina del Economista Jefe para América Latina y el Caribe, Banco Mundial, Washington, DC.
- Hirtle, B., T. Scheurman, y K. Stiroh. 2009. “Macroprudential Supervision of Financial Institutions: Lessons from the SCAP.” Staff Report 409, Federal Reserve Bank of New York, NY.
- Holland, A., y C. Mulder. 2006. “Can Indexed Debt Absolve Original Sin? The Role of Inflation-Indexed Debt in Developing Local Currency Markets.” En *Financial Dollarization: The Policy Agenda*, ed. A. Armas, A. Ize, y E. Levy-Yeyati. Palgrave Macmillan, Nueva York, NY.
- Holmstrom, B., y P. Milgrom. 1991. “Multitask Principal-Agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design.” *Journal of Law, Economics, and Organization* 7: 24–52.
- Holmstrom, B., y J. Tirole. 1998. “Private and Public Supply of Liquidity.” Documento de trabajo NBER 5817, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Honohan, P. 2008. “Partial Credit Guarantees: Principles and Practice.” Prepared for the Conference on Partial Credit Guarantees, Washington, DC, 13–14 de marzo.
- Huang, R., y L. Ratnovski. 2011. “The Dark Side of Bank Wholesale Funding.” *Journal of Financial Intermediation* 20 (2): 248–63.
- Ilyina, A., A. Guscina, y H. Kamil. 2010. “Does Procyclical Fiscal Policy Reinforce Incentives to Dollarize Sovereign Debt?” Documento de trabajo FMI 10/168, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Impavido, G., E. Lasagabaster, y M. Garcia-Huitron. 2010. “Competition and Asset Allocation Challenges for Mandatory Defined Contributions Pensions: New Policy Directions.” Banco Mundial, Washington, DC.
- Innes, R. 1991. “Investment and Government Intervention in Credit Markets When There Is Asymmetric Information.” *Journal of Public Economics* 46 (3): 347–81.
- . 1992. “Adverse Selection, Investment, and Profit Taxation.” *European Economic Review* 36 (7): 1427–52.
- Ioannidou, V., S. Ongena, y J. L. Peydró. 2009. “Monetary Policy, Risk-Taking and Pricing: Evidence from a Quasi-Natural Experiment.” Documentos de trabajo 2009-31S, Tilburg

- University, Center for Economic Research, Tilburg, Países Bajos.
- Izquierdo, A., y E. Talvi. 2011. *One Region, Two Speeds? Challenges of the New Economic Order for Latin America and the Caribbean*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Jaffee, D. M., y T. Russell. 1976. "Imperfect Information, Uncertainty, and Credit Rationing." *Quarterly Journal of Economics* 90 (4): 651–66.
- Jeanne, O., y A. Korinek. 2011. "Managing Credit Booms and Busts: A Pigouvian Taxation Approach." Documento de trabajo NBER 16377, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Jenkins, H. 2000. "Commercial Bank Behavior in Micro and Small Enterprise Finance." Documento de trabajo sobre desarrollo 741, Harvard Institute for International Development, Cambridge, MA.
- Jiménez, G., S. Ongena, J. L. Peydró, y J. Saurina. 2008. "Hazardous Times for Monetary Policy: What Do Twenty-Three Million Bank Loans Say about the Effects of Monetary Policy on Credit Risk-Taking?" Documento de trabajo 0833, Banco de España, Madrid.
- Joh, S. W. 2003. "Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korean Firms before the Economic Crisis." *Journal of Financial Economics* 68 (2): 287–322.
- Joint Forum. 2010. "Review of the Differentiated Nature and Scope of Financial Regulation: Key Issues and Recommendations." Banco de Pagos Internacionales, Basilea, Suiza.
- Jorda, O., M. Schularick, y A. M. Taylor. 2010. "Financial Crises, Credit Booms, and External Imbalances: 140 Years of Lessons." Documento de trabajo NBER 16567, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Kacperczyk, M., C. Sialm, y L. Zheng. 2008. "Unobserved Actions of Mutual Funds." *Review of Financial Studies* 21 (6): 2379–2416.
- Kang, J. K., y R. Stulz. 1997. "Why Is There a Home Bias? An Analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan." *Journal of Financial Economics* 46 (1): 3–28.
- Karlan, D., y J. Zinman. 2010. "Expanding Credit Access: Using Randomized Supply Decisions to Estimate Impacts." *Review of Financial Studies* 23 (1): 433–64.
- Kashyap, A., y J. Stein. 2004. "Cyclical Implications of the Basel II Capital Standards." Federal Reserve Bank of Chicago. *Economic Perspectives* 28: 18–31.
- Kay, J. 2010. "Should We Have Narrow Banking?" En *The Future of Finance and the Theory that Underpins It*, ed. A. Turner et al., 215–34. Londres: London School of Economics.
- Keynes, J. M. 1936. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Nueva York: Macmillan; Cambridge University Press.
- Kindleberger, C. P. 1989. *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, rev. ed. Nueva York: Basic Books.
- King, R. G., y R. Levine. 1993. "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right." *Quarterly Journal of Economics* 108 (3): 717–37.
- Kiyotaki, N., y J. Moore. 1997. "Credit Cycles." *Journal of Political Economy* 105: 211–48.
- Klapper, L., 2006. "The Role of Factoring for Small and Medium Enterprises." *Journal of Banking and Finance* 30 (11): 3111–30.
- Klapper, L., y I. Love. 2004. "Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets." *Journal of Corporate Finance* 10 (5): 703–28.
- Klapper, L., y R. Zaidi. 2005. "A Survey of Government Regulation Intervention in Financial Markets." Elaborado para el Informe de desarrollo mundial 2005, Banco Mundial, Washington, DC.
- Klein, M. 1996. "Risk, Taxpayers, and the Role of Government in Project Finance." Documento de trabajo sobre investigaciones relativas a las políticas 1688, Banco Mundial, Washington, DC.
- Kroszner, R., y R. Shiller. 2011. *Reforming US Financial Markets: Reflections Before and Beyond Dodd-Frank*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Lacker, J. M. 1994. "Does Adverse Selection Justify Government Intervention in Loan Markets?" Federal Reserve Bank of Richmond. *Economic Quarterly* 80 (1): 61–95.
- Laeven, L., y F. Valencia. 2008. "Systemic Banking Crises: A New Database." Documento de trabajo FMI 08/224, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Lane, P. R., y G. M. Milesi-Ferretti. 2001. "The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Countries." *Journal of International Economics* 55 (2): 263–94.
- . 2007. "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of

- Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004.” *Journal of International Economics* 73 (2): 223–50.
- Lanyi, A., y R. Saracoglu. 1983. “The Importance of Interest Rates in Developing Economies.” *Finance and Development* 20 (2): 20–23.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, y A. Shleifer. 2002. “Government Ownership of Banks.” *Journal of Finance* 57: 265–301.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, y R. Vishny. 1997. “Legal Determinants of External Finance.” *Journal of Finance* 52 (3): 1131–50.
- Larraín, C, y J. Quiroz. 2006. “Estudio para el Fondo de Garantía de Pequeños Empresarios.” Banco del Estado, Santiago, Chile.
- Lee, R. M. G. 1999. *What Is an Exchange? The Automation, Management and Regulation of Financial Markets*. Oxford, Reino Unido: Oxford University Press.
- Lerner, J., y P. Tufano. 2011. “The Consequences of Financial Innovation: A Counterfactual Research Agenda.” Documento de trabajo NBER 16780, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Levine, R., y S. Schmukler. 2006. “Internationalization and Stock Market Liquidity.” *Review of Finance* 10 (1): 153–87.
- . 2007. “Migration, Liquidity Spillovers, and Trade Diversion: The Effects of Internationalization on Stock Market Activity.” *Journal of Banking and Finance* 31 (6): 1595–1612.
- Levy-Yeyati, E., 2011a. “The Currency Issue: A Note on Globalization, Offshoring and Dollarization in Latin America,” LAC Finance Development Flagship, Oficina del Economista Jefe para América Latina y el Caribe, Banco Mundial, Washington, DC.
- Levy-Yeyati, E. 2011b. “Financial Globalization in Latin America: Myth, Reality, and Policy Matters.” LAC Finance Development Flagship, Oficina del Economista Jefe para América Latina y el Caribe, Banco Mundial, Washington, DC.
- Li, W. 1998. “Government Loan, Guarantee, and Grant Programs: An Evaluation.” Federal Reserve Bank of Richmond. *Economic Quarterly* 84 (4): 25–51.
- Licht, A. N. 1998. “Stock Market Integration in Europe.” Documento de trabajo CAER II No. 15, Harvard Institute for International Development, Cambridge, MA.
- Lo, A. W. 2009. “Regulatory Reform in the Wake of the Financial Crisis of 2007–2008.” *Journal of Financial Economic Policy* 1 (1): 4–43.
- Lombra, R., y M. Wasylenko. 1984. “The Subsidization of Small Businesses through Federal Credit Programs: Analytical Foundations.” *Journal of Economics and Business* 36 (2): 263–74.
- Lorenzoni, G. 2008. “Inefficient Credit Booms.” *Review of Economic Studies* 75 (3): 809–33.
- Mankiw, N.G. 1986. “The Allocation of Credit and Financial Collapse.” *Quarterly Journal of Economics* 101 (3): 455–70.
- Martínez Pería, M. S. 2011. “Financial Inclusion in Latin America.” LAC Finance Development Flagship, Oficina del Economista Jefe para América Latina y el Caribe, Banco Mundial, Washington, DC.
- McAndrews, J., y C. Stefanadis. 2002. “The Consolidation of European Stock Exchanges.” *Current Issues in Economics and Finance* 8 (6).
- McKinnon, R. I. 1973. “Money and Capital in Economic Development.” Brookings Institution, Washington, DC.
- McMillan, M., y D. Rodrik 2011. “Globalization, Structural Change, and Productivity Growth.” Documento de trabajo NBER 17143, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Merton, R. C. 1969. “Lifetime Portfolio Selection under Uncertainty: The Continuous-Time Case.” *Review of Economics and Statistics* 51 (3): 247–57.
- Merton, R., y Z. Bodie. 2004. “The Design of Financial Systems: Towards A Synthesis of Function and Structure.” Documento de trabajo NBER 10620, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Mesquita, M., y M. Torós. 2010. “Brazil and the 2008 Panic.” En “The Global Crisis and Financial Intermediation in Emerging Market Economies,” Documento de trabajo BIS 54, Banco de Pagos Internacionales, Basilea, Suiza.
- Mian, A. 2003. “Foreign, Private Domestic, And Government Banks: New Evidence from Emerging Markets.” Documento de trabajo, Graduate School of Business, Universidad de Chicago, IL.
- . 2006. “Distance Constraints: The Limits of Foreign Lending in Poor Countries.” *Journal of Finance* 61 (3): 1465–1505.
- Micco, A., y U. Panizza. 2005. “Public Banks in Latin America.” Documento elaborado para la conferencia sobre bancos públicos en América Latina: Mito y realidad, Washington, DC. 25 de febrero.

- Minsky, H.P. 1975. *John Maynard Keynes*. Nueva York: Columbia University Press.
- Mishkin, F. 2011. "Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis." Documento de trabajo NBER 16755, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Montoro, C., y R. Moreno. 2011. "The Use of Reserve Requirements as a Policy Instrument in Latin America." *BIS Quarterly Review*, March, 53–65.
- Montoro, C., y C. Tovar. 2010. "Macroprudential Tools: Assessing the Implications of Reserve Requirements in a DGSE Model." Bank of International Settlements
- Morrison & Foerster. 2011. "ICB Interim Report on UK Banking Reform." *News Bulletin*, 29 de abril.
- North, D. C. 1990. *Institutions, Institutional Change, and Economic Performance*. Cambridge, R.U.: Cambridge University Press.
- Olivares, J. A. 2005. "Investment Behavior of the Chilean Pension Funds." Documento de trabajo Conferencia Europea 360419, European Financial Management Association Conference (EFMA), Siena, Italia. 8-11 de junio.
- Opazo, L., C. Raddatz, y S. Schmukler. 2009. "The Long and the Short of Emerging Market Debt." Documento de trabajo sobre investigaciones relativas a las políticas 5056, Banco Mundial, Washington, DC.
- Ordober, J., y A. Weiss. 1981. "Information and the Law: Evaluating Legal Restrictions on Competitive Contracts." *American Economic Review* 71 (2): 399–404.
- Ostry, J., A. Ghosh, K. Habermeier, L. Laeven, M. Chamon, M. Qureshi, y A. Kokenyne. 2011. "Managing Capital Inflows: What Tools to Use?" IMF Staff Discussion Note, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Panzar, J. C., y J. N. Rosse. 1987. "Testing for 'Monopoly' Equilibrium." *Journal of Industrial Economics* 35 (4): 443–56.
- Park, Y. 2011. "The Role of Macroprudential Policy for Financial Stability in East Asia's Emerging Economies." Documento de trabajo ADBI 284, Asian Development Bank Institute, Tokio.
- Peek, J., E. S. Rosengren, y G. M. B. Tootell. 1999. "Is Bank Supervision Central to Central Banking?" *Quarterly Journal of Economics* 114 (2): 629–53.
- Penner, R. G., y W. L. Silber. 1973. "The Interaction between Federal Credit Programs and the Impact on the Allocation of Credit." *American Economic Review* 63 (5): 838–52.
- Perotti, E., y J. Suárez. 2011. "A Pigouvian Approach to Liquidity Regulation." Documento de trabajo CEPR 8271, Centre for Economic Policy Research, Londres.
- Porzecanski, A. C. 2009. *Latin America: The Missing Financial Crisis*. Washington Office Studies and Perspectives Series No. 6. Comisión Económica para América Latina, Comisión Económica para América Latina de las Naciones Unidas, Nueva York.
- Powell, A. 2010. "LAC Central Banks ahead of the Curve? Financial Sector Regulation and Supervision." Presentación en la Reunión del Banco Interamericano de Desarrollo en Lincea, Medellín, Colombia, noviembre.
- Raddatz, C. 2011. "Institutional Investors and Agency Issues in Latin American Financial Markets: Issues and Policy Options." LAC Finance Development Flagship, Oficina del Economista Jefe para América Latina y el Caribe, Banco Mundial, Washington, DC.
- Raddatz, C. y S. Schmukler. 2008. "Pension Funds and Capital Market Development: How Much Bang for the Buck?" Documento de trabajo sobre investigaciones relativas a las políticas 4787, Banco Mundial, Washington, DC.
- . 2011. "Deconstructing Herding: Evidence from Pension Fund Investment Behavior." Documento de trabajo sobre investigaciones relativas a las políticas 5700, Banco Mundial, Washington, DC.
- Raith, M. G., T. Staak, and C. Starke. 2006. "The Goal Achievement of Federal Lending Programs." Serie Documento de trabajo 06019, Facultad de Economía y Administración, Magdeburg, Alemania.
- Rajan, R. 2010. *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Rajan, R., y L. Zingales. 2001. "Financial Systems, Industrial Structure, and Growth." *Oxford Review of Economic Policy* 17: 467–82.
- . 2003. *Saving Capitalism from the Capitalists: Unleashing the Power of Financial Markets to Create Wealth and Spread Opportunity*. Nueva York: Crown Business Division of Random House.
- Repullo, R., y J. Saurina. 2011. "The Countercyclical Capital Buffer of Basel III: A Critical Assessment." Documento de trabajo 8304, Centre for Economic Policy Research, Londres.

- Repullo, R., J. Saurina, y J. Trucharte. 2010. "Mitigating the Pro-Cyclicality of Basel II." Documento de trabajo CEPR 7382, Centre for Economic Policy Research, Londres.
- Repullo, R., y J. Suarez. 2009. "The Procyclical Effects of Basel II." Documento de trabajo CEPR 6862, Centre for Economic Policy Research, Londres.
- Rioja, F., y N. Valev. 2004. "Does One Size Fit All? A Reexamination of the Finance and Growth Relationship." *Journal of Development Economics* 74 (2): 429–47.
- Robinson, M. S. 2001. *The Micro Finance Revolution: Sustainable Finance for the Poor*. Washington, DC: Banco Mundial.
- Rocha, R., D. Vittas, y H. P. Rudolph. 2011. *Annuities and Other Retirement Products: Designing the Payout Phase*. Washington, DC: Banco Mundial.
- Rocha, R., y C. Thornburn. 2006. *Developing Annuities Markets: The Experience of Chile*. Washington, DC: Banco Mundial.
- Rojas-Suarez, L. 2001. "Rating Banks in Emerging Markets: What Credit Rating Agencies Should Learn from Financial Indicators." Documento de trabajo 01-6, Institute for International Economics, Washington, DC..
- Roubini, N., y X. Sala-i-Martin. 1992. "Financial Repression and Economic Growth." *Journal of Development Economics* 39 (1): 5–30.
- Rudolph, H. 2009. "State Financial Institutions: Mandates, Governance and Beyond." Documento de trabajo Banco Mundial 5141, Banco Mundial, Washington, DC.
- Samuelson, P.A. 1969. "Lifetime Portfolio Selection by Dynamic Stochastic Programming." *Review of Economics and Statistics* 51 (3): 239–46.
- Santana, M. H. 2008. "The Novo Mercado." En *Focus 5—Novo Mercado and Its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform*, ed. M. H. Santana, M. Ararat, P. Alexandru, B. B. Yurtoglu, y M. R. Cunha, 2–39. Washington, DC : International Finance Corporation.
- Saurina, J. 2011. "Working Macroprudential Tools." En *Macroprudential Regulatory Policies: The New Road to Financial Stability*, proceedings of the Thirteenth Annual International Banking Conference, Chicago, IL, 23-24 de septiembre, 2010.
- Schularick, M., y A. M. Taylor 2009. "Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870–2008." Documento de trabajo NBER 15512, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Seelig, S. A., y A. Novoa. 2009. "Governance Practices at Financial Regulatory and Supervisory Agencies." Documento de trabajo FMI 09/135, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Sengupta, R., y C. P. Aubuchon. 2008. "The Micro Finance Revolution: An Overview." *Federal Bank of St. Louis Review* enero/febrero.
- Sharpe, W. 1964. "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk." *Journal of Finance* 19: 425–42.
- Shaw, E. 1973. *Financial Deepening in Economic Development*. Oxford, Reino Unido: Oxford University Press.
- Shiller, R. 2006. *Irrational Exuberance*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- . 2008. *Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened and What to Do about It*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Shin, H. S. 2010. *Risk and Liquidity*. Clarendon Lectures in Finance. Oxford, R.U.: Oxford University Press.
- Shin, H., y Y. Shin. 2011. "Procyclicality and Monetary Aggregates." Documento de trabajo NBER 16836, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Shleifer, A., y R. W. Vishny. 1997a. "A Survey of Corporate Governance." *Journal of Finance* 52 (2): 737–83.
- . 1997b. "The Limits of Arbitrage." *Journal of Finance* 52 (1): 35–55.
- . 2011. "Fire Sales in Finance and Macroeconomics." *Journal of Economic Perspectives* 25 (1): 29–48.
- Smith, B. D., y M. J., Stutzer. 1989. "Credit Rationing and Government Loan Programs: A Welfare Analysis." *Real Estate Economics* 17 (2): 177–93.
- Sosa, S. 2010. "The Influence of 'Big Brothers': How Important are Regional Factors for Uruguay?" Documento de trabajo FMI 10/60, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Spence, M. 1973. "Job Market Signaling." *Quarterly Journal of Economics* 87(3): 355–74.
- Squam Lake Working Group on Financial Regulation. 2009. "Improving Resolution Options for Systemically Relevant Financial Institutions." Documento de trabajo, Center

- for Economic Studies, Council on Foreign Relations, Washington, DC.
- Srinivas, P. S., E. Whitehouse, y J. Yermo. 2000. "Regulating Private Pension Funds' Structure, Performance, and Investments: Cross-Country Evidence." Documento de trabajo sobre protección social 23302, Banco Mundial, Washington, DC.
- Stallings, B., y R. Studart. 2003. "Financial Regulation and Supervision in Emerging Markets: The Experience of Latin America since the Tequila Crisis." Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Santiago, Chile.
- . 2006. *Finance for Development: Latin America in Comparative Perspective*. Washington, DC: Brookings Institution; Santiago, Chile: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (español).
- Stiglitz, J. E., J. Vallejo, y Y. C. Park. 1993. "The Role of the State in Financial Markets." En "Annual Conference on Development Economics" (supplement). *World Bank Research Observer* 19: 1–61.
- Stiglitz, J. E., y A. Weiss. 1981. "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information." *American Economic Review* 71 (3): 393–410.
- Stulz, R. 1999. "Globalization, Corporate Finance and the Cost of Capital." *Journal of Applied Corporate Finance* 12 (3): 8–25.
- Svensson, L. 2010. "Inflation Targeting." Documento de trabajo NBER 16654, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Taylor, M. 1995. "Twin Peaks: A Regulatory Structure for the New Century." Centre for the Study of Financial Innovation, Londres.
- . 2009. "The Road from 'Twin Peaks' and the Way Back." *Connecticut Insurance Law Journal* 16 (1).
- Terrier, G., R. Valdés, C. E. Tovar, J. Chan-Lau, C. Fernández-Valdovinos, M. García Escribano, C. Medeiros, M. K. Tang, M. Vera Martin, y C. Walker. 2011. "Policy Instruments to Lean against the Wind in Latin America" Documento de trabajo FMI 11/159, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Thompson, J. 2009. "On Systemically Important Financial Institutions and Progressive Systemic Risk Migration." Documento de trabajo sobre las políticas No. 27, Federal Reserve Bank of Cleveland.
- Turner, A. 2010. "What Do Banks Do? Why Do Credit Booms and Busts Occur and What Can Public Policy Do about It?" En *The Future of Finance and the Theory that Underpins It*. Center for Economic Performance. Londres: London School of Economics.
- Vargas, H., C. Varela, Y. Betancourt, y N. Rodríguez. 2010. "Effects of Reserve Requirements in an Inflation Targeting Regime: The Case of Colombia." Borradores de Economía 587, Banco de la República.
- Viceira, L. 2010. "Application of Advances in Financial Theory and Evidence to Pension Fund Design in Developing Economies." En *Evaluating the Financial Performance of Pension Funds*, ed. R. Hinz, H. Rudolph, P. Antolin, y J. Yermo. Washington, DC: Banco Mundial.
- Vinals, J. 2011. "The Do's and Don't's of Macroprudential Policy." Documento presentado ante la Comisión Europea y la Conferencia del BCE sobre Integración y estabilidad financiera, Bruselas, 2 de mayo.
- Weitzman, M. L. 1974. "Prices vs. Quantities." *Review of Economic Studies* 41: 477–91.
- Wezel, T. 2010. "Dynamic Loan Loss Provisions in Uruguay." Documento de trabajo FMI 10/125, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Williamson, S. D. 1994. "Do Informational Frictions Justify Federal Credit Programs?" *Journal of Money, Credit and Banking* 26 (3): 523–44.
- Woodford, M. 2011. "Inflation Targeting and Financial Stability." Keynote address at the conference "The Future of Monetary Policy," Einaudi Institute for Economics and Finance, Roma, septiembre 2010 (Revisada agosto 2011).
- Yunus, M. 2003. *Banker to the Poor: Micro-Lending and the Battle Against World Poverty*. Nueva York: Public Affairs.
- Zervos, S. 2004. "The Transaction Costs of Primary Issuance: The Case of Brazil, Chile and Mexico." Documento de trabajo sobre investigaciones relativas a las políticas 3424, Banco Mundial, Washington, DC.



**D**urante las décadas de 1980 y 1990, el sector financiero constituyó el talón de Aquiles del desarrollo económico en América Latina y el Caribe (ALC). Desde entonces, el sector ha crecido y se ha profundizado, volviéndose más integrado y competitivo, con nuevos actores, mercados e instrumentos y una ampliación de la inclusión financiera. Para coronar estos logros, los sistemas financieros de la región han atravesado la crisis global de 2008-2009 en gran medida ilesos. Ahora que los beneficios de la estabilidad macrofinanciera de ALC están siendo ampliamente reconocidos y puestos a prueba, parece ser el momento ideal para hacer un balance y analizar lo que resta por hacer.

*El Desarrollo Financiero en America Latina y el Caribe: El Camino por Delante* provee un análisis balanceado, con miras al futuro, sobre el desarrollo financiero de la región. En lugar de perderse en discusiones sectoriales específicas, el reporte se enfoca en los principales elementos estructurales, perspectivas generales y sus interconexiones. El valor agregado de este reporte descansa entonces en su visión holística del proceso de desarrollo; en su cobertura amplia de la industria de servicios financieros (tomada como un todo, sin centrarse exclusivamente en el sector bancario); en su énfasis en un enfoque comparativo, relativo a valores de referencia; en su perspectiva sistémica; y en su esfuerzo explícito de incorporar las lecciones de la crisis financiera internacional de 2008–2009. *El Desarrollo Financiero en America Latina y el Caribe: El Camino por Delante* a su vez expande y complementa la visión global de una serie de estudios publicados durante la última década sobre el desarrollo financiero, tanto sobre los países de ALC como sobre otros países en vías de desarrollo. Este reporte resultará de especial interés para hacedores de política y analistas financieros interesados en impulsar el desarrollo del sector financiero de la región.



BANCO MUNDIAL

ISBN 978-0-8213-9490-8



SKU 19490