



**Segunda parte:
Macroeconomía, inversión y
desarrollo sostenible**



Introducción

Una de las principales características de los países de la región durante los años noventa ha sido la marcada volatilidad mostrada por los ciclos económicos, que ha afectado negativamente la capacidad de las economías para iniciar procesos de crecimiento sostenido. Esta dinámica ha debilitado la expansión y el fortalecimiento del sector productivo, puesto que uno de los principales requisitos para su desarrollo es un entorno económico estable que promueva la inversión en el sector real. La incertidumbre creada por la volatilidad dificulta las decisiones de ahorro e inversión y, por ende, la capacidad de incrementar la productividad, lo que está muy vinculado al ritmo de acumulación de los distintos tipos de capital.

Asimismo, la evolución de la inversión privada es muy sensible a la política macroeconómica, la que afecta la trayectoria de la tasa de interés, el tipo de cambio, la inflación y los salarios. Cuando estas variables se encuentran desalineadas respecto de sus “valores de equilibrio”, se acentúa la volatilidad de los ciclos reales de la economía y se desincentiva la inversión productiva. En el contexto de economías abiertas y financieramente integradas la dinámica de estas variables se ve afectada por choques reales y financieros, siendo estos últimos los que más han predominado en las últimas décadas. Por lo tanto, una política macroeconómica tendiente a fomentar el desarrollo productivo debe orientarse a suavizar los ciclos económicos y evitar la excesiva influencia de los vaivenes financieros en la evolución de estos “macro precios”, siendo las políticas contracíclicas un instrumento esencial para lograr este objetivo.

La inversión también se ve afectada por la dinámica y el desarrollo de los sistemas financieros. El surgimiento de nuevos instrumentos y mercados para intermediar el financiamiento de la innovación tecnológica, facilitar y mejorar el acceso de las pequeñas y medianas empresas a los recursos financieros, y promover el financiamiento de largo plazo son cruciales para el desarrollo productivo. Asimismo, dado que los sistemas financieros pueden atenuar o amplificar los efectos macroeconómicos de choques externos o internos, el adecuado funcionamiento de estos sistemas ayuda a estabilizar los ciclos económicos y a reducir la volatilidad del crecimiento.

La inversión en infraestructura es una modalidad de inversión que influye en la competitividad global de las economías. Los países que cuentan con mayores y mejores servicios de infraestructura tienen ventajas competitivas respecto a los que no disponen de estos servicios en la cantidad y calidad necesarias. Hay amplia evidencia empírica que muestra la estrecha relación existente entre crecimiento económico y desarrollo de servicios de infraestructura. Para crecer se requiere expandir la dotación y calidad de estos servicios y, a su vez, la expansión de estos estimula y facilita el crecimiento.

La abundante dotación de recursos naturales ha caracterizado la actividad productiva de la región a lo largo de su historia. Los desafíos de la apertura e integración económicas, junto con la aparición de nuevas tecnologías, han dado un renovado impulso a la relación entre inversión en recursos naturales y medio ambiente, por una parte, y sostenibilidad del crecimiento económico por otra. En particular, las economías que basan su especialización exportadora en la explotación de recursos no renovables deben evaluar el impacto que esta actividad tiene sobre su acervo de capital. De hecho, cuando se considera la “desinversión” asociada a la disminución de este capital, varios países de la región muestran una menor tasa de ahorro que la reflejada por las cuentas nacionales. Por otra parte, la mayor conciencia sobre las repercusiones ambientales del crecimiento económico ha creado nuevas oportunidades productivas y tecnológicas que la región debería aprovechar más ampliamente.

La presente sección está dedicada a los temas mencionados. En el capítulo 3 se pasa revista a la evolución macroeconómica de las economías durante la década de 1990 y los primeros años de este siglo. Se examina el carácter procíclico que ha evidenciado la política macroeconómica, particularmente la política fiscal. Asimismo se discute lo acontecido con el sistema financiero en los países de la región, argumentando que la profundización financiera no es sinónimo de desarrollo financiero, proceso imprescindible para América Latina y el Caribe. Finalmente, en este capítulo se presentan recomendaciones para propiciar políticas contracíclicas y potenciar el papel del sistema bancario y el mercado de capitales en el desarrollo productivo.

La relación entre infraestructura y crecimiento se aborda en la primera sección del capítulo 4, en la que se examinan los desafíos y las demandas de servicios de infraestructura que tiene la región en el futuro inmediato. Asimismo, se analiza la necesidad de aumentar la inversión pública, como necesario complemento de la privada, a fin de potenciar el papel de la infraestructura en el desarrollo, sobre todo en las zonas donde la inversión privada no es rentable. Para ello se analizan los mecanismos que permitirían, en un contexto de responsabilidad fiscal, mejorar y flexibilizar los recursos fiscales para promover y potenciar la inversión pública. Por su parte, la actual y previsible participación privada en la provisión de servicios de infraestructura exige un perfeccionamiento de los mecanismos regulatorios, particularmente en la determinación de las tarifas, para que estas reflejen el incremento de la productividad en los distintos servicios. En la segunda parte del capítulo se analiza la relación entre estructura productiva, recursos naturales y medio ambiente y se evalúan las posibilidades de los países de la región en lo que respecta al desarrollo de productos mineros e hidrocarburos, bienes y servicios ecológicos, mercado de bienes y servicios ambientales, e innovación tecnológica en biotecnología y producción limpia. Para terminar, se discuten los temas que deberían incluirse en una agenda ambiental compatible con el desarrollo productivo.



Capítulo 3

Macroeconomía y desarrollo financiero para el crecimiento

La dinámica del crecimiento económico obedece a factores de corto y largo plazo. En la medida que el desarrollo productivo y las mejoras de productividad, responden significativamente a factores estructurales, las políticas en este ámbito deben incorporar metas y objetivos de largo plazo. La política macroeconómica, a su vez, apoya el crecimiento económico mediante el manejo de instrumentos de política de corto y mediano plazo, destinados a mantener una trayectoria estable de las variables económicas agregadas y de los precios relativos más relevantes. A pesar de que se manifiestan en distintos medios y se rigen por criterios diferentes, la agenda del desarrollo productivo y la política macroeconómica están estrechamente vinculadas requiriéndose para un desarrollo sostenido una efectiva coordinación y convergencia entre ambas.

En primer lugar, las decisiones de ahorro e inversión, elementos clave para el desarrollo productivo, son de carácter intertemporal, ya que sus costos y beneficios se materializan a lo largo del tiempo. Para promover el proceso de ahorro e inversión se requiere de una trayectoria macroeconómica equilibrada, que brinde un ambiente económico estable, con grados de certidumbre razonables. La volatilidad del ciclo económico, inducida por perturbaciones internas o externas, tiene efectos negativos sobre el ahorro y la inversión, lo que dificulta el desarrollo productivo. En segundo lugar, la inestabilidad macroeconómica desplaza las prioridades de la agenda de política económica hacia metas de corto plazo. Es más factible abordar la agenda estructural —de la cual el desarrollo productivo forma parte— en ausencia de grandes urgencias de corto plazo. En efecto, los

episodios de alta inestabilidad macroeconómica (brotes inflacionarios, crisis financieras y fiscales, dificultades de balanza de pagos, alto desempleo, fuertes apreciaciones y depreciaciones cambiarias, entre otros) tienden a postergar la agenda de largo plazo. En tercer lugar, las políticas macroeconómicas afectan los precios relativos de la economía (tipo de cambio real, tasa de interés real y salario real), que juegan un papel significativo en los incentivos que se generan para la inversión y el ahorro. Además, una inflación alta y volátil incide negativamente en el desarrollo, al opacar las señales de precios relativos a nivel microeconómico. Por último, las opciones de políticas macroeconómicas que se adopten no son neutras desde el punto de vista del desarrollo productivo.

Las políticas financieras tampoco son neutras. La intermediación financiera afecta directamente la inversión y productividad de la economía, en la medida que influye significativamente en la disponibilidad de fondos de ahorro, especialmente de largo plazo, el costo del capital y la cadena de pagos. Una intermediación adecuada propicia nuevas oportunidades de negocios e inversiones, menores costos de capital y una correcta identificación y selección de proyectos de inversión, y por ende, un mayor crecimiento potencial.

Asimismo, la dinámica financiera también repercute considerablemente en la capacidad de las políticas macroeconómicas de suavizar las fluctuaciones de los ciclos económicos. Su efecto se produce a través de la evolución de los mercados de créditos, que inciden en la propagación y magnitud de las diferentes perturbaciones positivas o negativas. Los efectos se propagan, entre otras cosas, a través de la disponibilidad del crédito interno, y la valoración de los activos nacionales.

En lo que sigue se pasa revista, desde la óptica de los países de la región, a la trayectoria y las políticas macroeconómicas, la evolución del sistema financiero de los países de la región y las dificultades de acceso que éstos presentan. Se discuten los instrumentos para el diseño de políticas macroeconómicas contracíclicas y, por último, se examinan instrumentos de intermediación financiera que mejoren la gestión de riesgos y por ende faciliten el acceso a los recursos financieros, en particular de largo plazo.

I. Antecedentes macroeconómicos

Uno de los principales logros económicos de los años noventa ha sido el avance en términos de gobernabilidad macroeconómica que se observa en la mayoría de los países de la región. Los déficit fiscales experimentaron una baja significativa en la segunda mitad de los años ochenta, permanecieron en un rango medio de 1% a 2% del PIB durante gran parte de la década siguiente. Sólo volvieron a aumentar hasta niveles cercanos al 3% a fines de los noventa, producto de la caída en el ritmo de crecimiento de la actividad económica, asociada al contagio de la crisis asiática. El progreso en esta área ha sido desigual de un país a otro, tal como revelan las crisis fiscales sufridas por algunas economías en los últimos años y los altos índices de endeudamiento del sector público que continúan siendo característicos de varios países de la región. Como se discute en el capítulo 2, la reducción de la tasa de inflación ha sido, en cambio, más uniforme y duradera. En promedio, la inflación en América Latina cayó paulatinamente hasta el 2001, cuando alcanzó cifras de un dígito en la mayoría de los países. El retroceso experimentado en el 2002, cuando, junto con significativas devaluaciones del tipo de cambio, la inflación promedio aumentó por primera vez en una década, se concentró en unos pocos países y fue sucedido por una nueva reducción durante el 2003.

Sin embargo, los avances en materia fiscal e inflacionaria no han tenido su contrapartida en un crecimiento económico más dinámico ni en un acceso estable a los flujos de capital externos; tampoco en incrementos significativos del ahorro nacional y la inversión interna. En efecto, las tasas de crecimiento del PIB de los últimos 14 años han sido bajas y altamente volátiles, alcanzando un promedio simple de 2,4% para el período 1990-2003.

1. Evolución del financiamiento externo, ciclos económicos y vulnerabilidad

El renovado acceso de los países de la región a los mercados financieros internacionales fue evidente a partir de los primeros años de la década de 1990, cuando las transferencias netas de recursos pasaron de negativas a positivas. La inversión extranjera directa (IED) y la colocación de bonos se transformaron en los principales canales para la captación de capital externo. La IED concentró a lo largo de la década cerca de tres cuartas partes de los flujos netos de capitales recibidos por la región y hasta el 2001 contribuyó a compensar las caídas registradas en las demás fuentes de recursos. El mercado de bonos se consolidó a partir del Plan Brady, que facilitó el desarrollo de un mercado secundario de papeles y adquirió una importancia creciente, sólo interrumpida por las secuelas de la crisis financiera de México de 1995, la crisis asiática de 1997 y la desaceleración global iniciada en 2001 (CEPAL 2002a, 2003a).

Como se desprende del cuadro 3.1, las bruscas fluctuaciones de las entradas de capital obedecen principalmente a lo ocurrido con los flujos financieros de deuda, y al mercado de cartera accionaria, que incluye la colocación de acciones en el mercado estadounidense (ADR). Por el contrario, desde los años noventa la IED acusó una marcada tendencia ascendente, interrumpida por la crisis internacional de 2001-2002. Las remesas de migrantes han ido adquiriendo una creciente importancia dentro de los flujos de capital hacia la región, alcanzado cerca de un 1,5% del PIB regional en el 2003.

Cuadro 3.1
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: FUENTES DE FINANCIAMIENTO EXTERNO, 1990-2003
(En porcentajes del PIB)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
A. Deuda	0,49	1,05	2,62	2,53	1,02	1,80	0,59	0,83	1,44	-0,95	-0,74	-0,40	-1,81	-0,45
Préstamos ^a	-0,14	0,40	0,52	-0,85	-2,36	1,13	-1,70	-0,36	-0,24	-1,82	-0,95	-0,49	-0,94	-0,10
Bonos	0,63	0,64	2,10	3,38	3,38	0,67	2,30	1,18	1,68	0,87	0,22	0,09	-0,87	-0,35
B. Inversión	0,65	1,23	1,35	2,09	2,40	1,84	2,98	3,77	3,07	3,77	3,32	3,26	2,07	1,54
Directa	0,48	0,76	0,82	0,65	1,45	1,52	2,32	3,16	3,42	4,22	3,47	3,29	2,01	1,54
Acciones	0,17	0,47	0,53	1,44	0,95	0,32	0,66	0,62	-0,35	-0,45	-0,15	-0,03	0,07	0,00
C. Otros	0,36	0,44	0,55	0,52	0,61	0,69	1,01	1,04	1,14	0,79	0,85	1,00	1,17	1,28
Renegociación de deuda, derechos de autor	0,02	0,04	0,03	0,02	0,02	0,05	0,06	0,05	0,05	0,05	0,05	0,04	0,06	0,06
Remesas de trabajadores	0,34	0,40	0,52	0,50	0,59	0,65	0,95	0,99	1,10	0,73	0,80	0,96	1,12	1,22
Total (A+B+C)	1,49	2,72	4,52	5,14	4,03	4,33	4,58	5,64	5,65	3,61	3,44	3,87	1,44	2,37
Total sin remesas	1,15	2,32	4,00	4,64	3,44	3,69	3,64	4,65	4,55	2,88	2,64	2,90	0,32	1,15

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información del Fondo Monetario Internacional (FMI).

^a Se utilizó el PIB en dólares a precios de 1995.

^b Incluye préstamos de bancos comerciales, banca multilateral y FMI.

Si bien los ciclos del comercio y de los términos de intercambio siguen incidiendo en las fluctuaciones experimentadas por las economías de la región, los flujos de financiamiento externo han sido en el último decenio, tal como se muestra en el capítulo 2, fundamentales en la determinación del ciclo económico (Ffrench-Davis 2003a; CEPAL, 2002a y 2003a). Las oscilaciones de los flujos de capitales, más que las modificaciones en los términos de intercambio, explican las variaciones observadas en los tipos de cambio reales de los países de la región. El impacto que tengan los choques de términos del intercambio o financieros sobre las economías depende del grado de apertura comercial de las mismas. Las variaciones de los precios de exportación e importación tendrán distintos efectos sobre la estructura productiva, según la importancia relativa de las importaciones respecto del PIB. Asimismo, una economía comercialmente más abierta debiera tener mayor capacidad para absorber las perturbaciones financieras, lo que se traduce en menores necesidades de ajuste de la demanda interna (Machinea, 2003).

La exposición a la volatilidad y el contagio asociados a las nuevas modalidades de financiamiento externo, se han transformado en la principal fuente de vulnerabilidad externa de las economías de la región. De hecho, la prima de riesgo de los bonos soberanos, que refleja la percepción que tienen los agentes financieros de la capacidad de los países para cumplir con sus obligaciones, se ha convertido en uno de los principales precios macroeconómicos.¹ La similitud observada en la evolución que muestra el riesgo soberano de distintos países de la región, en forma relativamente independiente de la solidez de sus fundamentos macroeconómicos, es una clara ilustración del fenómeno de choques exógenos y de contagio que han caracterizado a los mercados privados de capitales, tanto en los períodos de auge (contagio de optimismo) como de crisis (contagio de pesimismo). Este fenómeno se vio particularmente acentuado durante el auge de 1996-1997 y la posterior crisis asiática y rusa.

La volatilidad de los flujos externos ha dado origen a ciclos de crecimiento del PIB que en grado importante han contribuido, primero, a recuperaciones de la actividad económica, para luego ser interrumpidos por períodos de desaceleración o franca recesión. La consecuencia neta fue un crecimiento regional inestable y mediocre, dividido en dos grandes fases: una de crecimiento, entre 1990 y 1997, a ritmos en cualquier caso inferiores a los de las tres décadas previas a la crisis de la deuda (3,7% promedio anual entre 1990 y 1997 frente a 5,5% entre 1950 y 1980), y otra de fuerte desaceleración (1,7% promedio anual entre 1998 y 2003), que puede caracterizarse correctamente como una nueva media década perdida, ya que durante este período se aprecia una caída del PIB per cápita (véase el cuadro 3.2). La mitad de los países de la región ha contraído en el último lustro su producción por habitante y todos los procesos de recuperación del crecimiento económico de los años noventa se han detenido.

¹ Ello no quiere decir que los cambios en esta variable reflejen de manera adecuada la solidez de la economía. Las agencias calificadoras de riesgo han mostrado una tendencia procíclica en sus clasificaciones lo que las lleva a sobre o subvalorar el riesgo país.

Cuadro 3.2
AMÉRICA LATINA: CRECIMIENTO Y VOLATILIDAD, 1950-2003

	1950-1980	1980-2003	1990-2003	1990-1997	1998-2003
Crecimiento promedio del PIB					
Promedio simple	5,5	2,0	2,8	3,7	1,7
Promedio ponderado	4,8	1,9	2,4	3,2	1,3
Países grandes y medianos ^a	5,2	1,9	2,3	3,2	1,2
Países pequeños	4,5	2,1	3,1	3,8	2,2
Crecimiento promedio del PIB per cápita					
Promedio simple	2,7	0,1	0,7	1,4	-0,1
Promedio ponderado	2,1	0,3	1,1	2,3	-0,5
Países grandes y medianos	2,4	0,3	0,9	2,0	-0,7
Países pequeños	1,8	-0,1	0,6	1,0	0,2
Desviación estándar del crecimiento del PIB					
Promedio simple		1,9	1,5	1,1	1,2
Promedio ponderado		2,2	2,0	2,0	1,6
Países grandes y medianos		2,2	2,1	2,1	1,6
Países pequeños		2,3	1,6	1,2	1,7
Saldo de sector público					
Promedio simple	-1,5	-2,5	-1,8	-1,1	-2,7
Países grandes y medianos	-1,0	-2,0	-1,5	-1,0	-2,2
Países pequeños	-1,7	-2,8	-2,0	-1,3	-3,1
Inflación ^b					
Promedio simple	34,4 ^c	107,4	58,5	108,4	10,1
Países grandes y medianos	57,6 ^c	104,1	76,9	148,5	12,4
Países pequeños	17,2 ^c	91,6	40,0	69,8	8,3

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Notas: La muestra incluye 19 países: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haití, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela. Países grandes y medianos: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú y Venezuela. Los demás se consideran países pequeños.

^a Promedio ponderado.

^b Período 1971-1980, variación promedio del año. En adelante, variación diciembre/diciembre. Se incluye República Dominicana desde 1994.

^c Corresponde al promedio geométrico del período 1971-1980.

La sensibilidad del crecimiento económico a los flujos de capital puede atribuirse en parte al manejo de la política macroeconómica, de un marcado sesgo procíclico. Un rasgo particular del período de reformas ha sido el surgimiento de desequilibrios, asociados no solo a déficit públicos sino también a excesos de gasto privado, que se financian con endeudamiento externo (Stiglitz, 2003a; Ocampo, 2004; Marfán, 2000). En las dos últimas décadas, se ha observado que los importantes y crecientes déficit del sector privado que se generaron en algunos países terminaron en severas crisis financieras (Chile en 1982, México en 1994, las economías del Sudeste asiático en 1997). Dado que estas crisis ocurrieron en países que impusieron una fuerte disciplina fiscal, incluso junto a un banco central independiente comprometido con una meta inflacionaria, se puede concluir que estas dos condiciones no son suficientes para revertir un exceso de gasto privado. Dicho exceso normalmente va asociado a una percepción de éxito económico de los agentes nacionales e internacionales y, de hecho, suele ir acompañado de un considerable influjo de capitales. Una vez que el auge cesa, la economía está en una situación de mayor vulnerabilidad y pierde dinamismo, a menos que el sector público logre compensar a tiempo la exuberancia privada con prudencia pública. Ante un exceso de gasto privado, si el sector público no contrae el suyo, el crecimiento del PIB resulta superior al óptimo, con una percepción de la trayectoria futura del ingreso per cápita por encima de la real, lo que lleva a un tipo de cambio real revaluado y un

deterioro en el saldo de cuenta corriente, aumentando así la vulnerabilidad externa de la economía. Si, por el contrario, el gasto privado está “deprimido” y el sector público no lo compensa, el producto crecerá por debajo de su potencial y se generará un superávit de cuenta corriente superior al de equilibrio y una depreciación del tipo de cambio real. Si la autoridad económica no compensa adecuadamente los desequilibrios del sector privado, termina amplificando los ciclos económicos. El problema de economía política surge cuando la compensación de un exceso de gasto privado lleva a la necesidad de un aumento del superávit fiscal, sin que el sector público tenga asignado el papel de compensar el exceso de gasto privado (un ejemplo de ajuste del gasto público “compensatorio” es el caso de la economía chilena en el período 1994-2001 y la irlandesa en los años noventa).

2. La política fiscal y las finanzas públicas

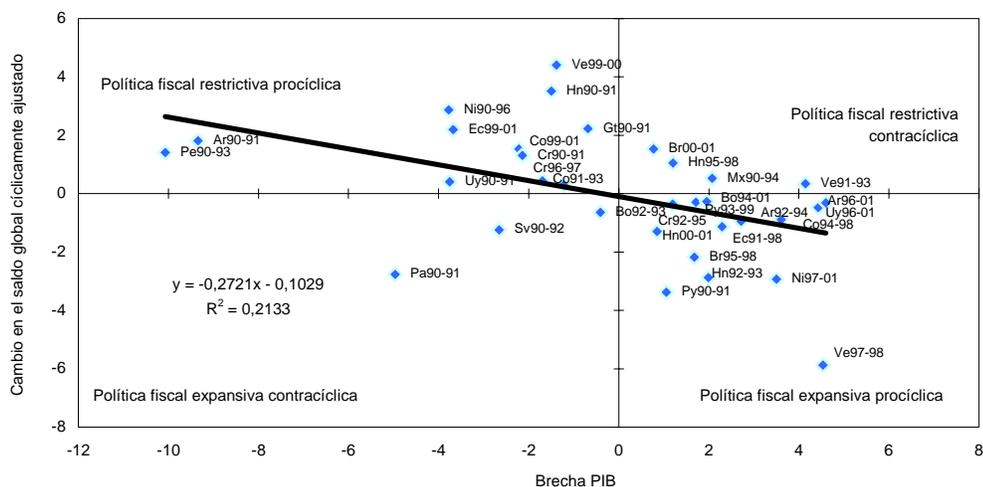
En general, la política fiscal ha actuado de manera procíclica, sirviendo de caja de resonancia de las fluctuaciones del gasto privado, y no ha contribuido a la estabilización macroeconómica a lo largo del ciclo. Junto con la sucesión de perturbaciones externas que se reflejan en menores ingresos fiscales y en un incremento del pago de intereses, las dificultades que se observan, para mantener cuentas fiscales equilibradas, son también la consecuencia de una acumulación de deuda pública, incluso en períodos caracterizados por un crecimiento del PIB superior al de tendencia.

Esto se aprecia al comparar los cambios en el saldo público cíclicamente ajustado con la brecha del PIB (véase el gráfico 3.1). El examen de 45 episodios de variación del saldo público global ajustado por el ciclo económico en economías de la región revela que 12 de ellos fueron neutros respecto del ciclo, en 25 casos la política fiscal tuvo un comportamiento procíclico, mientras que en sólo 8 casos se registró un comportamiento contracíclico.² Más precisamente, en 13 de los 17 casos en que el producto creció a un ritmo superior al de tendencia, el cambio en el saldo público cíclicamente ajustado fue negativo, lo que refleja una política fiscal expansiva. En cambio, cuando las economías han crecido a un ritmo inferior a la tendencia de mediano plazo, el cambio en el saldo público cíclicamente ajustado fue positivo en 12 de los 16 episodios correspondientes, como reflejo de una política fiscal restrictiva.³ Las conclusiones son similares cuando se analizan los cambios en el saldo público primario cíclicamente ajustado, aunque atenuadas, pues ciertamente el pago de intereses de la deuda tiene una correlación negativa con la brecha del PIB aún más alta que las restantes partidas presupuestarias (Martner y Tromben, 2004).

² Si los estabilizadores automáticos hubiesen operado simétricamente, es decir si las políticas hubiesen sido neutras en el conjunto del ciclo económico, los puntos debieran distribuirse a lo largo del eje de las abscisas. En el caso de políticas contra-cíclicas, los puntos debieran ubicarse en los cuadrantes superior derecho e inferior izquierdo. Si los puntos se concentran en los cuadrantes superior izquierdo e inferior derecho, la tendencia es a ejercer políticas procíclicas. Los episodios en que han existido pocas variaciones en el saldo cíclicamente ajustado aun con cambios significativos de la brecha del PIB son: Colombia (1999-2000), Chile (1992-1998), Bolivia (1994-2000), Brasil (1990-1994), Guatemala (1992-2000), El Salvador (1993-2000), México (1995-1997), Panamá (1992-2000), Paraguay (1993-1998), Perú (1994-2000) y República Dominicana (1990-1996 y 1997-2000) (Martner y Tromben, 2004).

³ En este caso, los países no tienen más remedio que ajustar en la mayoría de los casos, por lo que se trata más de un resultado que de una política.

Gráfico 3.1
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: FINANZAS PÚBLICAS PROCÍCLICAS, 1990-2000
 (Cambios en el saldo global cíclicamente ajustado y brecha del PIB)

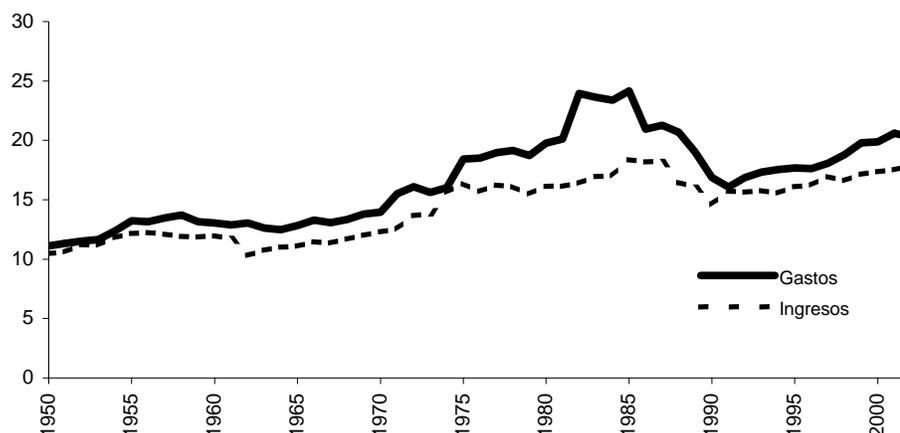


Fuente: Ricardo Martner y Varina Tromben, “La sostenibilidad de la deuda pública, el efecto bola de nieve y el ‘pecado original’”, *serie Gestión pública*, N° 46 (LC/L.2150-P/E), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), 2004. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.04.II.G.75.

La reactivación del crecimiento económico, a partir de los años noventa, sumada al diseño de mejores sistemas tributarios permitió una fuerte recuperación de los ingresos fiscales. Entre 1990 y 2002, 16 países de la región aumentaron la recaudación tributaria del gobierno central como proporción del PIB. Han sido especialmente notorios los aumentos de recaudación por concepto del Impuesto al Valor Agregado (IVA) y, en menor medida, de los impuestos directos. La recuperación de los ingresos fiscales facilitó, a su vez, la elevación del gasto público en más de tres puntos porcentuales del PIB, en promedio simple, a lo largo de los años noventa: de un 17,0% en 1990 a un 20,4% en 2002 (véase el gráfico 3.2). Estos mayores ingresos hicieron posible una recuperación del gasto público social, tendencia que fue más intensa en la primera mitad de la década de 1990 y fue atenuándose desde entonces.

La combinación de déficit públicos persistentes y un alto costo de financiamiento de la deuda ha dificultado la sostenibilidad de las cuentas fiscales en un buen número de países de la región. Las tasas de interés reales pagadas por la deuda pública fueron muy superiores a las del crecimiento económico, por lo que una proporción elevada y muchas veces creciente de los ingresos fiscales se ha destinado al pago de intereses.

Gráfico 3.2
AMÉRICA LATINA: INGRESOS Y GASTOS DEL GOBIERNO CENTRAL
(Promedio simple, 1950-2002, en porcentajes del PIB)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos propios y de la Oxford Latin American Economic History Database (OXLAD).

Nota: América Latina, promedio simple de los cocientes para los 19 países considerados: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela.

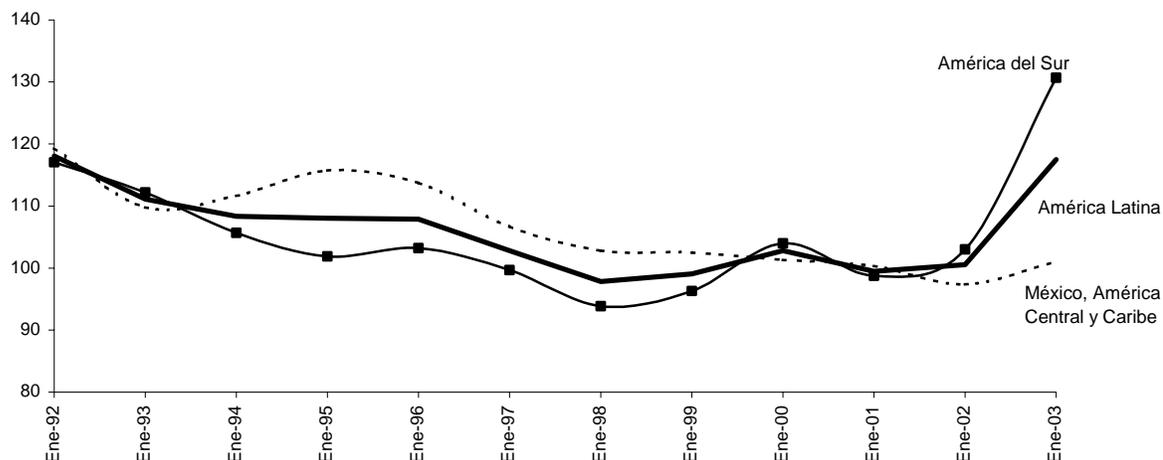
3. Política cambiaria y monetaria

Como ya se mencionó, el control de la inflación ha sido uno de los principales objetivos de la política macroeconómica en los últimos años, por lo cual el diseño e implementación de las políticas cambiarias y monetarias ha estado supeditado a su consecución.

El tipo de cambio nominal fue un componente significativo de las políticas antiinflacionarias. Desde 1990 se registró, en promedio para la región, una tendencia a la apreciación real de las monedas nacionales, que se prolongó hasta 1998 (véase el gráfico 3.5). Esta revaluación se tradujo en un alza de las importaciones y en elevados déficit de cuenta corriente, financiados por capitales externos. En oposición a los pronósticos optimistas de comienzos del decenio, la sobrevaluación se convirtió en el talón de Aquiles de las estrategias de estabilización cuando los flujos de capital externo disminuyeron. Las crisis de balanza de pagos experimentadas por Argentina a fines del 2001, Brasil al inicio de 1999 y México a fines de 1994 son ejemplos de este fenómeno (CEPAL, 2003a).

Al observar la trayectoria del tipo de cambio real es posible agrupar a los países de la región en dos subconjuntos: América del Sur, por una parte, y los países de Centroamérica, El Caribe y México, por otra (CEPAL, 2003a). Hasta 1998, en ambos grupos el tipo de cambio real mostraba una tendencia a la apreciación, aunque en niveles distintos. Entre 1999 y 2002, los países de América del Sur muestran depreciaciones significativas de sus monedas, alcanzando niveles muy superiores a los mostrados en los años noventa. Durante el 2003 se observa una ligera apreciación en la primera mitad del año que tiende a revertirse, parcialmente, a fines del año y comienzos del 2004. Para el conjunto de la región se observa entre 1999-2002 una estabilización del tipo de cambio real y, a partir del 2002, una depreciación y luego una estabilización a partir del 2003 (véase el gráfico 3.3).

Gráfico 3.3
AMÉRICA LATINA: TIPO DE CAMBIO REAL EFECTIVO
 (Base 2000=100)



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

Nota: El tipo de cambio real es el promedio del tipo de cambio real de importaciones y exportaciones, base 2000=100. Se utilizaron las cifras correspondientes a los promedios anuales. América del Sur comprende los siguientes países: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela. América Central, Caribe y México comprende: Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Jamaica, Nicaragua, Panamá, República Dominicana y México.

La adopción de los regímenes cambiarios ha estado influida no sólo por la necesidad de estabilizar los precios internos, sino también por la volatilidad de los flujos de capitales y las variaciones ocurridas en los términos del intercambio. Debido a estos dos últimos factores, los regímenes de tipo de cambio fijo o de banda cambiaria resultaron cada vez más costosos, dado lo cual la mayoría de los países se movió hacia regímenes de tipo de cambio flexibles (véase el cuadro 3.3).

A medida que los países pasaban a sistemas de tipo de cambio flexible, la política monetaria se focalizó en el control de la inflación. Varios países de la región han adoptado objetivos de inflación como el ancla nominal de sus economías; en consecuencia, un mayor número de Bancos Centrales han guiado sus políticas monetarias en función de estos objetivos (Mishkin y Schmidt-Hebbel, 2001). Como se aprecia en el cuadro 3.4, en el 2003 diez países de la región ya contaban con esquemas de metas de inflación o habían incorporado su intención de adoptarlos en sus acuerdos con el FMI.

Cuadro 3.3
AMÉRICA LATINA: REGÍMENES CAMBIARIOS, 1996-2003

Régimen	1996	1999	2000	2001	2002	2003
Dolarización	Panamá	Panamá	Panamá Ecuador	Panamá Ecuador	Panamá Ecuador El Salvador	Panamá Ecuador El Salvador
Caja de conversión	Argentina	Argentina	Argentina	Argentina		
Otros con paridad fija	El Salvador	El Salvador	El Salvador	El Salvador		Venezuela
Paridades móviles	Bolivia	Bolivia	Bolivia	Bolivia	Bolivia	Bolivia
	Costa Rica	Costa Rica	Costa Rica	Costa Rica	Costa Rica	Costa Rica
	Nicaragua	Nicaragua	Nicaragua	Nicaragua	Nicaragua	Nicaragua
Bandas móviles	Brasil	Colombia	Honduras	Honduras	Honduras	Honduras
	Colombia	Chile	Uruguay	Uruguay		
	Chile	Honduras	Venezuela	Venezuela		
	Ecuador	Uruguay				
	Honduras	Venezuela				
	Uruguay					
	Venezuela					
Flexible	Guatemala	Brasil	Brasil	Brasil	Argentina	Argentina
	Haití	Ecuador	Chile	Chile	Brasil	Brasil
	México	Guatemala	Colombia	Colombia	Chile	Chile
	Paraguay	Haití	Guatemala	Guatemala	Colombia	Colombia
	Perú	México	Haití	Haití	Guatemala	Guatemala
	R. Dominicana	Paraguay	México	México	Haití	Haití
		Perú	Paraguay	Paraguay	México	México
		R. Dominicana	Perú	Perú	Paraguay	Paraguay
			R. Dominicana	R. Dominicana	Perú	Perú
					R. Dominicana	R. Dominicana
					Uruguay	Uruguay
					Venezuela	Venezuela

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

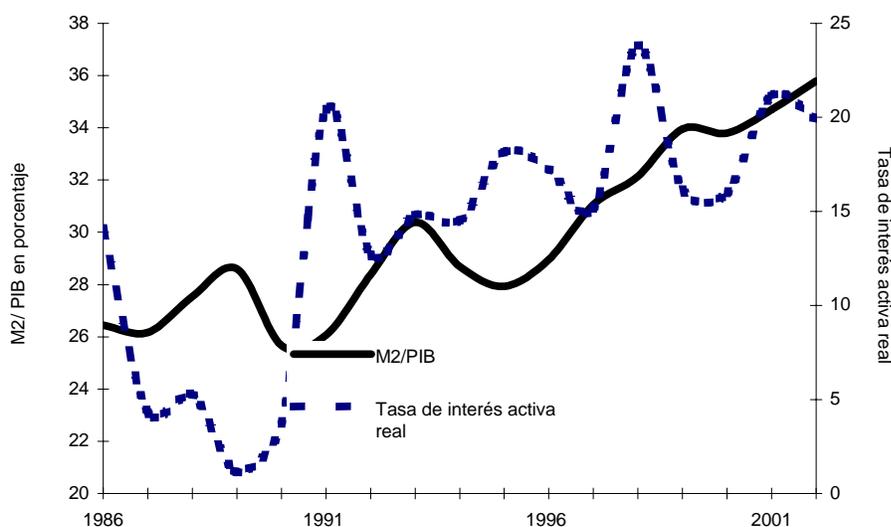
Cuadro 3.4
POLÍTICA MONETARIA EN AMÉRICA LATINA

País	Situación	Instrumento	Meta
Argentina	Evolución hacia un sistema de metas de inflación. Actualmente, metas de crecimiento de base monetaria	Base Monetaria aumentada por cuasi monedas	Inflación entre 4% y 7% (2004)
Brasil	Esquema de metas de inflación vigente	Tasa de política monetaria (SELIC)	Inflación 5,5% (desviación de +- 2,5%) (2004)
Chile	Esquema de metas de inflación vigente.	Tasa de política monetaria	Inflación en el centro de la banda 2%-4% (2004)
Colombia	Esquema de metas de inflación vigente	Tasa de repos de expansión	Inflación de 5,5% (2003)
Costa Rica	Paridad móvil ha aumentado la dolarización y se ha traducido en una pérdida de competitividad		Introducir esquema de metas de inflación
Guatemala	Esquema de metas de inflación vigente		
México	Esquema de metas de inflación vigente	Corto	El país hará esfuerzos por utilizar una tasa de interés objetivo (aumento de la transparencia)
Paraguay	Intención de adoptar una política monetaria basada en el control de agregados		
Perú	Esquema de metas de inflación vigente	Tasa de interés	Inflación 2,5% +- 1,5%
Uruguay	Evolución hacia un sistema de metas de inflación. Actualmente, metas de crecimiento de base monetaria	Base monetaria	

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Las autoridades monetarias adoptaron como principal instrumento la tasa de interés de política monetaria, la que influye directamente sobre la tasa de interés interbancaria, y a través de ésta sobre el costo del crédito, afectando la demanda de dinero y la composición de las carteras a través de la tasa de interés real. La reducción de las tasas de inflación llevaron a una remonetización de las economías, que se dio en un contexto de incrementos en la tasa real de colocación (véase el gráfico 3.4). Asimismo, se observa una expansión del crédito interno la cual estuvo respaldada, para el promedio de la región, por un aumento significativo de las reservas internacionales, cuyo crecimiento en los años noventa refleja el aumento de las entradas de capitales (véase el gráfico 3.5).

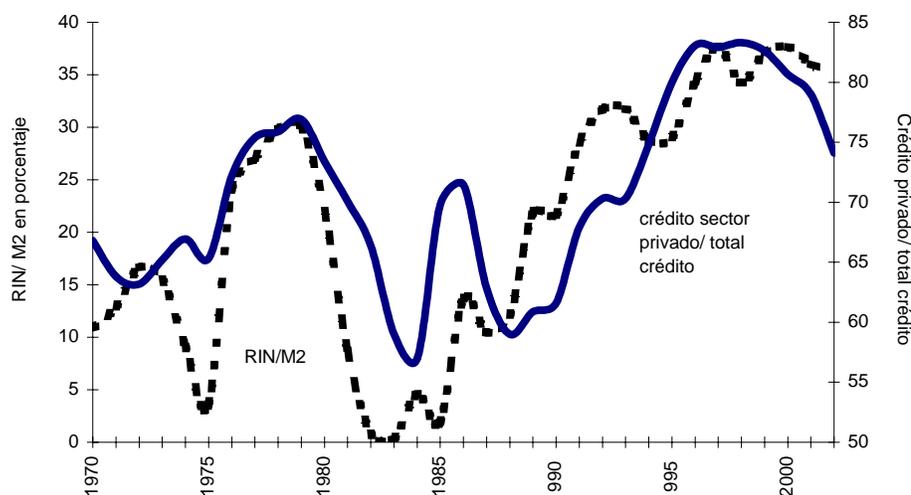
Gráfico 3.4
AMÉRICA LATINA: M2/PIB Y TASA DE INTERÉS ACTIVA REAL
(En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información del Fondo Monetario Internacional (FMI).

Nota: Para M2, se consideraron saldos a fin de período de los siguientes países: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, México, República Dominicana, Uruguay y Venezuela. Los datos del PIB provienen de las Estadísticas Financieras Internacionales (EFI). Para Venezuela en el 2002 se utilizó el dato correspondiente al 2001 y la variación del IPC y PIB del 2002. Para las tasas de interés activas reales, se deflactaron las tasas nominales por la variación del índice de precios al consumidor entre los meses de noviembre y diciembre anualizada. América Latina corresponde al promedio simple.

Gráfico 3.5
AMÉRICA LATINA: RIN/M2 Y CRÉDITO SECTOR PRIVADO/TOTAL
(En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información del Fondo Monetario Internacional (FMI).

Nota: Para M2, se consideraron saldos a fin de período de: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, México, República Dominicana, Uruguay y Venezuela. El dato de RIN corresponde a Activos Externos Netos del FMI. Para el crédito interno se utilizaron datos a fin de cada período del crédito otorgado por bancos comerciales y bancos centrales para los siguientes países: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Guatemala, Haití, Honduras, México, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela. América Latina es el promedio simple de los cocientes de los países anteriormente mencionados.

II. Desempeño de la inversión interna y el ahorro nacional

Existe una creciente preocupación por los efectos que la incertidumbre económica tiene sobre la inversión en capital físico. La dinámica de esta interrelación no está clara y aún no se ha logrado un consenso sobre su dirección y magnitud (Caballero, 1997; Chirinko, 1993). Sin embargo, existe evidencia analítica y empírica que sugiere que, en presencia de costos de ajustes asimétricos, lo que implica fenómenos de irreversibilidad y costos irrecuperables, la volatilidad de precios afecta negativamente la inversión (Pindyck, 1988). Dado que parte de la inversión en capital físico es irreversible, el inversionista tiende a posponerla cuando se enfrenta a un futuro demasiado incierto y difícil de predecir.

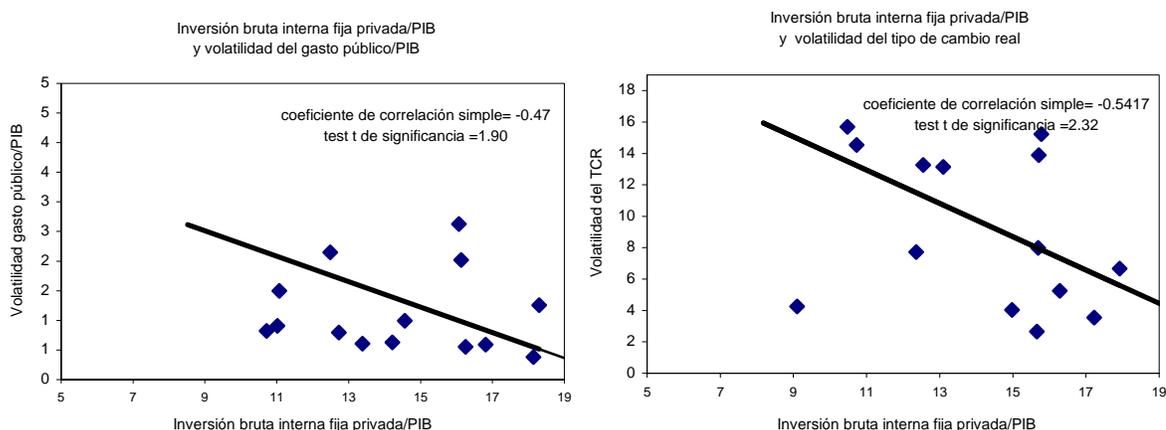
Empíricamente, diversos estudios tienden a constatar una relación negativa, aunque moderada, entre volatilidad macroeconómica e inversión privada (Pindyck y Solimano, 1993; Ramey y Ramey, 1995).⁴ Por su parte, Aizenman y Marion (1999), para una muestra de 46 países en desarrollo, encuentran una correlación negativa y ampliamente significativa entre diversos indicadores de volatilidad macroeconómica y la inversión privada. Esta correlación no se da cuando se incorpora la inversión pública. De hecho, la inversión pública aparece positivamente

⁴ Si bien volatilidad e incertidumbre son fenómenos diferentes, la primera es un buen indicador de la segunda. La volatilidad se refiere a la tendencia de una variable a fluctuar, la incertidumbre se relaciona con las dificultades para predecir las fluctuaciones, esto es, cuando las fluctuaciones son impredecibles. En la práctica es sumamente difícil predecir las fluctuaciones. De ahí que la volatilidad sea un buen indicador de la incertidumbre.

correlacionada con los indicadores de volatilidad, lo que sugiere un comportamiento anticíclico. Los coeficientes de correlación estimados para la inversión privada son robustos y fluctúan entre -0,44 cuando el indicador de volatilidad se aproxima por la evolución del gasto público sobre el PIB, -0,46 cuando se utiliza la tasa de crecimiento del dinero y -0,34 cuando se utiliza el tipo de cambio real.

En el contexto de la región, para la década de 1990 y una muestra de 13 países, se observa una correlación negativa entre la volatilidad macroeconómica y la inversión privada como porcentaje del PIB (véase el gráfico 3.6). Los indicadores de volatilidad se construyen sobre la base de la trayectoria (desviación promedio) del tipo de cambio real y de los déficit o superávit fiscales. En el primer caso el coeficiente de correlación simple obtenido es de -0,54 y en el segundo es de -0,47.

Gráfico 3.6
AMÉRICA LATINA: INVERSIÓN BRUTA INTERNA FIJA PRIVADA Y VOLATILIDAD,
1990-2003



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos propios y de la Corporación Financiera Internacional (CFI).

Nota: En cada año, la volatilidad del Gasto Público/PIB y del TCR se calcula como la desviación media. Se utilizaron 15 países: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, México, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela, que representan más del 96% del PIB regional.

La volatilidad no solo afectó negativamente el nivel del crecimiento sino también la trayectoria de la inversión y por lo tanto el desarrollo productivo y la evolución de la productividad. En efecto, a pesar de que el contexto externo más favorable que enmarcó la fase de auge de los años noventa permitió una recuperación de la inversión a precios corrientes a partir de 1992, ésta, en términos de producto, se mantuvo en niveles cercanos a las tasas alcanzadas en los años setenta y muy por debajo de las tasas de inversión de los países asiáticos (véase el cuadro 3.5).

Cuadro 3.5
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: INVERSIÓN BRUTA INTERNA FIJA
(Como porcentajes del PIB)

	Años setenta	Años ochenta	Años noventa	2000-2003	1990-2003
Argentina	21,0	14,0	17,8	14,6	16,9
Bolivia	15,9	12,4	17,3	15,3	16,8
Brasil	24,1	18,3	20,2	18,8	19,8
Chile	11,5	14,6	22,6	22,0	22,4
Colombia	18,7	16,4	18,6	14,9	17,5
Costa Rica	22,7	18,9	18,9	19,6	19,1
Ecuador	17,4	17,1	18,1	18,5	18,2
El Salvador	17,0	13,3	16,3	17,4	16,6
Guatemala	13,6	14,5	14,8	16,8	15,4
Haití	10,5	19,0	22,9	34,2	26,1
Honduras	21,4	17,4	25,4	25,3	25,4
México	20,1	19,2	20,1	21,7	20,6
Nicaragua	15,9	18,4	24,6	28,1	25,6
Panamá	24,0	19,7	22,3	26,5	23,5
Paraguay	21,5	22,2	22,3	16,3	20,6
Perú	15,7	19,9	20,8	18,4	20,1
República Dominicana	21,9	21,1	24,6	27,7	25,5
Uruguay	12,2	13,3	13,4	10,5	12,6
Venezuela	31,6	22,0	17,3	13,4	16,2
América Latina					
Promedio ponderado ^a	21,4	18,1	19,7	18,8	19,4
Promedio simple ^b	18,8	17,4	19,9	20,0	19,9
Mediana	18,7	18,3	20,1	18,5	19,8
Sudeste asiático ^c					
Promedio simple ^d	24,6	28,4	31,1	22,5	29,1
Mediana	24,2	28,2	33,0	23,6	30,8

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Datos anuales. Para 1970-1979: dólares de 1970, 1980-1989: dólares de 1980 y en adelante dólares de 1995. En todos los casos se usaron las cifras de PIB a precios de mercado, salvo 1971 y 1972, en que no hay datos y se calcularon los coeficientes utilizando las cifras en valores constantes en las respectivas monedas.

^a El promedio ponderado resulta del total de la inversión bruta interna fija sobre el PIB, en millones de dólares constantes.

^b El promedio simple resulta de promediar las variaciones de los diferentes países para el mismo período.

^c Para el Sudeste asiático no se dispone de datos correspondientes al año 2003.

^d Países considerados: Indonesia, Malasia, Pakistán, República de Corea, Singapur y Tailandia.

Datos calculados sobre la base de cifras en moneda nacional corriente, fuente FMI.

Los aumentos de inversión durante los años noventa se materializaron en aumentos de la productividad del capital, pero no se concretaron en un aumento de la productividad de la mano de obra en la región, con las importantes excepciones de Argentina y Chile. Por lo tanto, en promedio, el ritmo de crecimiento de la productividad total de los factores durante 1990-2002 fue inferior al registrado entre 1950 y 1980 (véase el capítulo 2).

Al igual que la inversión, el ahorro nacional muestra una evolución mediocre, ya que aumentó apenas dos puntos porcentuales del PIB entre 1990 y 2002, alcanzando un 17% del PIB. En el mismo período, los países del Sudeste asiático mostraron cifras de ahorro que bordeaban, en promedio, el 30% del PIB (véase el cuadro 3.6). El magro desempeño se debió en parte a la caída del ahorro del sector público que, si bien mejoró en varios países en la primera mitad del período, posteriormente se deterioró. El ahorro privado tampoco mostró mejoras significativas, tanto por la canalización del crédito interno hacia el consumo como por la importante sustitución de ahorro

interno por ahorro externo que acompañó al mayor ingreso de capitales (CEPAL, 2003a; Titelman y Uthoff, 1997).

Cuadro 3.6
AHORRO NACIONAL/PIB

País	1980	1985	1990	1995	1998	1999	2000	2001	2002
Argentina	24,0	16,5	17,2	15,9	15,0	13,8	13,1	12,5	19,4
Bolivia	14,6	12,5	8,0	10,4	15,8	12,9	11,9	9,3	9,4
Brasil	18,6	20,3	19,3	19,7	16,9	15,4	17,4	16,6	17,3
Chile	13,9	8,7	23,6	22,0	22,7	26,5	19,8	20,7	21,1
Colombia	18,5	13,9	19,9	20,8	14,4	13,5	13,9	12,8	12,9
Costa Rica	12,8	18,5	18,7	15,2	16,8	12,8	12,2	13,7	16,4
Ecuador	20,7	18,6	14,1	13,1	14,0	19,6	23,5	22,0	16,5
El Salvador	14,2	7,3	8,1	17,3	16,8	14,4	13,6	14,7	15,5
Guatemala	13,8	9,3	10,6	11,6	12,3	11,8	12,3	12,6	12,5
Haití	10,6	11,9	19,1	25,5	26,3	26,2	25,1	22,9	25,4
Honduras	12,4	8,8	16,9	27,1	28,5	30,2	26,6	25,4	23,9
México	21,8	21,6	20,3	19,4	20,5	20,6	20,4	17,8	18,5
Nicaragua	-41,6	-28,8	-26,8	-17,9	-5,9	-6,1	-2,8	-5,2	3,7
Panamá	19,5	16,6	20,8	24,3	21,2	20,5	21,5	24,1	22,0
Paraguay	22,5	16,4	19,6	22,9	21,0	20,9	19,4	16,6	17,5
Perú	27,0	22,2	17,2	17,2	17,2	18,0	17,1	16,4	16,3
República Dominicana	14,0	15,2	19,4	17,9	21,3	21,8	18,8	19,8	18,6
Uruguay	10,3	10,0	14,1	14,8	13,1	13,5	12,3	11,2	13,1
Venezuela	32,7	23,9	27,3	20,7	18,5	21,5	28,0	23,2	21,2
América Latina	14,8	12,8	15,1	16,7	17,2	17,3	17,1	16,2	16,9
República de Corea			36,0	37,0	21,0	35,4	33,5	31,5	33,5
India			23,4		24,0	23,1	23,4	24,0	25,0
Pakistán			13,6			11,5	14,1	15,0	16,1
Sri Lanka			15,3			23,7	21,6	20,3	20,5
Indonesia			33,7	31,9	25,0		34,6	29,2	20,8
Malasia			27,1	43,5	34,2	38,2	36,2	32,0	31,8
Filipinas			18,2	22,2	20,2	29,2	29,7	23,9	24,6
Singapur			46,6	33,7	32,0	51,9	48,8	45,2	44,6
Tailandia			32,1	41,6	26,0	30,7	30,3	29,4	29,0
Sudeste asiático			31,5	31,3	23,0	28,0	32,9	30,4	29,3
Asia			27,3	35,0	26,1	30,5	30,2	27,8	27,3

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información propia y del Fondo Monetario Internacional (FMI), series a precios corrientes.

Nota: Promedios simples. Sudeste asiático incluye: Indonesia, Malasia, Pakistán, República de Corea, Singapur y Tailandia. Asia incluye, además del Sudeste asiático, a India, Sri Lanka y Filipinas.

Ante el comportamiento del ahorro nacional en la región, los incrementos de los coeficientes de inversión durante los años noventa respondieron significativamente a la mayor disponibilidad de ahorro externo que, medido a precios constantes, creció hasta llegar en 1998 a niveles históricamente muy altos (5% del PIB), sin otro precedente que el año 1981. En 1998 este aporte permitió financiar más del 20% de la inversión fija, que ascendió al 22,7% del producto. En comparación, el ahorro externo en 1990 sólo representó el 0,2% del PIB, medido en dólares constantes de 1995, y contribuyó de manera marginal al financiamiento de la formación bruta de capital fijo, que ese año sólo representó el 16,5% del PIB.⁵ Dado que los flujos de capital externos han mostrado un comportamiento inestable, la necesidad de recurrir al ahorro externo para financiar

⁵ Recuérdese que el ahorro externo calculado a precios constantes suele diferir del resultado obtenido en precios corrientes a partir del déficit corriente de la balanza de pagos.

los aumentos de inversión ha sido fuente de volatilidad y vulnerabilidad. En este sentido, a pesar de los efectos positivos del ahorro externo, es aconsejable recurrir más al ahorro interno para financiar la inversión y el crecimiento y para reducir la volatilidad macroeconómica.

Aumentar el ahorro nacional no es una tarea fácil y aún existe un intenso debate en relación a sus determinantes y las recomendaciones de políticas para promover un comportamiento más proclive al ahorro. En toda recomendación de política se debe distinguir entre el ahorro de las empresas, las familias y el sector público. Como se verá más adelante, el ahorro público es un elemento central del ahorro nacional y debe constituir la base de una política macroeconómica contracíclica.

Con relación al ahorro privado, de la experiencia de los países asiáticos se desprende que la reinversión de utilidades por parte de las empresas es clave para explicar las altas tasas de ahorro de estos países (Akyuz y Gore, 1996). El financiamiento de las empresas se origina en fuentes internas (utilidades y fondos de depreciación) y externas (deuda, acciones, bonos). La opción por una u otra forma de financiamiento depende de la estructura tributaria. Si los impuestos a las utilidades reinvertidas son bajos, éstas pasarán a ser una gran fuente de ahorro. En el corto plazo, la reinversión de utilidades representa un menor flujo de dividendos a los propietarios. Sin embargo, esto se compensa por el aumento del valor de mercado de las empresas, producto del mayor volumen de utilidades reinvertidas.⁶

La tributación sobre base de dividendos retirados debe ser homogénea a través de los distintos sectores productivos. De lo contrario, la superposición de esquemas tributarios genera el riesgo de perder volúmenes significativos de recaudación, en la medida que sea factible concentrar las utilidades en sectores con sistemas de base retirada y los retiros de utilidades en sectores sujetos a esquemas de impuestos tradicionales o sobre la base de rentas presuntas y, de esta manera, trasladar las utilidades y la liquidez mediante precios de transferencia. Asimismo, el sistema basado en los dividendos retirados requiere de instituciones tributarias fuertes, con amplia capacidad fiscalizadora, y parece una estrategia menos recomendable en los países que presentan una elevada erosión tributaria (Ocampo, Bajraj y Martin, 2001).

Para promover el ahorro de las familias, los mecanismos de ahorro forzoso han resultado instrumentos relativamente efectivos. El más obvio es el ahorro previsional, destinado a financiar pensiones de vejez, viudez e invalidez. Para que los sistemas previsionales contribuyan positivamente al ahorro nacional deben estar financiados, de lo contrario, se generan efectos adversos. Un sistema deficitario implica trasladar recursos de otros usos para cubrir los pagos de pensiones, lo que actúa en detrimento de la capacidad de financiar la inversión. Sin perjuicio de los componentes solidarios que todo sistema de pensiones debe contener, es preciso evitar los eventuales déficit previsionales, porque en ese caso el mayor ahorro privado se compensa con el menor ahorro público.

Desde la perspectiva del ahorro nacional, no hay mayor diferencia entre un sistema de reparto y uno de capitalización individual, siempre y cuando ambos estén financieramente equilibrados. Por esto, los factores más determinantes, desde el punto de vista del ahorro, son las tasas de cotización, la cobertura del sistema, la edad de jubilación, los costos de administración, los seguros estatales asociados a las pensiones y, en el caso de los sistemas de reparto, las tasas de reemplazo. Cabe reconocer, independientemente de consideraciones previsionales, que los esquemas de capitalización individual tienen la ventaja de estimular un mayor desarrollo de los mercados de capitales nacionales, en tanto su operación y funcionamiento requiere de estos mercados.

Aparte del ahorro previsional, una forma de estimular el ahorro personal y familiar es la que considera el ahorro para fines específicos e identificables. El ahorro para vivienda y educación,

⁶ Para mantener la recaudación fiscal, es preciso compensar la reducción de los impuestos a las utilidades reinvertidas con el aumento de los impuestos a las utilidades distribuidas.

particularmente educación superior, pueden ser objetos de subsidios focalizados. Estos subsidios pueden asignarse sobre la base de puntajes que recompensen el ahorro previo, y deben estar vinculados con el ingreso y condiciones de vida de las familias. Los subsidios se realizan cuando se adquiere la vivienda o se accede a la educación superior, según los ejemplos señalados. Aún cuando este tipo de estímulos también adolece de filtraciones, estas son menores que en los estímulos generales a la propiedad de activos (Held, 2000).

Otra forma de estimular el ahorro familiar es a través de los sistemas de seguro y reaseguro. Estos mecanismos son una forma de ahorro para protegerse de imprevistos e incertidumbre. Un ejemplo son los seguros de vida y de salud. Similar es el caso de los seguros de invalidez asociados a las pensiones y los seguros de desempleo total o parcialmente autofinanciados. La contratación de este tipo de seguros puede promoverse mediante estímulos tributarios a su adquisición grupal o individual (Ocampo, Bajraj y Martin, 2001).

III. Mercados financieros

La estrecha vinculación entre los ciclos económicos, la inversión y la evolución de los mercados financieros puede entenderse a la luz de los efectos asociados al acelerador financiero (Bernanke, Gertler y Gilchrist, 1998; Aoki, Proudman y Vlieghe, 2002). La dinámica de los mercados de crédito puede atenuar o amplificar el efecto macroeconómico de las perturbaciones internas o externas, afectando la capacidad de la política macroeconómica para suavizar las fluctuaciones económicas. La experiencia de la región muestra que los aumentos en las entradas de capitales han estado acompañados de una excesiva expansión del crédito interno y de la liquidez. Contrariamente, una caída en los flujos externos de capital ha llevado a una exagerada contracción de estas variables. Mientras la integración financiera ha suavizado los ciclos de consumo en los países desarrollados, en las economías en desarrollo se ha producido el efecto inverso (Fanelli, 2000; Prasad y otros, 2003). Así, los mecanismos financieros han tendido a acentuar tanto los períodos de auge como la severidad de las recesiones (CEPAL, 2002a).

Un mecanismo financiero que opera directamente sobre el financiamiento de la inversión responde a la relación entre el costo que debe pagar la empresa por financiarse en los mercados de créditos y el valor de sus activos netos (definido como el valor de los activos líquidos y no líquidos (colaterales) de la empresa, menos sus obligaciones). El costo del crédito está negativamente relacionado con el valor neto de los activos del deudor, lo que se refleja en el valor de los colaterales. Cuanto mayor sea este último, menor será la tasa de interés. Durante la fase negativa del ciclo económico, el valor de los activos tiende a caer lo que deteriora el valor de los colaterales y encarece aún más el costo de financiamiento debido a los aumentos en la tasa de interés. Este comportamiento magnifica el impacto de las perturbaciones negativas sobre la disponibilidad de financiamiento para la inversión y el crecimiento. En contextos de mercados poco desarrollados y altamente segmentados, como los que caracterizan a la región, estos mecanismos tienden a acentuarse, haciendo que el sector financiero amplifique los efectos positivos o negativos de diversas perturbaciones contribuyendo a la volatilidad del ciclo económico, con implicaciones negativas para la inversión y el desarrollo productivo.

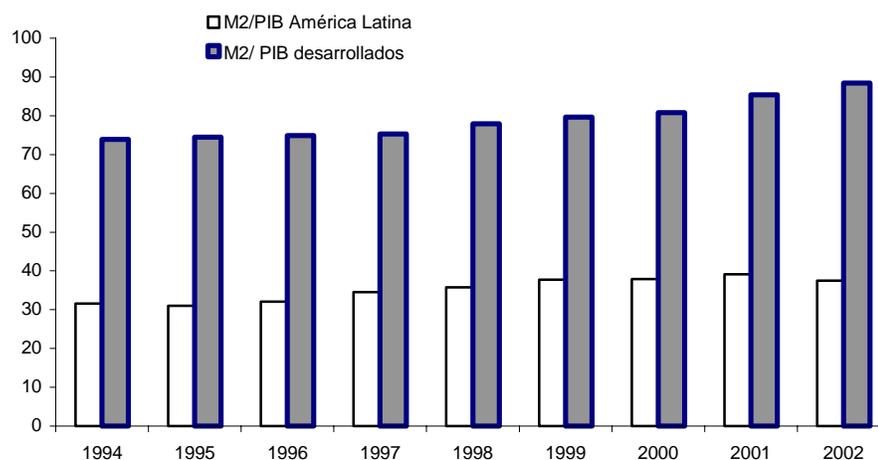
La evidencia empírica sugiere una correlación positiva entre la intermediación financiera y la tasa de crecimiento de los países (Rousseau, 2002; King y Levine, 1993; Neusser y Kugler, 1998; Mullineux y Murinde, 2001). Sin embargo, la sola profundización financiera no resuelve el problema de exclusión de significativos sectores de la estructura productiva, ni apoya el surgimiento del financiamiento de largo plazo (Dymski, 2003). Para apoyar el desarrollo productivo, los sistemas financieros deben contar con instrumentos de intermediación que reconozcan la heterogeneidad productiva de la región y por ende la diversidad en los riesgos financieros y económicos que ella conlleva. En este sentido, una intermediación financiera eficiente requiere, reflejar el “verdadero” costo de oportunidad de los recursos, en función de la rentabilidad esperada

de los proyectos que se financian, mejorar el acceso de sectores tradicionalmente excluidos, como la pequeña y mediana empresa, y de emprendedores sin historial crediticio, pero con proyectos innovadores, y promover el financiamiento de largo plazo.

1. Evolución del sistema financiero

Como ya se mencionó, en los años noventa las economías de la región experimentaron un aumento de la demanda por dinero y una expansión del crédito interno, lo que se reflejó en una mayor profundización financiera. Como se observa en el gráfico 3.7, el coeficiente de M2/PIB muestra una tendencia creciente, al igual que en los países desarrollados. Sin embargo, al compararse con estos últimos, la región aún registra tasas relativamente bajas. La expansión de los sistemas financieros refleja el hecho de que las reformas de estos sistemas tuvieron un papel privilegiado dentro de los procesos de reformas económicas. En general, la mayoría de los países redujeron los niveles de encaje y eliminaron los controles de las tasas de interés. Asimismo, contribuyeron positivamente las menores tasas de inflación, las mejoras en la regulación y supervisión financiera, los avances en la adopción de estándares contables internacionales, la mayor libertad en la entrada de nuevos inversionistas internacionales y el surgimiento de inversionistas institucionales.

Gráfico 3.7
AMÉRICA LATINA: PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA (M2/PIB)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información del Fondo Monetario Internacional (FMI) y Banco Mundial, *World Development Indicators*, varios números.

Nota: Saldo a fin de período. América Latina comprende: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela. Los países desarrollados comprenden: Estados Unidos, Japón y Canadá. Promedios simples en ambos casos.

El crecimiento de la actividad financiera no se reflejó necesariamente en un mayor desarrollo financiero en las economías de la región, entendiéndose por este último el surgimiento y fortalecimiento de instrumentos de intermediación financiera en beneficio de la inversión productiva. En general, en los países la acumulación de ahorro financiero no se tradujo en aumentos proporcionales al financiamiento de la inversión, sino que se canalizó de manera importante al

financiamiento del consumo y, además, generó burbujas especulativas en los precios de los activos, provocando una fragilidad financiera que amplificó los efectos de las restricciones de financiamiento externo que enfrentaron varios países de la región durante los años ochenta, noventa e inicios del 2000.⁷

El historial inflacionario, junto con las dificultades para ejercer los derechos de propiedad, son dos elementos que tradicionalmente han trabado los procesos de expansión financiera en las economías de la región. En la medida que las decisiones financieras son esencialmente intertemporales, el nivel, la volatilidad y las expectativas inflacionarias han sido factores que, en ausencia de mecanismos de indización, han dificultado el desarrollo financiero en la región. Los avances en la integración financiera, unidos a problemas de credibilidad sobre la trayectoria inflacionaria y cambiaria en los países, condujeron en los años noventa a un proceso de dolarización financiera, el cual ha implicado un crecimiento en la tenencia, en los mercados financieros locales, de activos financieros denominados en moneda extranjera, lo que, a falta de instrumentos de cobertura de riesgos, ha debilitado los sistemas financieros nacionales.⁸

Respecto del total de depósitos del sistema bancario, hay un gran número de economías que se encuentran financieramente dolarizadas, fenómeno que a partir de mediados de los años noventa registra una tendencia creciente. Entre estas economías destacan Argentina hasta la crisis, Bolivia, Costa Rica, Perú, Paraguay y Uruguay, alcanzando un nivel de depósitos bancarios en moneda extranjera entre el 60% y el 90% del total de depósitos (véase el cuadro 3.7).

La preferencia de los agentes económicos por mantener activos o pasivos financieros en dólares está estrechamente vinculada al nivel y volatilidad de la inflación y a la percepción de los agentes económicos sobre la trayectoria futura de ésta, en tanto la dolarización es una forma de protección contra la pérdida del valor real de los ahorros.⁹ En la medida que la volatilidad esperada del tipo de cambio real sea menor que la volatilidad esperada de la inflación interna, los agentes económicos tenderán a dolarizarse (Nicoló, Honohan e Ize, 2003).

Mientras más dolarizados están los sistemas financieros, están más expuestos a crisis, ante cambios en los precios relativos. El principal riesgo proviene de los efectos negativos de una devaluación, en presencia del descalce de monedas que se produce entre activos y pasivos en el sector de los no transables producto de la dolarización. Los descalces de moneda afectan la solvencia de los bancos de manera directa o indirecta, en tanto debilitan la calidad y rentabilidad de las carteras que éstos mantienen en dólares. Esto se ve aumentado en la medida que los sistemas financieros fuertemente dolarizados utilizan diferentes monedas para las transacciones financieras (dólar) y las transacciones reales (moneda local), magnificando así los efectos negativos de una devaluación. Cuando las empresas que producen y venden en el mercado local se endeudan en dólares, aumentan su fragilidad ante una devaluación de la moneda, lo que repercute en la cartera de los bancos. Por otra parte, la dolarización de activos implica mayor vulnerabilidad ante riesgos sistémicos, lo que puede promover corridas bancarias y generar problemas de liquidez. Además, la dolarización restringe los grados de libertad de la política monetaria y cambiaria esenciales para sostener equilibrios macroeconómicos reales, los que son funcionales para el desarrollo productivo.

⁷ Un ejemplo de ello fue la crisis de los países del Cono Sur (Argentina, Chile y Uruguay) en 1981-1982. El colapso del sistema financiero tuvo un fuerte impacto sobre el período recesivo que siguió a la crisis de la deuda.

⁸ Es posible distinguir tres formas de dolarización parcial o de facto: dolarización de pagos (sustitución de monedas), donde los residentes de un país utilizan la moneda extranjera como medio de pago; la dolarización financiera (sustitución de activos), donde los residentes mantienen localmente activos y pasivos en moneda extranjera, y dolarización real, que se refiere a la indización de los precios internos de acuerdo con una moneda extranjera.

⁹ Por cierto existen otros factores que influyen en las decisiones de dolarización de activos y que tienen que ver con los marcos regulatorios sobre tenencia de divisas, la percepción de riesgo del sistema financiero y la economía en su conjunto, la política cambiaria y otros factores institucionales.

Cuadro 3.7
**AMÉRICA LATINA: DEPÓSITOS EN MONEDA EXTRANJERA RESPECTO DEL
 TOTAL DE DEPÓSITOS**

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Argentina														43,0	49,2	52,9	52,6	50,6	53,0	56,4	59,7	71,0	
Bolivia					0,9	32,1	54,5	67,8	73,9	81,4	81,6	80,7	81,2	81,4	78,5	78,3	91,6	91,7	91,9	92,6	92,1	90,8	91,0
Chile											19,5	17,6	12,3	12,3	9,4	7,2	5,3	4,4	7,4	10,4	11,4	13,7	12,6
Costa Rica								37,0	40,3	43,4	40,1	49,1	41,7	37,1	37,7	44,6	44,3	49,6	52,9	54,6	54,8	58,8	59,7
Ecuador									4,7	5,9	4,8	5,0	7,7	8,9	11,8	19,8	23,2	30,8	37,3	52,4	100,0	100,0	100,0
El Salvador										9,0	7,2	4,0	5,9	4,3	5,5	6,0	7,2	8,3	8,4	8,9	8,9		100,0
Honduras	6,0	4,9	4,1	3,3	2,5	2,6	2,7	2,3	1,4	1,0	1,9	3,4	5,9	11,5	16,5	19,4	29,6	24,0	25,1	26,0	26,6	30,8	32,0
México						4,6	7,4	8,7				6,0	3,8	5,0		6,4	6,8	5,3	6,0	6,9	8,6	9,9	9,6
Nicaragua	2,4	2,6	1,8	1,0	0,8	0,7	0,5	0,1	11,9	30,3	46,2	41,3	46,9	58,4	59,0	64,9	68,6	68,2	71,3	70,1	72,0	73,7	76,7
Paraguay									5,2	29,1	37,7	40,2	47,8	55,5	49,4	42,3	44,3	46,9	57,6	63,1	64,2	66,7	68,0
Perú													80,8	79,7	74,1	72,5	74,9	72,6	76,5	77,3	76,9	74,3	73,2
Uruguay	38,2	48,8	64,2	61,1	66,7	59,5	65,9	66,1	69,2	75,8	79,1	78,1	76,9	74,8	77,5	75,6	77,2	79,3	80,2	81,8	82,5	85,1	90,4

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos del Fondo Monetario Internacional (FMI), y los bancos centrales.

Nota: Saldos a fin de período.

Para incentivar el uso de monedas locales en los procesos de intermediación y así estimular el desarrollo financiero, se requiere mantener tasas de inflación bajas y estables. Sin embargo, teniendo en cuenta la historia inflacionaria de la región, hay un período (relativamente largo) de transición donde la indización es primordial para fomentar el uso de las monedas locales. En este sentido, la utilización de una unidad de cuenta indizada es un instrumento fundamental para estimular el desarrollo financiero y, en particular, el financiamiento de largo plazo. En la medida que esta unidad de cuenta permite una protección efectiva contra el riesgo inflacionario, desincentiva el uso del dólar y promueve el endeudamiento en moneda local indizada. La experiencia de los países con instrumentos de indización de uso generalizado así lo demuestra. En el cuadro 3.8 se contrastan los casos de Argentina, Chile y Uruguay. En el caso chileno, que cuenta con una moneda indizada de uso universal y creíble, la mayoría de los créditos financieros, al igual que los depósitos, se generan en esta moneda, siendo el segmento dolarizado relativamente pequeño. En contraste en Argentina y Uruguay, que no disponían de mecanismos de indización generalizados, entre el 60% y el 70% del crédito, en el primer caso, y entre el 80% y el 90%, en el segundo, era intermediado en moneda extranjera. Además de la indización, el mantener mayores encajes para los depósitos en dólares y elevar los requerimientos de provisión para los préstamos en esa moneda al sector de no transables son mecanismos que ayudan a desincentivar el uso de moneda extranjera en las transacciones financieras nacionales.

Cuadro 3.8
COLOCACIONES EN MONEDA NACIONAL, REAJUSTABLE Y EXTRANJERA
(Como porcentajes del total)

Chile	Porcentaje de las colocaciones efectivas y letras de crédito		
	Moneda reajutable	Moneda nacional	Moneda extranjera
1995	51,3	25,2	23,5
1999	60,8	21,3	17,9
2000	59,9	21,5	18,6
2001	56,3	24,1	19,6
2002	53,4	29,5	17,1
Uruguay	Porcentaje de las colocaciones efectivas		
1995		18,6	81,4
1999		15,8	84,2
2000		15,6	84,4
2001		12,7	87,3
2002		7,3	92,7
Argentina	Porcentaje de las colocaciones efectivas		
1995			
1999		37,3	62,7
2000		31,5	68,5
2001		18,1	81,9
2002		92,7	7,3

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos de los bancos centrales.

La tenencia de activos locales en moneda extranjera no es la única forma de dolarización que afecta a los países de la región. Tal como para otras economías en desarrollo y emergentes, es muy difícil emitir títulos soberanos de deuda en moneda local en los mercados financieros internacionales. El hecho de que la acumulación de deuda externa esté denominada principalmente en moneda extranjera (el pecado original en la terminología de Eichengreen, Hausmann y Panizza, 2003) genera descalces de monedas en las hojas de balance agregadas de las economías. Estos descalces suelen estar asociados con una mayor volatilidad en la trayectoria del PIB y de los flujos de capital, así como peores calificaciones de riesgo y mayores dificultades para el manejo de la

política monetaria y cambiaria. Las dificultades para emitir deuda externa en moneda local se originan no solo en las deficiencias institucionales y económicas internas, sino también en la desconfianza y reticencia de los inversionistas internacionales para invertir en papeles de deuda denominados en monedas de estos países.

Como una forma de posibilitar la emisión de deuda externa en moneda local por parte de los países emergentes, Eichengreen, Hausmann y Panizza (2003) proponen la creación y colocación de un nuevo instrumento financiero que cuente con el apoyo de los organismos financieros multilaterales (por ejemplo, el Banco Mundial o el Banco Interamericano de Desarrollo). Esta propuesta consiste en primer lugar en la creación de una unidad de cuenta basada en una canasta de monedas de economías emergentes, denominada “índice EM”. Esta canasta de monedas presenta una mayor diversificación del riesgo y por lo tanto debiera tener un comportamiento más estable, en la medida que las perturbaciones negativas para unas economías serán positivas para otras, siendo todas partícipes de la canasta. Un segundo paso es que los organismos financieros internacionales avalen esta canasta, emitiendo deuda denominada en este índice. Aprovechando sus mejores calificaciones de riesgo (AAA), estas instituciones debieran impulsar los mercados para los papeles denominados en “EM”. Un tercer paso, a efectos de ir expandiendo el mercado de estos papeles, consiste en que los países pertenecientes al G10 emitan deuda denominada en “EM”, pero que luego puedan realizar operaciones de intercambio (*swaps*), con los países incluidos en la canasta del índice.

Como ya se mencionó, las dificultades y trabas judiciales han sido un factor que ha entorpecido el desarrollo financiero. Cada vez más, la evidencia empírica muestra que la estructura jurídica y la eficiencia de los países para hacer cumplir las disposiciones vigentes, son fundamentales en el desarrollo financiero. La capacidad del marco jurídico para proteger los derechos de los acreedores resulta significativa en la valorización de las empresas y los bancos y, por lo tanto, en la oferta y costo del capital (Levine, 2003; Levine y Beck, 2003; Caprio, Laeven y Levine, 2004). En el contexto regional, las dificultades para proteger eficazmente los derechos de propiedad de los acreedores (leyes de quiebra inadecuadas) se han manifestado como un factor que traba y encarece el financiamiento interno, en tanto dificulta la ejecución de garantías en un plazo comercialmente relevante. Asimismo, la falta de un marco jurídico y de supervisión eficiente que establezca estándares mínimos en materia de contabilidad, transparencia y periodicidad de la información pertinente unida a la carencia de agencias calificadoras de riesgos, han complicado el surgimiento de nuevos instrumentos de intermediación financiera que permitan una adecuada gestión de los riesgos a fin de hacer frente a las necesidades de financiamiento de un sector productivo muy heterogéneo.

2. El sector bancario

Las economías de la región operan con sistemas financieros basados fundamentalmente en la intermediación bancaria, donde el papel del mercado de capitales es muy limitado. El crédito bancario tiene un papel preponderante, con una participación creciente pero aún menor del financiamiento no bancario. En 1985 el sistema bancario canalizaba cerca del 93% del total de recursos financieros y el mercado de capitales alrededor del 7%. En 1995 estos guarismos se encontraban en 73% y 27%, respectivamente. En el 2002 se ubican en 72% para el sector bancario y 28% para el mercado de capitales.

El acceso del sector productivo al financiamiento bancario, en los países de la región, está concentrado en las medianas y grandes empresas. Esta situación contrasta con la de los países desarrollados donde, por ejemplo, en Estados Unidos el 50% del financiamiento de las pymes proviene de los bancos y sólo el 20% de capital propio. En Alemania los fondos propios sólo representan el 22,3% de los pasivos de las pymes, en Japón el 26,7% y en Italia el 26% (García y Pollack, 2003; Zahler, 2003).

La falta de acceso al financiamiento en los países de la región se ha transformado en uno de los principales obstáculos para el crecimiento y surgimiento de empresas. Esta variable, según la visión empresarial, constituye una de las principales trabas para su desarrollo, superando con creces a los problemas que se pueden derivar de la falta de infraestructura, la inestabilidad política, la estructura impositiva y regulatoria, la inflación, el tipo de cambio y el sistema judicial. En general, se observa que la capacidad de acceso al sistema bancario está muy ligada al tamaño de las empresas y a su historial crediticio. En todos los países de la región, las pymes enfrentan mayores dificultades para acceder a financiamiento. Los problemas de acceso al crédito se manifiestan en el costo de los recursos (tasas de interés) y en la disponibilidad de éstos (oferta y plazos del crédito). De hecho, dentro de los principales obstáculos declarados por las pymes para acceder al financiamiento, destacan las elevadas tasas de interés, los cortos plazos de endeudamiento y las exigencias de garantías (BID, 2002a).

El costo de acceso de las pymes es sustancialmente mayor que el de las grandes empresas. En el cuadro 3.9 se presentan datos para algunos países de la región. Se observa que en Perú el costo de acceso de las pymes supera en el 2003 por más de 4.000 puntos base al de las grandes empresas; en Brasil lo hace por 2.000 puntos base, en Colombia alrededor de 800 puntos en Chile cerca de 1.300 puntos y en Argentina (en el 2000) por 1.700 puntos base.

Cuadro 3.9
DIFERENCIAS ENTRE LAS TASAS ACTIVAS ORDINARIAS Y LAS
TASAS PREFERENCIALES

	Argentina	Brasil	Colombia	Perú	Uruguay	Chile
1995	28,5	35,1				
1996	27,8	27,9				
1997	26,2	16,1				
1998	18,8	20,0	1,4		37,1	
1999	17,5	17,1	4,0		37,8	
2000	17,4	15,4	3,5		33,6	
2001		16,5	5,8		36,3	
2002		18,5	6,0	42,0	36,6	13,1
2003		19,6	7,3	41,7	26,5	12,1

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos del Fondo Monetario Internacional (FMI).

Nota: Las tasas ordinarias utilizadas fueron: para Argentina, la tasa de créditos personales, para Brasil, la tasa promedio, para Colombia, la tasa ordinaria, para Uruguay, la tasa de familias y para Chile, la tasa de préstamos en moneda nacional a más de 90 días para montos entre 200 y 5000 UF. Las diferencias son en puntos base.

Comparados con estándares internacionales, los sistemas bancarios de los países de la región muestran mayores márgenes de intermediación que los países desarrollados (véase el cuadro 3.10), lo que implica mayores costos financieros para el sector productivo y redundando en una menor competitividad. A esto se suma el descalce entre la oferta de créditos (concentrada en crédito de corto plazo) y las necesidades de financiamiento de las empresas, generalmente de largo plazo. Lo anterior obliga a las empresas a endeudarse a corto plazo para financiar sus inversiones de largo plazo, aumentando la vulnerabilidad del sector productivo e, indirectamente, la del propio sector financiero.

Cuadro 3.10
MARGEN BANCARIO
(En porcentajes)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	1997-2002
Argentina	2,1	2,9	2,8	2,5	8,9	10,8	4,9
Bolivia	30,8	23,6	20,6	21,3	9,3	10,5	19,1
Brasil	43,3	45,6	43,2	33,8	33,7	36,2	39,2
Chile	3,3	4,6	3,7	5,2	5,4	3,8	4,3
Colombia	8,1	7,3	6,8	5,9	7,4	6,8	7,0
Costa Rica	8,4	8,6	10,0	10,1	10,8	13,5	10,2
Ecuador	11,7	7,3	5,9	7,2	8,3	9,2	8,2
Guatemala	12,1	10,5	10,7	9,7	9,4	9,3	10,3
Honduras	8,9	10,2	8,5	9,4	8,1	7,7	8,8
México	8,6	13,1	14,8	11,3	8,7	6,3	10,4
Panamá	3,4	3,8	2,9	3,2	3,9	5,2	3,7
Paraguay	13,1	11,8	8,7	9,6	10,3	9,4	10,5
Perú	13,0	13,6	12,5	12,9	9,6	10,2	12,0
Uruguay	43,4	37,2	34,2	33,0	32,7	64,9	40,5
Venezuela	7,8	8,5	8,9	7,7	6,0	5,9	7,5
América Latina	14,5	13,9	13,0	12,2	11,5	14,0	13,2
Promedio Europa	3,7	3,7	3,3	3,3	3,4	3,4	3,5
Promedio Asia	2,5	1,5	2,9	3,3	3,3	3,6	2,8

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos del Fondo Monetario Internacional (FMI).

Nota: Promedio simples en casos regionales.

Se adoptaron la tasa activa y la tasa pasiva de las Estadísticas Financieras Internacionales (EFI).

Dada la importancia del sector bancario en los sistemas financieros nacionales, la regulación que se aplique a los bancos influye enormemente en la estabilidad y los costos de la intermediación financiera. En materia de regulación bancaria, la mayoría de los países de la región han adoptado las normas contempladas en el acuerdo de Basilea de 1988 (Basilea 1) en cuanto a los requerimientos mínimos de capital.¹⁰ En este acuerdo, el análisis se centra en el riesgo de crédito de las carteras de préstamos de los bancos comerciales a nivel individual, estableciendo categorías de riesgo para las diferentes clases de activos y limitando el riesgo asumido por los bancos, al disponer que su capital sea al menos igual al 8% de sus activos ponderados por riesgo. Los bancos deberían cubrirse con capital ante las pérdidas no esperadas y con provisiones ante las esperadas.

El objetivo de estas regulaciones es fortalecer a las instituciones bancarias, tornándolas más seguras y dotándolas de criterios de evaluación de riesgos más prudentes, y así reducir las probabilidades de crisis financieras. Al volverse los bancos más adversos al riesgo y cautelar más el otorgamiento de préstamos, han concentrado su atención en los clientes de menor riesgo y se ha producido un acortamiento de los plazos de los préstamos. Esto ha dificultado la bancarización de las empresas medianas y pequeñas y, en general, de las actividades que presentan un mayor riesgo relativo. Además, dado que la legislación, en la mayoría de los países de la región, estipula que los títulos emitidos por los gobiernos tienen una ponderación de riesgo cero, (supuesto cuestionable según las recientes experiencias de algunos países), los bancos tratan estos títulos como activos no

¹⁰ Si bien Basilea 1 representó un importante avance en materia de regulación, hubo materias que quedaron sin tratar, tales como el riesgo de mercado de las carteras bancarias, en particular, el calce de monedas y plazos, las partidas fuera de balance y el componente operacional. Para llenar estos vacíos se ha elaborado el acuerdo conocido como Basilea 98 y Basilea 2, que entra en vigencia en enero del 2007. Allí se incorpora el riesgo de mercado de las carteras de títulos y valores de los bancos, el riesgo cambiario de las carteras de préstamos y el riesgo operacional. Dado que el énfasis sigue estando en los bancos a nivel individual y se pondrá más atención a las calificaciones de riesgo, el nuevo acuerdo podría volver más inestable al sistema. De hecho, hay gran controversia en torno a las bondades de Basilea 2, por lo cual varios países han optado por no aplicarlo.

riesgosos, lo que lo incentiva a concentrar parte importante de sus activos en instrumentos gubernamentales, en detrimento del financiamiento productivo.

3. El mercado financiero no bancario

La región muestra grandes carencias de alternativas al financiamiento bancario, generando un exceso de demanda por este último, lo que se ha traducido en refinanciamientos y en mayores márgenes de intermediación y costos en los créditos de corto plazo. En la mayoría de los países, la creación de instrumentos financieros no bancarios ha sido incipiente y se manifiesta principalmente a través del mercado accionario y de bonos. Un indicador comúnmente utilizado para medir la profundidad del mercado de capitales es la relación entre la capitalización bursátil y el PIB, cuyo promedio en la región no superó el 18% del PIB en el período 2000-2002.¹¹ Esta situación contrasta con la de países como Estados Unidos, donde para el mismo período la cifra era cercana al 130% del PIB, y Alemania, Francia e Inglaterra, donde bordea el 100% del PIB. Asimismo, se observa una disminución del número de empresas en la región que utilizan el mercado accionario como fuente de financiamiento, al contrario de lo que ocurre en otras economías emergentes (véase el cuadro 3.11).

Cuadro 3.11
NÚMERO DE EMPRESAS LISTADAS EN BOLSA, POR REGIONES

	1980	1986	1990	1995	1998	1999	2000	2001	2002
América Latina y el Caribe	1 436	1 754	1 748	2 120	2 122	1 938	1 785	1 588	1 507
Sudeste asiático	1 353	1 521	2 413	3 615	4 149	4 622	4 935	5 161	5 446
Europa oriental	0	40	110	2 081	8 517	8 008	7 437	6 881	6 424
Ex-Unión Soviética	0	0	0	1 000	1 049	1 017	557	538	562
China	0	0	0	323	853	950	1 086	1 160	1 235
India	2 265	4 744	2 435	5 398	5 860	5 863	5 937	5 795	5 650
Africa	368	695	1 668	1 863	2 072	2 271	2 268	2 223	2 182
Europa	5 606	5 261	5 141	5 729	6 674	7 011	7 296	7 608	8 517
Estados Unidos	6 251	8 403	6 599	7 671	8 450	7 651	7 524	6 355	5 685
Japón	1 402	1 866	2 071	2 263	2 416	2 470	2 561	2 471	3 058
Mercados emergentes	5 610	9 353	8 925	17 837	26 400	26 491	25 836	25 060	24 688
Mercados desarrollados	15 615	18 849	16 499	18 724	20 929	20 666	21 074	20 069	23 488

Fuente: Standard and Poor's, IFC Global Stock Markets y Banco Mundial, *Emerging Stocks Markets Factbook*, Washington, D.C., varios números.

Notas: Datos a fin de período.

América Latina y el Caribe incluye Argentina, Barbados, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, Jamaica, México, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Trinidad y Tabago, Uruguay y Venezuela.

Sudeste asiático incluye Bangladesh, Filipinas, Indonesia, Malasia, Pakistán, Provincia China de Taiwán, República de Corea, Singapur y Tailandia.

Europa oriental incluye Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Hungría, Macedonia, Malta, Moldavia, Polonia, República Checa, Rumania, Turquía y Yugoslavia.

Ex Unión Soviética incluye Armenia, Azerbayán, Estonia, Kazajstán, Letonia, Lituania, Mongolia, Rusia, Ucrania y Uzbekistán.

El crecimiento del mercado bursátil ha sido negativamente afectado por el hecho de que, en la mayoría de los países, en particular los de menor desarrollo relativo, predominan las sociedades familiares, cuyo financiamiento proviene principalmente de recursos propios y utilidades no distribuidas. Además, en muchos países aún no se logra una adecuada normativa que permita hacer

¹¹ Se entiende por capitalización bursátil el valor que resulta de multiplicar el número de acciones de una empresa por el valor de mercado de las mismas agregado para todas las empresas listadas del mercado.

frente a los riesgos relacionados con la falta de transparencia y de defensa de los derechos de los accionistas minoritarios en la gestión de empresas abiertas.

La falta de liquidez de buena parte de los instrumentos financieros internos es otra característica de los sistemas financieros nacionales. Para incrementar el financiamiento de largo plazo es necesario promover el desarrollo del mercado accionario y de bonos.

La introducción de instrumentos indizados es crucial para el desarrollo del mercado de bonos corporativos de largo plazo. Los bonos reditúan una tasa de interés que contempla un componente de retorno real, más un ajuste por la variación de la inflación. Como la indización elimina la prima por el riesgo de inflación, reduce el costo de emisión de los bonos y, por ende, el costo de financiamiento de las empresas. Para que los bonos indizados operen efectivamente se requiere que la unidad a la cual se indizan sea creíble (mida correctamente la inflación) y no sea manipulable, y que exista un mercado profundo y líquido para los bonos públicos que sirva de referencia para las transacciones privadas (Zahler, 2003).¹²

La liquidez y profundidad del mercado de bonos de largo plazo depende de la existencia de inversionistas institucionales que demanden este tipo de papeles; entre los principales demandantes figuran los fondos de pensiones, las compañías de seguros de vida y los fondos mutuos. En Estados Unidos y Japón los ahorristas individuales no poseen más del 12% de los bonos corporativos (Reinstein, 2002). Los inversionistas institucionales también contribuyen a incrementar el profesionalismo del mercado de capitales al requerir mayor transparencia e información; asimismo, apoyan el mejoramiento de los gobiernos corporativos en la medida que exigen una estricta regulación y supervisión de los títulos y valores a los cuales pueden acceder.

Las reformas que se han iniciado en los sistemas de pensiones de la región han permitido que éstos se perfilen como importantes demandantes de papeles de largo plazo, lo que es coherente con la naturaleza de sus pasivos. Estos fondos administran cuantiosos recursos, que en el 2002 bordearon el 56% del PIB en Chile, el 14% del PIB en Bolivia, el 9% en Argentina, el 8% en El Salvador, el 5% en México, el 6% en Colombia, el 5% en Perú y el 4% en Uruguay, lo cual los convierte en importantes proveedores de liquidez. Cabe destacar que la falta de liquidez no solo encarece el costo del financiamiento, sino que también desincentiva la suscripción de emisiones de papeles para el financiamiento de proyectos de inversión.

La forma en que los fondos de pensiones pueden apoyar el financiamiento productivo es muy sensible al tipo de regulaciones que se impongan sobre su cartera de inversiones. Por lo tanto, un desafío importante en la normativa regulatoria consiste en introducir criterios que consideren el impacto que los instrumentos elegibles tienen sobre el desarrollo productivo. En gran medida la legislación y normativa sobre los posibles instrumentos que pueden formar parte de la cartera de los fondos de pensiones se basan en criterios de diversificación de riesgos. En virtud de dichos criterios, muchas veces se restringe excesivamente el conjunto de activos elegibles, sesgándolos a favor de pasivos gubernamentales, que no siempre están vinculados a inversiones productivas e incluso en ocasiones producen menor rentabilidad que el mercado y cuyo riesgo de no-pago, como ha ocurrido en algunos países, puede llegar a ser bastante elevado (Zahler, 2003; Uthoff, 2003).

Con un esquema de regulación adecuado se reducen los riesgos idiosincrásicos mediante una mayor diversificación de activos, autorizando las tenencias de nuevos activos como, por ejemplo, la inversión en instrumentos financieros relativos a proyectos “sin historia”, a proyectos de infraestructura, a cierto tipo de capital de riesgo y a bonos securitizados asociados a actividades económicas no tradicionales. Esto permite aumentar la oferta de financiamiento de largo plazo para el desarrollo productivo. A su vez, al diversificar la cartera de inversiones, se ayuda a reducir la

¹² En la región, Chile es el único país con un mercado de bonos indizados significativo. A fines del 2000, el 89% del total de la deuda interna estaba indizada según la inflación. En otros países de la región ésta no alcanza el 20% y es de menos del 10% en Europa Central y casi nula en Asia (Reinstein, 2002; Mihaljek, 2002).

excesiva volatilidad en la valoración de los activos internos, en los que los inversionistas institucionales realizan sus decisiones de compra y venta.

Al igual que el mercado bursátil, el financiamiento privado a través de la colocación de papeles comerciales o distintas modalidades de bonos de mediano y largo plazo está concentrado fundamentalmente en las grandes empresas. Estas, en la medida que la profundidad del mercado interno de papeles lo permite, han encontrado en la emisión de títulos un financiamiento a menores costos y mayores plazos que los ofrecidos por el sistema bancario. En el cuadro 3.12 se aprecia que, para el caso chileno, el número de empresas que colocaron deuda ha aumentado significativamente, pasando de 5 empresas en 1995 a 40 en el 2002, con un crecimiento sustancial en los montos colocados. Asimismo, los plazos y tasas reflejan condiciones mucho más favorables que las ofrecidas por los préstamos bancarios. La clasificación de riesgo promedio de las empresas que colocaron títulos varió entre A y AA y el plazo promedio fue de 14 años, con la excepción de 1999, que alcanzó los 20 años.

Cuadro 3.12
CHILE: EMISIONES PRIVADAS DE BONOS
(En millones de pesos, a diciembre de cada año)

Período	Emisiones inscritas	Monto colocado	Deuda vigente			Emisores		
			Monto \$	Tasa (UF) ^a	Plazo (años)	Clasificación ^b	Endeudamiento ^c	Privados ^d
1995	5	28 082	981 239	5,96	13,35	A	20 465	44
1996	5	73 655	983 855	6,48	27,61	A	20 192	45
1997	7	45 887	836 302	6,13	21,17	A	17 672	41
1998	7	382 189	1 068 617	7,24	14,85	A	22 799	40
1999	13	398 159	1 358 137	7,03	20,41	AA	29 244	43
2000	21	729 224	2 086 184	7,02	13,73	AA	45 747	43
2001	40	1 901 536	4 034 709	6,09	14,91	A	87 093	62
2002	40	1 255 390	5 313 449	5,27	14,51	AA	110 248	66

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros de Chile.

^a El plazo y la tasa de interés se expresan en el promedio ponderado por el total emitido en el año.

^b Elaboración propia, no se incluyen bonos de empresas públicas ni bonos titularizados.

^c Endeudamiento promedio de empresas privadas, resultado de dividir el endeudamiento a fin de cada año por el número de sociedades con deuda.

^d Número de emisores privados a fin de cada año.

IV. Políticas macroeconómicas y financieras en apoyo del desarrollo productivo

1. La política macroeconómica

Una de las principales lecciones que se desprenden del desempeño macroeconómico reciente, es que, al igual que inflaciones altas e inestables, la inestabilidad real tiene grandes costos económicos y sociales y desincentiva la inversión y el desarrollo productivo. Por ello es preciso buscar políticas que, junto con controlar la trayectoria inflacionaria, permitan suavizar los ciclos económicos mediante el uso de instrumentos anticíclicos. Estas políticas deben basarse en una definición más amplia de estabilidad macroeconómica, que incorpore tanto objetivos nominales de estabilización de precios, como objetivos reales, en particular el ritmo de crecimiento económico y su estabilidad (Ffrench-Davis, 2004).

Las políticas macroeconómicas —fiscal, monetaria y cambiaria— deben orientarse a evitar que durante las fases expansivas del ciclo económico (que suelen responder a significativas entradas

de capital) se generen aumentos excesivos del nivel de endeudamiento de los agentes públicos y privados, importantes desequilibrios en los precios relativos clave (tasas de cambio y de interés), burbujas en los precios de los activos nacionales (fijos y financieros), que lleven a la necesidad de ajustes excesivos en la fase recesiva del ciclo.

a) La política fiscal

Una política anticíclica consiste en administrar con cautela los períodos de bonanza, con el fin de disponer de recursos en las etapas recesivas y de esta forma suavizar las restricciones financieras y aliviar las necesidades de ajuste. En este contexto, el papel de las autoridades debe ser la búsqueda de un equilibrio estructural de las finanzas públicas que contribuya a fortalecer la capacidad de ahorro de la economía y así contar con un mayor margen para un manejo contracíclico.

La promulgación de leyes sobre responsabilidad fiscal y la adopción de reglas fiscales en algunos países de América Latina y el Caribe han significado importantes avances en la búsqueda de la consistencia dinámica de la política fiscal. Para implementar políticas macrofiscales que contemplen la consecución de los objetivos contracíclicos es preciso formular una programación fiscal basada en un marco plurianual con un horizonte de largo plazo, definido sobre la base de criterios que impliquen equilibrios o leves superávits o déficits estructurales (CEPAL, 2002a).

A pesar de los avances en materia de programación presupuestaria, y habida cuenta de las crónicas dificultades de financiamiento del sector público, las recientes reglas de política fiscal implementadas en varios países de la región, tienden aún a privilegiar objetivos de corto plazo. Esto obedece al hecho de que se definen metas cuantitativas que fijan trayectorias corrientes o efectivas de las variables, como por ejemplo, objetivos de saldos primario/PIB efectivo que limitan la capacidad de reacción de las autoridades ante desequilibrios vigentes de la economía real, tales como brechas significativas entre PIB potencial y PIB efectivo, y ante cambios inesperados en el ciclo económico y, por consiguiente, promueven un comportamiento procíclico. Ese comportamiento, al final, desalienta la formación de capital, el crecimiento, y los propios ingresos fiscales.

Es por ello, que parece más adecuado establecer criterios de evolución del gasto público a partir de variables estructurales como el PIB potencial, lo que elimina los efectos no deseados de las fluctuaciones cíclicas sobre la programación y la ejecución del gasto fiscal, e introduce un significativo componente contracíclico. Este tipo de reglas permite un mayor margen de funcionamiento a los estabilizadores automáticos y avanza hacia una positiva combinación de disciplina y flexibilidad macroeconómica. Su implementación requiere de un desarrollo institucional que facilite la capacidad técnica y política para realizar y consensuar las estimaciones de las trayectorias de las variables estructurales relevantes.

Los fondos de estabilización de ingresos públicos, tanto los tributarios como aquellos vinculados al precio de las exportaciones de materias primas, al ayudar en la generación de superávits fiscales en períodos de auge y otorgar la libertad necesaria para mitigar las restricciones fiscales en la fase descendente, inciden enormemente en un esquema de política contracíclica. Estos se han utilizado con relativo éxito en algunas economías de la región (Ocampo, 2001a). Los fondos asociados a materias primas representan una eventual solución a la vinculación estructural entre el ciclo de términos de intercambio y el ciclo fiscal.¹³ Existen tres elementos que caracterizan a estos fondos: i) un precio de referencia de la materia prima, fijado en la etapa de formulación presupuestaria, basado en perspectivas generalmente conservadoras de mediano plazo; ii) un fondo que se nutre de los excedentes acumulados en épocas de bonanza y que se utiliza en períodos adversos, y iii) reglas operativas que establecen la relación entre las fluctuaciones de precios y los

¹³ Fondos del café y el petróleo en Colombia, del cobre y el petróleo en Chile, el Fondo de Estabilización de los Ingresos Petroleros en México, y del petróleo en Venezuela y Ecuador.

aportes o giros del fondo. Para esterilizar los efectos del influjo de divisas, es preciso que los ingresos del fondo se depositen en moneda extranjera, y se mantengan en cuentas apartes del sistema monetario o financiero interno. Con ello, entonces, también se contribuye a estabilizar el mercado cambiario.

En los últimos años, se observa la creación de fondos generales de estabilización de ingresos públicos, los que buscan regular el uso de recursos extraordinarios provenientes de la venta de activos públicos, de ingresos por concesiones y de posibles superávits fiscales. En el caso peruano, por ejemplo, la normativa obliga a que estos recursos se destinen al pago de deuda pública cuando superan el 2% del PIB.

b) La política monetaria

Las políticas monetarias que se adopten deben estar destinadas a prevenir que los auges coyunturales de financiamiento externo se traduzcan en aumentos excesivamente rápidos del crédito externo e interno al sector privado, y que las entradas de capitales no distorsionen los niveles de la tasa de interés compatibles con equilibrios internos y externos. Además, éstas políticas deben estar acompañadas de políticas financieras que eviten que el sistema financiero actúe como un amplificador de los efectos macroeconómicos de las perturbaciones reales o financieras (Ocampo, 2001a).

Dado que la tasa de interés es actualmente el principal instrumento de política monetaria, su determinación es uno de los mayores desafíos en este ámbito. Si bien la tasa se ha utilizado como instrumento clave en la consecución de las metas de inflación, la experiencia de las economías latinoamericanas y asiáticas de los últimos años, demuestra que es contraproducente hacer excesivo hincapié en la tasa de interés como mecanismo de estabilización para frenar los ajustes del tipo de cambio, ya que ello acelera el deterioro financiero y genera presiones fiscales adicionales (el costo del rescate de los sectores financieros y el encarecimiento de la deuda pública interna, cuando ésta es cuantiosa). Además, en economías financieramente integradas al mundo, el nivel de la tasa de interés no sólo refleja situaciones internas, sino que obedece en gran medida a los vaivenes de los movimientos de capitales externos. De hecho, hay un vínculo evidente entre los desequilibrios de la tasa de interés real y los auges financieros, que suelen terminar en crisis económicas y financieras. En general, la tasa de interés sube cuando se implementan políticas monetarias restrictivas, cuando aumentan las expectativas de devaluación cambiaria y cuando se percibe un incremento del riesgo país.

La eficacia y los grados de libertad para el manejo de la tasa de interés aumentan cuando la política monetaria va acompañada de regulaciones de la entrada de capitales, de mayores requisitos de liquidez en la fase expansiva del ciclo, de un manejo activo de la regulación y supervisión prudencial de los sistemas financieros, que incorpore consideraciones contracíclicas en el manejo de los requerimientos de provisiones de la cartera de préstamos, y de una “política de pasivos” explícita, destinada a mejorar el perfil temporal de la deuda pública y privada, tanto interna como externa (CEPAL, 2002a).

Dados los actuales niveles de desarrollo de los mercados de capitales de la región, la elevada volatilidad de los flujos de capitales y la existencia de una arquitectura financiera internacional deficiente, la plena convertibilidad de la cuenta de capitales no es una política óptima. Por el contrario, es deseable contar con instrumentos de manejo prudencial de los flujos de capitales, ya sea directos (encajes o impuestos al financiamiento externo, regulación directa de los flujos de cartera) o indirectos (normas tributarias). Los esquemas de regulación de la cuenta de capitales adoptados por Chile y Colombia en los años noventa constituyen algunas de las mejores prácticas

en este campo.¹⁴ Como instrumentos complementarios de la política macroeconómica, las regulaciones prudenciales de los flujos de capitales ofrecen un mayor margen a las autoridades para adoptar políticas monetarias restrictivas durante los auges y evitar apreciaciones insostenibles del tipo de cambio. Como “política de pasivos”, desincentivan en particular los flujos de corto plazo, por lo que permiten mejorar la estructura de financiamiento externo.¹⁵ Entre sus ventajas destaca el hecho de que se aplican por igual a agentes financieros y no financieros, a través de un instrumento de precio no discriminatorio. La necesidad de aplicar políticas que cautelen la composición temporal de los flujos financieros obedece al hecho de que los mercados a futuro para los países de la región no están suficientemente desarrollados, dificultando la cobertura de riesgos lo que aumenta la probabilidad de corridas financieras y por ende de crisis.

El control estricto de los descalces entre activos y pasivos en moneda extranjera del sistema financiero es un elemento esencial de cualquier esquema de regulación prudencial. Sin embargo, el acceso directo al crédito externo por parte las empresas no financieras, sobre todo las de mayor tamaño, resta eficacia a estas normas para evitar los descalces entre los activos y pasivos en moneda extranjera en el conjunto de la economía.

Todas estas medidas precautorias o prudenciales implican que en los períodos de auge se suavizan las expectativas excesivamente optimistas y, así, se generan menores vulnerabilidades financieras. De esta manera, durante la contracción asociada a la sequedad de las ofertas de financiación externa, la intensidad del ajuste recesivo requerido se modera, incluido el reajuste de la tasa de interés. Como ha sido comprobado, ajustes abruptos y masivos de la tasa de interés provocan severos problemas en la actividad productiva, especialmente en la pyme.

c) La política cambiaria

La política cambiaria es objeto hoy en día de demandas contradictorias difíciles de conciliar, en tanto el tipo de cambio refleja lógicas comerciales y financieras. En primer lugar, la apertura comercial requiere tipos de cambio reales estables, que reflejen los niveles de productividad de la economía, a fin de apoyar la competitividad. En segundo término, debido a los vaivenes externos que se transmiten a través de la cuenta de capitales, es preciso hacer ajustes cambiarios que no necesariamente se condicen con las necesidades de la cuenta comercial. Por último, en presencia de importantes descalces entre las monedas en que se denominan los activos y pasivos de los agentes económicos, las variaciones del tipo de cambio tienen importantes efectos riqueza.

Para enfrentar estos conflictos cobró cierta fuerza, durante la década pasada, la idea de que los únicos regímenes cambiarios estables en la fase actual de globalización son los extremos, ya sea un tipo de cambio enteramente flexible o un “ancla dura” para el tipo de cambio (convertibilidad o dolarización).¹⁶ Este argumento se basa en la susceptibilidad de las anclas blandas y la flexibilidad administrada ante ataques especulativos derivados de la percepción de los agentes económicos sobre la inconsistencia entre la política cambiaria y el resto de la política económica.

Si bien este razonamiento apunta a un problema real, en particular, a los problemas que se plantean con los regímenes de cambio fijo (anclas blandas y, en algunos casos, también las anclas

¹⁴ Chile y Colombia tienen una experiencia positiva con el manejo de los flujos de capital a través de la imposición de encajes no remunerados a los flujos financieros. Hasta mayo de 2000, Chile exigía, además, que las entradas de inversión directa y de cartera permanecieran en el país al menos por un año. Colombia regula directamente dichas inversiones.

¹⁵ En los estudios sobre el tema se concluye que este instrumento ha tenido efectos positivos en la estructura de plazos del endeudamiento externo, ya que eleva el costo del de corto plazo sin afectar mayormente los flujos de más largo plazo (Agosin y Ffrench-Davis, 2001; Agosin, 1998; Le Fort y Lehmann, 2000; Ocampo y Tovar, 1999 y Villar y Rincón, 2001). Algunos de estos estudios indican también que, gracias a los encajes, se ha logrado disminuir efectivamente las entradas de capital o, lo que es equivalente, otorgar un mayor margen para el aumento sostenible de las tasas de interés internas, o modificar las expectativas de devaluación, o ambos efectos simultáneamente. Sin embargo, esto último ha sido objeto de mayor controversia. Valdés-Prieto y Soto (1998) y de Gregorio, Edwards y Valdés (2000) presentan una visión contraria.

¹⁶ En Frankel (1999), Hausmann (2000), Velasco (2000), Williamson (2000), Ocampo (2002b) y Ffrench-Davis y Larraín (2003) se presentan análisis más detallados de los temas tratados.

duras) frente a grandes expectativas de devaluación, el principal problema que se plantea actualmente en los regímenes cambiarios de los países en desarrollo es su capacidad para manejar perturbaciones comerciales y fluctuaciones de la cuenta de capitales que son en gran medida exógenas y, al mismo tiempo, evitar que se traduzcan en ciclos económicos agudos o en precios relativos incorrectos o inestables que desincentiven un adecuado desarrollo de los sectores transables de la economía. Este tema es de primordial importancia para estrategias de desarrollo basadas en el auge exportador. Para su eficacia se requiere un creciente aumento de las exportaciones, con su diversificación hacia rubros con mayor valor agregado. Una política cambiaria funcional para ese desarrollo resulta una variable esencial. Por consiguiente, se requiere una política cambiaria activa, que responda principalmente a la evolución de las productividades relativas y, en menor medida, a los vaivenes cíclicos de los flujos de capitales.

Los regímenes intermedios, de flexibilidad administrada, son la alternativa de política más atractiva —siempre resguardando que el tipo de cambio real no se aleje del equilibrio de largo plazo— puesto que permiten conciliar flexibilidad con estabilidad. Algunos ejemplos de estos regímenes son los sistemas de devaluación nominal gradual (*crawling peg*), las bandas cambiarias, el establecimiento de metas o bandas indicativas que las autoridades están dispuestas a defender parcialmente y la flotación sucia. Todos estos regímenes tienen una cierta flexibilidad que permite absorber las perturbaciones externas, suavizando la dinámica de ajuste, y adoptar políticas anticíclicas, además de estar orientados a la búsqueda de incentivos más estables a la especialización internacional. En este contexto, el grado de flexibilidad deseable dependerá básicamente del tamaño de las economías (en las más grandes es deseable una mayor flexibilidad), del grado de profundidad de los mercados financieros y cambiarios nacionales (mayor flexibilidad en países con mayor profundidad financiera interna) y del grado de apertura de la cuenta de capitales (mayor flexibilidad cuando la cuenta de capitales está más abierta) (CEPAL, 2002a; Machinea, 2002).

Al igual que en el caso de la política monetaria, un correcto manejo de estos regímenes intermedios puede exigir el uso activo de regulaciones a los flujos de capitales, para manejar las presiones provenientes del financiamiento internacional. Cabe señalar, asimismo, que estos esquemas pueden ser objeto de presiones especulativas cuando el conjunto de la política macroeconómica no concita suficiente credibilidad. Por último, quizás la lección más importante que se desprende de lo ocurrido en la región y en el mundo en general en las últimas décadas es que no existe un régimen cambiario óptimo para todos los países en todo momento. Por lo tanto, cada país debe determinar el grado de flexibilidad cambiaria nominal que necesita, de acuerdo con sus objetivos y sus posibilidades reales de manejo de las demás variables de política macroeconómica.

d) Mercados financieros y autoseguros

La necesidad de administrar con prudencia los momentos de auge en las entradas de capital refleja el hecho de que los países de la región, al igual que otras economías emergentes, no cuentan con mecanismos financieros robustos que sirvan para manejar la volatilidad de los flujos. Esto es, la dinámica de los mercados financieros internacionales no les ha permitido a las economías desvincular la trayectoria del gasto interno de las fluctuaciones transitorias en los recursos externos (*financial smoothing*). Esto explica, en parte, la estrecha correlación entre la actividad económica y la volatilidad de los capitales externos que se aprecia en la región. La capacidad de aislar la evolución de la demanda agregada respecto de variaciones transitorias en los flujos financieros es un componente clave en un esquema de políticas anticíclicas.

Ante la falta de instrumentos que permitan a los países asegurarse contra los riesgos generados por las fluctuaciones financieras, los países han debido buscar mecanismos de autoseguro altamente costosos para hacer frente a perturbaciones externas adversas de carácter transitorios (Caballero, 2003). Uno de ellos ha sido la acumulación de reservas internacionales, que sin embargo puede resultar onerosa, ya que, como han demostrado las crisis recientes, las salidas netas

de capitales pueden llegar a representar varios puntos porcentuales del PIB. Algunos países han tratado de lograr este mismo objetivo a través de la negociación de líneas de crédito contingentes con bancos internacionales privados. No obstante, el mercado para estas líneas de crédito es aún incipiente y los montos disponibles pueden ser insuficientes en casos de crisis agudas, sobre todo las que se caracterizan por fenómenos de contagio. Si bien existen algunas propuestas para la creación de instrumentos de mercado que ofrezcan coberturas de riesgo, particularmente el mercado de bonos, éstas son rudimentarias y aún no se vislumbra su factibilidad. Lo que sí queda claro es que, por la complejidad de este tipo de instrumentos, se requiere el concurso coordinado de agentes privados, autoridades nacionales y organismos multilaterales.

2. Desarrollo de mercados financieros

La innovación financiera es determinante para reducir los costos de intermediación de los recursos y estimular el proceso de ahorro e inversión. Por innovación financiera se entiende el fortalecimiento y surgimiento de instrumentos bancarios y no bancarios que permitan mejorar la gestión de los riesgos, en contextos de importantes heterogeneidades productivas. Según las características de los países, se observan diversos grados de avances en la implementación de nuevos instrumentos y mecanismos para el manejo de los distintos tipos de riesgos. Los países que han avanzado más en la modernización de sus sistemas financieros tienen mayores oportunidades para desarrollar los mercados de bonos corporativos de largo plazo, la securitización y los mercados de derivados.

Dada la importancia relativa del sector bancario en los sistemas financieros de la región, una estrategia para mejorar, en el corto y mediano plazo, la canalización de recursos hacia el sector productivo debe contemplar el fortalecimiento de la capacidad de intermediación financiera de los bancos privados y públicos, sin perjuicio de promover el desarrollo de los mercados de capitales, fundamentales para el financiamiento de largo plazo.

a) Instrumentos en el ámbito bancario

El problema de evaluar el riesgo crediticio tiene dos aspectos principales. El riesgo moral, que dice relación con el esfuerzo y la capacidad de los deudores para cumplir con la obligación del pago de los préstamos adquiridos, y la selección adversa, que resulta de las dificultades que enfrentan los bancos o instituciones crediticias para evaluar la calidad financiera del deudor, esto es, si el deudor es un “buen o mal riesgo” financiero. En la medida que haya importantes sectores productivos que operan en el sector informal de la economía, con estándares contables y de información inadecuados para las necesidades del sistema financiero, los problemas para la evaluación de riesgos tienden a agravarse.

En la práctica, el racionamiento del mercado del crédito ha afectado principalmente a las pequeñas y medianas empresas, a los pequeños propietarios agrícolas y a las empresas tecnológicamente innovadoras. Para facilitar el acceso al financiamiento bancario, es preciso avanzar en la elaboración de instrumentos financieros que busquen una mayor capacidad para diversificar eficientemente los riesgos y una mayor disponibilidad de información para evaluar a los potenciales demandantes de créditos.

Dependiendo del desarrollo relativo de los mercados bancarios y de capitales, la banca de desarrollo pública o privada puede cumplir un importante papel en el fortalecimiento de la intermediación financiera y la generación de liquidez. De hecho, en países desarrollados que cuentan con sistemas financieros profundos, la banca pública interviene en el financiamiento productivo.¹⁷

¹⁷ Ejemplos de ello son las distintas modalidades de instituciones de crédito especial (Banca de Desarrollo) presentes en todos los países europeos. En los Estados Unidos se encuentra el Small Business Administration.

En el contexto de los países de la región, la banca de desarrollo pública, con renovadas modalidades operacionales y de gobierno corporativo, debe contribuir al fomento productivo, ya sea facilitando el acceso al financiamiento a agentes excluidos de este proceso o como catalizador e impulsor de nuevas modalidades de intermediación financiera. Sin duda, el papel que cumpla la banca depende del tamaño y grado de sofisticación del sistema financiero. Los sistemas pequeños y poco sofisticados en materia de instrumentos de intermediación probablemente requieren de una mayor participación de este tipo de instituciones. Para que la banca de desarrollo aporte una contribución positiva al financiamiento productivo, debe superar los problemas que ha enfrentado en el pasado: serias falencias en la gestión de los recursos, falta de un mandato y marco institucional explícito, inadecuada asignación del crédito y deficientes políticas de cobranzas (Titelman, 2003; Ocampo, 2001a).

En la medida que la clientela natural de la banca de desarrollo se concentra en la pequeña y mediana empresa, el sector rural y las actividades innovadoras, este tipo de banca podría apoyar a la banca privada en la diversificación de riesgos para estos agentes productivos. Es preciso aunar esfuerzos públicos y privados para fortalecer instrumentos, ya sean relativamente nuevos o de larga data, que faciliten la gestión del riesgo (Assael, 2004).

i) Fondos de garantías

El acceso al crédito de las pymes está restringido por los problemas con que tropiezan para presentar las garantías adecuadas para respaldar los créditos. Los bancos tienden a solicitar garantías constituidas por activos adicionales a los relacionados con las operaciones que financian como una manera de diversificar el riesgo (Rivas, 2003). Además, el uso de las garantías reales se ve limitado por sus dificultades de ejecución, producto de las debilidades del sistema judicial y por la falta de mercados secundarios para liquidarlas, lo que hace que el universo de garantías aceptadas como válidas sea restringido.

Los fondos de garantía para los pequeños empresarios facilitan la bancarización de las pymes. Si bien estos fondos no son nuevos, han sido objeto de un creciente interés en los últimos años, ya que permiten diversificar el riesgo y, por lo tanto, bajar los costos de los créditos, lo que debiera mejorar las condiciones de los plazos y reducir las exigencias de garantías reales. Estos fondos serían proporcionados por la banca de desarrollo, que puede actuar como banco de segundo piso y licitar periódicamente el uso de estos fondos a los bancos comerciales, que asignan las garantías a los créditos que ellos decidan, en la medida que corresponda a las exigencias reglamentarias establecidas.

El funcionamiento de estos fondos debe estar sujeto a una evaluación periódica por parte de evaluadores externos. Es necesario crear un marco regulatorio específico en el cual se explicita, entre otras cosas, la relación entre capital y garantías, las evaluaciones de la cartera de préstamos, los sistemas de evaluación de los deudores y las políticas para el manejo de las reservas (Castellanos, 1997).

ii) Sistemas de puntaje o "credit scoring"

Los sistemas de puntaje también se vislumbran como una alternativa para reducir los costos de los préstamos bancarios y facilitar el acceso a las pequeñas y medianas empresas. Estos consisten en un sistema a través del cual las entidades financieras pueden evaluar cuantitativamente la calidad de una operación de crédito, en función de determinadas características del solicitante a las cuales se les asigna un puntaje. Si el puntaje total obtenido supera un rango preestablecido, la operación se aprueba. Como este sistema reduce los costos de evaluación para el otorgamiento de los préstamos, los más beneficiados son los pequeños empresarios que suelen enfrentar mayores costos de

transacción.¹⁸ Entre las principales ventajas de este método destacan la entrega de créditos sin necesidad de un contacto directo con el solicitante, lo que disminuye la necesidad de sucursales y personal de las entidades financieras, reduce la exigencia de presentar documentación por parte del solicitante y acelera el procesamiento de las solicitudes, y proporciona una base cuantitativa para determinar con mayor precisión las tasas de interés que se aplican en cada operación (Larraín, 2000).

Sin embargo, el sistema también presenta algunas limitaciones. Al ser un mecanismo estandarizado, se aplica bien a créditos relativamente pequeños y de plazos cortos. Por otra parte, el método no recoge cierta información en el cómputo del puntaje, lo cual puede perjudicar a algunos solicitantes que pueden ser buenos clientes, pero cuyas fortalezas no se destacan (Rivas, 2003).

Para el buen funcionamiento del *credit scoring* es preciso conocer información histórica de la empresa y el empresario, complementada con información de carácter ambiental referida al medio —geográfico y/o sectorial— en que se desenvuelve la empresa, que normalmente resulta costosa de sistematizar. Por esto, las instituciones públicas o privadas podrían estimular la creación de mecanismos centralizados de *credit scoring* que permitan reducir el costo de evaluar el riesgo de las pequeñas empresas.

iii) *Financiamiento de las exportaciones*

El problema del financiamiento de las exportaciones se concentra en las necesidades de pre embarque, en el caso de empresas medianas y pequeñas, independientemente del mercado de destino, y de post embarque, en el caso de empresas medianas y pequeñas con mercados en países no industrializados o en desarrollo (Zahler, 2003).

Las dificultades de acceso obedecen a que los bancos comerciales, para enfrentar el mayor riesgo relativo asociado a los pequeños y medianos exportadores, solicitan garantías reales para otorgar financiamiento y, como ya se mencionó, este tipo de empresas suele no disponer de ellas. Los programas de crédito directo apoyados por organismos oficiales por lo general no han sido exitosos, debido a que si bien operan como líneas de crédito canalizadas por los bancos comerciales a tasas de interés convenientes, el riesgo de crédito de la operación permanece en los bancos. De ahí la necesidad de desarrollar programas de garantías y seguros, los que, en la medida que trasladan parte del riesgo de los bancos hacia otros agentes, han mostrado tener mayor eficiencia. Por cada dólar destinado a cubrir riesgos se logra una cobertura sustancialmente mayor que en el caso del otorgamiento de créditos directos (Zahler & Co., 2002).

Existen distintos programas oficiales de garantía. La garantía para capital de trabajo, que se ofrece en la mayoría de los países de la OCDE, permite a los pequeños y medianos exportadores conseguir créditos del sistema financiero. En la región, la implementación de programas de garantías y seguros es relativamente incipiente y se ha visto dificultada por excesos de requisitos y vacíos legales, que han llevado a que las garantías y seguros oficiales se vuelvan poco operativas y a que el sistema bancario no las utilice adecuadamente. Para asegurar una plena utilización de este tipo de instrumentos, es importante que cumplan con las reglas de la OMC y la OCDE. También deben ser distribuidos a través del sistema financiero privado, tener un grado significativo de recuperación y financiar sólo operaciones financieramente viables. Las instituciones de financiamiento regionales y/o subregionales debieran cumplir un papel significativo en el apoyo financiero de las garantías.

¹⁸ En un estudio del Business Bank Board para Estados Unidos se demostró que el tiempo promedio necesario para aprobar un crédito a una pyme era de 12,5 horas (había tiempos máximos de hasta dos semanas) y que el método de *credit scoring* lo reducía a menos de una hora (si se utilizaba sólo este método para asignar el crédito), con un costo promedio por crédito de 1,5 a 10 dólares.

iv) *Financiamiento de capital de trabajo*

La mayoría de las pequeñas y medianas empresas encuentran serias dificultades para financiar sus necesidades de liquidez de corto plazo. El surgimiento de instrumentos alternativos al financiamiento bancario de corto plazo tradicional es un camino promisorio para satisfacer dichas necesidades.

El descuento de facturas (*factoring*) es un mecanismo utilizado por las empresas para obtener liquidez, mediante la venta de sus cuentas por cobrar (facturas, letras, pagarés, comprobantes de tarjetas de crédito y otros documentos) a una compañía de *factoring*, la cual adelanta de manera inmediata un porcentaje del valor del documento (normalmente entre 80% y 90%). El día del vencimiento del título la compañía de *factoring* paga el porcentaje restante menos un descuento.

Este instrumento está orientado a empresas que requieren contar rápidamente con el dinero generado por sus ventas y no disponen de recursos para dedicar al cobro de sus cuentas por cobrar. Las ventajas de esta forma de financiamiento radican en que permite acceder a liquidez sin endeudarse.

Actualmente el descuento que cobran las firmas de *factoring* es bastante elevado debido a que el riesgo del documento por cobrar sigue vinculado a la pyme proveedora y no a la empresa, normalmente con menor nivel de riesgo, que adquirió los bienes o servicios y, consecuentemente, el compromiso de pago futuro. Una forma de resolver este problema es la creación de un portal de Internet que facilite el descuento de facturas de modo competitivo. La implementación del factoraje electrónico y los descuentos automáticos permitiría trasladar la toma de riesgo por parte de la banca de la pyme proveedora a la empresa que compra los bienes o servicios, reduciendo significativamente los costos de este tipo de financiamiento. Esto posibilita la competencia entre las entidades financieras, beneficiando a los proveedores que obtienen un menor descuento por sus cuentas por cobrar.¹⁹

El leasing es otro mecanismo para lograr financiamiento de corto plazo y consiste en un préstamo que, en lugar de dinero, está representado por un bien cuyo propietario transfiere el uso y goce al tomador, junto con una opción de compra del bien, recibiendo a cambio un pago periódico. Durante el contrato de leasing, el propietario del bien conserva el dominio del mismo, que es su garantía. Las ventajas de este mecanismo son que permite financiar activos fijos sin necesidad de inmovilizar capital de trabajo y no genera endeudamiento ni compromete garantías.²⁰

Por último, el *leaseback* permite a la empresa transformar activos fijos en capital de trabajo. A través de este mecanismo, la empresa vende el activo al banco y simultáneamente celebra un contrato de arriendo con opción de compra (contrato de leasing) sobre el bien.

b) **El mercado de capitales**

El acceso a los mercados de bonos de empresas de menor tamaño relativo, que no cuenten con calificación de riesgos, dependerá principalmente de la oferta de instrumentos que permitan la securitización o titularización de activos, lo cual es altamente sensible a los niveles de liquidez y

¹⁹ La experiencia de NAFINSA en México es destacable. En el portal creado por este banco de desarrollo, las empresas adquirentes publican sus cuentas por pagar y las proveedoras pueden descontarlas con los intermediarios financieros que participan en el programa. NAFINSA opera la plataforma y cumple otros roles relevantes, tales como proveer de atractivo re-financiamiento a los intermediarios financieros, atraer a las grandes empresas para que publiquen sus cuentas por pagar y absorber los costos de funcionamiento del sistema, lo que involucra un subsidio.

²⁰ Existen dos tipos de leasing: el operativo y el financiero. El leasing operativo es un sistema de arrendamiento sin opción de compra, cuyo atractivo es que el riesgo de desuso es tomado por la empresa de leasing. El leasing financiero, en tanto, permite modernizar equipos en condiciones muy ventajosas. La empresa prestadora adquiere el bien previamente seleccionado por el cliente tomador y le facilita su utilización durante un período determinado, durante el cual el cliente debe pagar una cuota por concepto de precio por el uso. Paralelamente, la empresa prestadora reconoce al cliente el derecho de adquirir el bien utilizado al vencimiento del período contractual, debiendo pagar el valor residual de la operación. El beneficio de la entidad prestadora está dado por el remanente de la sumatoria de las cuotas más el pago del valor residual por sobre el valor de la inversión.

desarrollo institucional de los mercados. La capacidad de ampliar la gama de empresas y sectores que pueden beneficiarse de estas modalidades de financiamiento depende del grado de sofisticación y liquidez del mercado de capitales. La securitización o titularización de activos ha demostrado ser una buena manera de abrir las puertas de este mercado a pequeñas y medianas empresas que, por no contar con las clasificaciones de riesgo y/o estándares contables requeridos, no pueden emitir bonos corporativos o abrirse al mercado accionario.

La securitización consiste en la constitución de un paquete de activos homogéneos (créditos, cuentas por cobrar, entre otros) que son transferidos desde el tenedor original hacia un tercer agente (compañía securitizadora), que emite un bono que se transa en el mercado de capitales. Esto permite, por una parte, cambiar activos que involucran una recuperación paulatina en el tiempo, por liquidez inmediata y, por otra, trasladar los riesgos a los tomadores del bono.

El universo de activos sujetos a ser securitizados depende de la normativa legal de los países y del grado de aceptación que éstos puedan tener entre los potenciales inversionistas. La experiencia de algunas emisiones exitosas en países de la región sugiere que el éxito de un proceso de securitización depende de que los inversionistas estén dispuestos a comprar los instrumentos securitizados, lo cual es muy sensible a la calidad de los activos que se están titularizando, y de la forma como se cubran los diversos riesgos que involucra este proceso. Los riesgos contemplan elementos de índole financiera y real que reflejan las características propias del proceso de producción del bien o del servicio que respalda la emisión. Si los activos securitizados son, por ejemplo, cuentas por cobrar, es necesario tener una buena historia de pago de la cartera de créditos, que esté diversificada y que exista un buen sistema de cobro. Por otra parte, si el activo corresponde a derechos sobre flujos futuros, el éxito depende de la calificación de solvencia del originador y se ve favorecida por la creación de patrimonios separados, bancos recaudadores independientes, contratación de seguros de crédito, etc. Además, en este caso, las garantías cumplen un rol esencial, toda vez que los flujos corresponden a servicios que aún no han sido entregados.

Recientemente se han registrado experiencias interesantes que han permitido el financiamiento de agentes productivos que normalmente no acceden al mercado de capitales ni al bancario, así como la reestructuración de pasivos de empresas. En el primer caso destacan la emisión de títulos de inversión ganadera en Colombia y la inversión de bonos forestales en Chile. En el segundo, la emisión de bonos securitizados por parte de la Universidad de Concepción en Chile y los casos de titularización en Perú de las empresas Quimpac y Wong & Metro.

La industria de capital de riesgo (ICR) ha resultado ser otra forma de facilitar el acceso al mercado de capitales de proyectos innovadores, principalmente en el ámbito tecnológico. Esta industria se ha desarrollado en países como Estados Unidos e Israel, así como en Europa y en menor escala en América Latina (Santos, 2003; Botazzi y Da Rin, 2002).

Las inversiones de capital de riesgo operan con un horizonte temporal previamente especificado, ya que esperan una ganancia por haber participado en la formación de la empresa, ganancia que realizan vendiendo su participación, idealmente a través de la colocación de acciones. Esto les permite obtener utilidades y reciclar recursos para nuevas inversiones. Los fondos para capital de riesgo están administrados por organizaciones especializadas, las cuales proporcionan no sólo el financiamiento sino también apoyo organizativo y jurídico, capacidad de gestión y asesoría estratégica.

Para lograr un efectivo desarrollo del capital de riesgo, es preciso conjugar una serie de elementos, entre los cuales se destacan: la existencia de un flujo significativo de proyectos atractivos, inversionistas dispuestos a aportar recursos, disponibilidad de mecanismos de salida para los inversionistas y un adecuado entorno legal y regulatorio (Rivas, 2003).

Las políticas públicas que busquen apoyar el surgimiento de la industria del capital de riesgo deben orientarse en dos direcciones. La primera consiste en apoyar la oferta de capital de riesgo,

mediante la eliminación de trabas que desincentiven los aportes de este tipo de recursos. Por ejemplo, si las ganancias se realizan mediante la venta de acciones, el impuesto a las ganancias de capital es un desincentivo para esta forma de financiamiento. La segunda es fomentar la demanda de estos recursos promoviendo emprendimientos de base tecnológica a través de subsidios focalizados, marcos regulatorios y legales adecuados para facilitar los contratos, entre otras cosas.

Además, la estructura no tradicional de riesgo que enfrentan estos fondos —así como su potencial de crecimiento y rentabilidad— puede requerir garantías estatales por un tiempo, aunque no como mecanismo permanente, como por ejemplo, la creación de fondos de garantías que estimulen la participación de inversionistas institucionales privados en los esquemas de capital de riesgo.