

¿Cómo desarrollar los mercados de capitales?¹

Augusto de la Torre y Sergio Schmukler²

A principios de la década del noventa, los economistas y diseñadores de política económica tenían altas expectativas respecto al desarrollo futuro de los mercados de capitales en América Latina. Lamentablemente los resultados no han estado a la altura de las expectativas. Los mercados de acciones y bonos corporativos en la mayoría de las economías emergentes todavía tienen bajos niveles de liquidez, y las transacciones y capitalización se concentran en unas pocas firmas. Las bolsas de muchas economías en desarrollo, particularmente en América Latina y Europa del este, experimentaron un descenso en la liquidez y la cantidad de empresas listadas en sus mercados. Este descenso se debió, en parte, a que muchas empresas empezaron a usar los mercados internacionales de capitales, cotizando y emitiendo acciones en centros financieros como Nueva York y Londres. La deuda en los países de América Latina es generalmente de corta madurez y denominada en moneda extranjera, por lo que sus economías se ven más expuestas a crisis de liquidez y a movimientos en el tipo de cambio.

El estado actual de los mercados de capitales luce particularmente pobre cuando se toman en consideración los muchos esfuerzos que ya han tenido lugar para reformar las instituciones que se consideran ligadas al desarrollo financiero. En el caso de América Latina, los resultados son aún más decepcionantes cuando se los compara con la evolución que experimentaron los mercados financieros en el sureste asiático y en las economías desarrolladas (especialmente en los centros financieros internacionales). El hecho de que los resultados hayan estado tan por debajo de las expectativas de principios de la década del noventa ha provocado un cuestionamiento de las recomendaciones de política convencionales.

En este artículo nos concentraremos en cómo deberíamos replantear la agenda de reforma del mercado de capitales en el futuro. Para ello, es necesario revisar ciertos temas fundamentales que han obstaculizado el desarrollo del mercado de capitales y que no han permitido ver el fruto de las reformas. Aquí analizamos algunos temas puntuales como una ilustración de la utilidad de este enfoque. Éstos

son: globalización financiera, liquidez y diversificación del riesgo.

Globalización financiera. La creciente globalización financiera requiere un cambio de enfoque en la medición del desarrollo del mercado de capitales, que no se centre en una dimensión local. La costumbre en muchos estudios y discusiones de política es medir y comparar el desarrollo del mercado de capitales entre los países en términos de indicadores de tamaño y actividad del sistema financiero doméstico. Estas medidas son intrínsecamente erróneas debido al hecho de que, en un contexto globalizado, el desarrollo financiero

¹Agradecemos a José Azar, Francisco Ceballos y Alejandro Vera por su excelente asistencia en la preparación de este artículo. El mismo está basado en el capítulo cuarto del libro: "Emerging capital markets and globalization" de los mismos autores publicado en 2006 por Stanford University Press y el Banco Mundial.

²Asesor senior del sector financiero para América Latina y el Caribe del Banco Mundial, y economista líder del grupo de investigaciones para el desarrollo del Banco Mundial, respectivamente.

se caracteriza primordialmente por la integración con los mercados financieros internacionales. Sin duda alguna, medidas que incorporen el grado de integración internacional son claramente más difíciles de obtener. De cualquier manera, este hecho no debería impedir reconocer los problemas de las medidas más tradicionales, ni restarle importancia al concepto de integración financiera.

Por otra parte, la globalización financiera también requiere un enfoque más general para entender el desarrollo financiero, que incorpore simultáneamente el lado doméstico e internacional del proceso. Desde esta perspectiva, el éxito del desarrollo financiero se debe sustentar en la profundización y ampliación del acceso a los servicios financieros, independientemente de que estos servicios sean provistos domésticamente o en el exterior, por mercados de bonos o por otros mercados. Este enfoque más general requiere una adecuada comprensión sobre la manera como las reformas afectan el desarrollo de los mercados domésticos y el proceso de internacionalización y la relación entre estos dos elementos.

Sin embargo, una creciente relevancia de la globalización financiera no se traduce en mercados domésticos débiles. Es difícil creer que los mercados financieros internacionales pudieran, en el futuro cercano, convertirse en sustitutos perfectos de los mercados locales, especialmente en lo que concierne a servicios financieros tales como pagos y ahorros en moneda local, pequeños préstamos al consumo o a pequeñas y medianas empresas. De hecho, estudios empíricos sugieren que, incluso en países donde la integración financiera es alta, el grado de desarrollo financiero local es vital para el éxito de las firmas, especialmente de las más pequeñas (Guiso, Sapienza y Zingales,

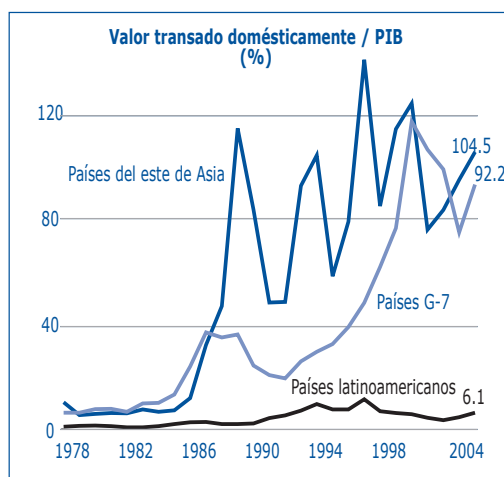
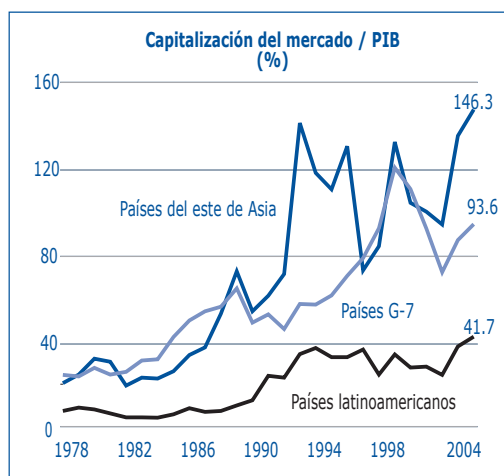
2004)³. En consecuencia, los mercados financieros locales no sólo no pierden importancia sino que cobran aún más, pues bajo la globalización, más que un sustituto, representan un complemento a la integración al sistema financiero internacional.

Por otra parte, la globalización financiera complica la agenda de reforma debido a que magnifica los problemas de aquellos mercados de deuda asociados a monedas débiles, tal como se expone comúnmente en la literatura de finanzas internacionales. En efecto, la actual ola de globalización (que se desenvuelve en un contexto de regímenes de tipo de

cambio flotantes) provee beneficios que aumentan dependiendo de que tan bien se desempeñan, simultáneamente, las monedas locales en dos funciones: la de absorber los *shocks* y la de ser un depósito seguro de valor. Desempeñar estas dos funciones correctamente es bastante difícil para el caso de aquella mayoría de monedas que no se utilizan internacionalmente como reservas de activos. Es drásticamente más complicado en el caso de que la moneda local no sea bien aceptada, incluso en su país, como depósito seguro de valor para los ahorros (tal como ocurre con muchas economías emergentes en las cuales el sistema financiero se encuentra altamente dolarizado o donde impera el cortoplacismo). En tales circunstancias, las opciones de políticas, además de limitadas, corren el riesgo de caer a tierra debido a la puja entre los objetivos de absorción de *shocks* y de promoción como depósito de valor confiable para la intermediación financiera.

Los problemas que surgen en un contexto de globalización y monedas débiles están relacionados en forma directa solamente con mercados de deuda. Esto es porque en países donde el tipo de cambio real de equilibrio está sujeto a fluctuaciones significativas, los préstamos en dólares sistemáticamente exponen a los deudores en el sector no transable a un riesgo cambiario y, como resultado, exponen a sus acreedores a un riesgo de incumplimiento. La exposición lleva a no poder cubrirse si un mercado confiable de derivados de tipo de cambio no existe (el caso de países donde la dolarización financiera es alta). Por lo tanto, la globalización

Gráfico 1
Desarrollo del mercado de acciones



Fuente: S&P Base de datos de Mercados Emergentes Banco Mundial.

³ Guiso, L., P. Sapienza, y L. Zingales, 2004. "Does local financial development matter?" *Quarterly Journal of Economics* 119 (3): 929-69.

magnifica los problemas de moneda débil porque el efecto adverso en los balances proviene de la falta de mercados para la deuda denominada en moneda local.

En contraste, el problema de moneda débil no se relaciona con los contratos de acciones. Esto sucede porque las acciones no generan vulnerabilidades en las hojas de balance de los emisores. Estos contratos no están sujetos a riesgo de incumplimiento porque no comprometen al emisor a pagar un flujo que es independiente de su desempeño (si el emisor de acciones sufre fluctuaciones en sus ingresos, él los traspasa a los inversionistas como cambios en el pago de dividendos). Por esto, la internacionalización de los mercados de acciones no carga en sí misma implicaciones de vulnerabilidad, incluso si algún país de la integración tiene una moneda débil.

De aquí sigue que en una economía emergente con integración a los mercados financieros internacionales, los incentivos para los emisores de acciones aumenten a favor de emitir en los mercados internacionales. Si las compañías de la economía emergente pueden alcanzar el umbral de costo y tamaño para emitir acciones a un precio razonable en los profundos y más líquidos centros financieros internacionales, no habría ventaja en emitir en los mercados locales. Sin embargo, como se nota, la migración de la emisión de acciones y transacciones de éstas hacia los mercados internacionales puede suponer efectos adversos para la liquidez del mercado local de acciones y esto no puede ser ignorado cuando se fijan las expectativas y se vuelven a formar recomendaciones de reforma.

Al final, la agenda de reforma necesita poner mucha más atención a los problemas que

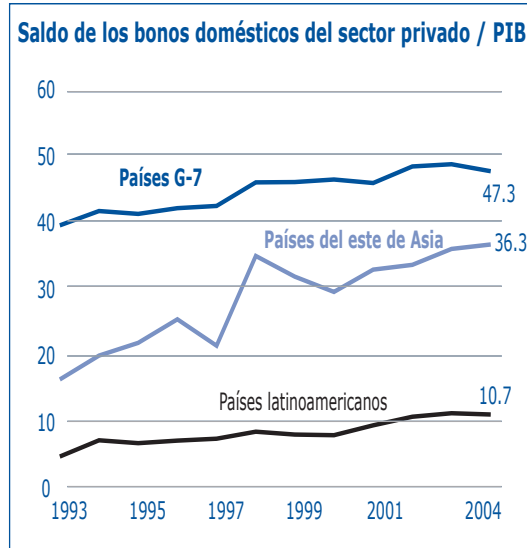
surgen en un contexto de globalización financiera, monedas débiles y desarrollo de los mercados de deuda. Como mínimo, debe llamarse a una determinación temprana, hecha país por país, de si existen posibilidades reales de revertir la dolarización financiera. A esta determinación deben seguir recomendaciones sensibles en el sentido de prevenir o evitar el resurgimiento de la dolarización donde sea posible, y de vivir con

la dolarización mientras se mitigan las vulnerabilidades de las hojas de balance donde sea apropiado.

Liquidez. El enfoque aquí es la liquidez de los mercados secundarios, como el núcleo de una de las únicas contribuciones de los mercados de capitales para un sólido mercado financiero. En efecto, la liquidez de los mercados secundarios apunta a “la revelación de precios”, una función distintiva de los mercados de bonos en relación con los mercados bancarios. En ausencia de liquidez razonable, las preocupaciones con respecto a la integridad de precios no pueden ser completamente disipadas. Cuando las transacciones en el mercado secundario de bonos son muy esporádicas, su valoración necesita métodos, que aunque estén bien diseñados, son sustitutos imperfectos de la realidad. Al socavar la revelación de precios, la iliquidez de los mercados secundarios causa *marking to market*, perdiendo mucho de su significado y volviendo el proceso de hallar un valor contable para los bonos en una tarea tentativa o aproximada.

Adicionalmente, la liquidez de los mercados secundarios es lo que le permite a los inversionistas salir de sus posiciones sin afectar los precios de los activos. La iliquidez entonces se constituye en el mayor estorbo para la entrada de inversionistas en el mercado, incluso en tiempos normales, dejándolos solos en tiempos turbulentos, cuando la iliquidez magnifica los efectos de *shocks* en el precio de los activos. En este sentido, la iliquidez engendra iliquidez: nuevos inversionistas y emisores se desaniman de entrar al mercado por las preocupaciones acerca de la integridad de precio y de salida, y así la falta

Cuadro 2
Desarrollo del mercado de bonos



Fuentes: BIS y Banco Mundial.

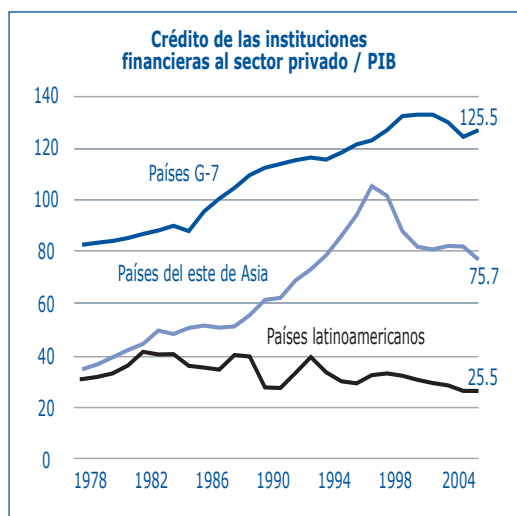
de nuevos jugadores mina aún más la liquidez.

Además, la liquidez en los mercados secundarios constituye un cimiento para la seguridad y solidez en el desarrollo de otros mercados claves, como el de repos y el de derivados. Esto explica, en gran parte, por qué el mercado de repos en la mayoría de países de América Latina se circunscribe típicamente al uso de los papeles de deuda pública como activo subyacente. Esto ayuda también a explicar por qué el mercado de derivados que tiende a desarrollarse primero (en los pocos países donde se ha desarrollado como Brasil, Chile y México) es el mercado de derivados para tipo de cambio, dada la relativamente alta liquidez del mercado *spot*. En contraste, el mercado de derivados para tasas de interés, riesgo de crédito y precios de las acciones está bastante subdesarrollado en la región.

Contra este fondo, un hecho clave que hay que considerar en el debate de reforma es que la liquidez del mercado secundario es una función positiva del tamaño del mercado y de las economías de escala relacionadas, así como de las externalidades de red y los efectos de aglomeración. Este simple hecho explica por qué la liquidez global se incrementa alrededor de pocos centros de finanzas internacionales. En la mayoría de los países de América Latina, excepto tal vez los más grandes, no ha sido posible generar mercados domésticos razonablemente líquidos para deuda corporativa y emisión de acciones.

Además, aunque no se ha probado, una hipótesis razonable es que los efectos adversos de la iliquidez de los pequeños mercados domésticos son exacerbados por la concentración, una característica de los mercados de capitales latinoamericanos. El patrón general en los mercados de América

Gráfico 3
Desarrollo del sector financiero



Fuente: Banco Mundial.

Latina es que sólo pocas firmas son capaces de emitir bonos en cantidades que permitan encontrar umbrales mínimos de liquidez, y dichos bonos son comprados por pocos inversionistas institucionales que dominan la escena. Estos inversionistas tienden a seguir comprando y manteniendo las estrategias, especialmente porque las preocupaciones no afectan de forma significativa los precios. El resultado es bajo volumen de transacciones.

De esta forma, no es sorprendente que muchos mercados de bonos domésticos se encuentren capturados en una trampa de baja liquidez, especialmente en el sector de bonos privados. McCauley y Remolona (2001)⁴ sugieren que un mercado secundario altamente líquido para los bonos públicos requeriría un *stock* negociable en el rango de US\$100-US\$200 billones. El problema con esta conclusión es, por supuesto, que pocas economías emergentes tienen un PIB dentro de ese rango.

Una complicación adicional es que en países pequeños con pocas bases inversionistas no hay suficiente campo para mercados secundarios líquidos para bonos públicos y privados al

mismo tiempo. Como resultado, la pequeñez exagera el *crowding out* de los bonos privados por parte de los públicos. Sin embargo, al mismo tiempo, mercados de bonos públicos líquidos son necesarios para generar una curva de rendimientos que es clave en el desarrollo de los mercados de bonos privados.

Las visiones difieren en cuanto al “umbral de tamaño” necesario para la liquidez del mercado de bonos privados y de acciones. Sin embargo, los participantes del mercado en la mayoría de los países grandes o de tamaño mediano de América Latina típicamente consideran que emisiones por debajo de US\$50 millones no abrirían el apetito de los grandes

inversionistas institucionales, en parte porque los pequeños emisores no generarían suficiente liquidez en el mercado secundario para poder salir de ellos adecuadamente. Sin embargo, US\$50 millones es una gran cantidad en términos relativos para muchos países de América Latina. Éste se vuelve un umbral que deja sólo a un puñado de firmas de tamaño adecuado para participar en la emisión de bonos en los mercados locales.

En suma, la agenda de reforma no puede subestimar las restricciones fundamentales de liquidez derivadas de la pequeñez, como ha ocurrido en el pasado. Una vía obvia y directa para conducir las restricciones de mercados pequeños es, por supuesto, la promoción de la integración financiera internacional. Ésta es, de hecho, una vía segura para romper el confinamiento de los mercados locales ilíquidos. Pero traerá de

⁴ McCauley, R., y E. Remolona, 2000. “Size and liquidity of government bond markets”, BIS Quarterly Review (November).

vuelta a la mesa de discusión las dos advertencias que se han enfatizado: primero, que la internacionalización de la emisión de bonos y su transacción puede reducir la liquidez de los mercados domésticos, y segundo, que con respecto a los mercados de bonos, la internacionalización puede magnificar las vulnerabilidades asociadas al problema de moneda débil.

Diversificación del riesgo. ¿Ha mejorado la diversificación del riesgo en los mercados de capitales de la mayoría de las economías emergentes? Ésta es una cuestión fundamental, que lo lleva a uno a preguntarse por qué no ha sido examinada más frecuente y seriamente. En los mercados de capitales domésticos se esperaba (después de las reformas) una significativa expansión de las oportunidades de diversificación del riesgo para los inversionistas locales, liberándolos de la tradicional dependencia de los depósitos bancarios y ayudando a democratizar la propiedad de las firmas. Sin embargo, el resultado ha sido bien diferente en el agregado. En el caso de América Latina, con excepción de los fondos de pensiones, los inversionistas individuales en los mercados de bonos locales continúan siendo una fracción minúscula de la población. También, los portafolios de los inversionistas institucionales en la mayoría de los países latinoamericanos están poco diversificados y concentrados preponderantemente en bonos públicos.

Hay pocas excepciones a este sombrío estado de las cosas en el promedio regional. Primero, en pocos países—un caso que vale la pena anotar es el de Chile—los inversionistas institucionales locales asignan una significativa porción de sus portafolios a bonos domésticos emitidos por entidades no bancarias. Sin embargo, incluso en el caso de Chile, el conjunto de

emisores con bonos mantenidos por los inversionistas institucionales es bastante limitado, con tenencias de acciones concentradas en un pequeño subconjunto del universo de empresas listadas, y tenencias de bonos concentradas en grandes compañías. Segundo, el mercado de capitales local para pocos países—notablemente Brasil, Chile y México—tiene una característica de profundidad para los mercados de derivados, principalmente de cubrimientos de tasa de cambio en la forma de *forwards*. No obstante estas importantes excepciones, la conclusión general mantiene que el rol jugado por los mercados de bonos privados de aumentar la diversificación del riesgo ha sido bien bajo frente a las expectativas iniciales.

Aunque muchas condiciones ayudan a explicar este resultado decepcionante, no hay duda de que el pequeño tamaño de los mercados domésticos es el centro de la historia. Un mercado doméstico pequeño no puede sostener más de un número limitado de emisores que puedan alcanzar los umbrales de tamaño, calidad y liquidez requeridos por los inversionistas institucionales locales. El resultado se agrava donde la concentración de la propiedad es alta (el caso de la mayoría de los países latinoamericanos) dado el bajo número de acciones transadas. Además, incluso lo que aparece como un conjunto variado de bonos locales supondría menos diversificación “verdadera” cuando el riesgo sistémico es alto. Esto es porque el riesgo sistémico afecta las inversiones en los activos de la economía local globalmente, y como consecuencia, no se puede diversificar más allá de variar las tenencias de portafolio en el mercado doméstico.

Las limitadas oportunidades de diversificación en mercados domésticos pequeños han llevado a muchos analistas a defender una relajación del régimen regulatorio para darles a los

inversionistas institucionales locales mayores posibilidades de invertir en activos foráneos. El argumento es particularmente convincente en el caso de los fondos de pensiones que crecen rápidamente, y cuya función fiduciaria principal (proteger los ahorros de los trabajadores para maximizar sus ingresos de retiro por un bajo nivel de riesgo) se ve sistemáticamente frustrada si ellos se encuentran en mercados domésticos pequeños y no les es permitido reducir el riesgo a través de la diversificación internacional. Mientras que el argumento ha sido transformado en acción en pocos países de América Latina—de nuevo es notable el caso de Chile—que han aumentado el techo de las inversiones de fondos de pensiones en el exterior, en la mayoría de países de la región el argumento ha sido poner una barrera política, basados en que dichos fondos deberían jugar un rol importante en el desarrollo de los mercados locales.

Por lo tanto, otros argumentarían que, más que concentrarse en la diversificación internacional, en la relajación de los límites regulatorios debería darse prioridad a la ampliación de la habilidad de los fondos de pensiones para diversificar sus inversiones en los mercados locales, estrategia que sería consistente con el objetivo de fomentar el rol de estos fondos en el desarrollo financiero doméstico. Sin embargo, la evidencia muestra que, a pesar de estas relajaciones, los inversionistas mantienen en sus portafolios bajos niveles de bonos privados.

Esto sugiere que, incluso bajo un régimen más liberal de inversión, los factores estructurales parecen limitar la extensión de la diversificación de los portafolios de los inversionistas institucionales. Así, junto con la iliquidez, la baja diversificación conduce a una fuerte segmentación de la participación en los mercados

de capitales locales a favor de grandes emisores.

La observación general de esta sección, que los portafolios de los inversionistas se han diversificado poco frente a lo inicialmente esperado, sugiere que el alcance de la diversificación puede ser frenado por el mismo proceso económico de la diversificación del riesgo. Nuestra hipótesis es que la reducción marginal del riesgo alcanzada incluyendo un emisor más en el portafolio parece compensada por el costo marginal de monitorear al emisor, en un punto mucho más temprano de lo que comúnmente se creía. Esto añadiría otra razón para explicar por qué la participación directa en los mercados de capitales está segmentada a favor de los emisores y emisiones que alcanzan un tamaño mínimo.

La observación de que las firmas pequeñas y medianas tienden a ser segmentadas del acceso directo a los mercados de bonos no implica, sin embargo, que dichas firmas tengan peores términos de acceso a los servicios financieros en general. Aunque hay un sesgo a favor de las firmas grandes, los mercados de capitales pueden mejorar el acceso de todas las firmas a través de efectos indirectos. Estos mercados pueden, por ejemplo, sacar de los bancos a grandes clientes corporativos, y de este modo forzar a los bancos a moverse a mercados más pequeños y buscar nuevos negocios prestando a más empresas pequeñas y medianas.

Comentarios finales. Este artículo ha propuesto una alternativa complementaria, que destaca la necesidad de dar un paso atrás, revisar ciertos hechos básicos y reformar las expectativas, como un avance inicial para asegurar fundamentos más sólidos en una reformulación de la agenda de política para el desarro-

llo del mercado de capitales. Temas como la globalización financiera, la liquidez y la diversificación del riesgo están entrelazados con problemas de tamaño y segmentación, que afectan a los mercados de capitales y que están asociados a las complejidades y retos que no deberían ser subestimados en el debate de la reforma.

Este artículo invita al eclecticismo. Un reformador inteligente debería tener en cuenta las circunstancias apropiadas para cada país y no seguir recetas generales. El análisis invita a una agenda de reforma variada. La clave es diseñar reformas específicas para cada país, que tomen en cuenta elementos como si el país en cuestión pudiera realmente alcanzar el umbral de tamaño para sostener un mercado secundario doméstico líquido para los bonos privados. Para países que sí puedan, el paquete de reformas convenientes sería relativamente fácil de formular. La elaboración de un conveniente paquete de reformas para países pequeños representa, en contraste, un reto más desalentador, sobre todo porque el pensamiento, a este respecto, apenas está en sus primeras etapas. Un ejemplo es la necesidad de bosquejar una versión *light* conveniente de un mercado de bonos para pequeños países, uno que sea complementario a la integración financiera internacional.

El análisis de este artículo sugiere áreas para investigaciones futuras que podrían ser de especial importancia en la discusión de política. Por ejemplo, un mayor trabajo es necesario para entender las interacciones entre la internacionalización de los mercados financieros y el desarrollo de los mercados de capitales domésticos. Nuestra sugerencia de que la globalización, la liquidez y la diversificación del riesgo están vinculadas con la participación segmentada en los mercados de capitales locales e

internacionales necesita ser probada profundamente. Además, es necesario explicar por qué América Latina se ha desempeñado peor en términos del desarrollo de sus mercados domésticos de capitales. Este misterioso hecho fue desenterrado por nuestro análisis, pero una explicación completa está aún pendiente. ANIF

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Eichengreen, B., R. Hausman y U. Panizza (2005). "The Mystery of Original Sin" en *Other people's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, ed. B. Eichengreen and R. Hausmann. Chicago: University of Chicago Press.
- Guiso, L., P. Sapienza, and L. Zingales. (2004), "Does local Financial Development Matter?" *Quarterly Journal of Economics* 119 (3): 929-69.
- Ladekarl, J., and S. Zervos. (2004), "Housekeeping and Plumbing: The Investability of Emerging Markets". *Policy Research Working Paper 3229*, Banco Mundial, Washington, DC.
- Lane, P., and S. Schmukler. Próximamente. "The International Financial Integration of China and India", en *Dancing with Giants: China, India, and the Global Economy*, ed. L. Alan Winters and Shahid Yusuf. Washington, DC: Banco Mundial.
- McCauley, R., and E. Remolona. (2000). "Size and Liquidity of Government Bond Markets," *BIS Quarterly Review* (noviembre).
- Obstfeld, M., and A. M. Taylor. (2005), *Global Capital Markets: Integration Crisis, and Growth*, Cambridge University Press.
- Schinasi, G., and R.T. Smith. (1998), "Fixed Income Markets in the United States, Europe, and Japan: Some Lessons For Emerging Markets." *IMF Working Paper 173/98*, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.