



Peces pequeños, estanque grande

¿Qué futuro tienen los mercados de capital de los países en desarrollo en una economía globalizada?

Corredores en la bolsa de Buenos Aires, Argentina.

Augusto de la Torre y Sergio Schmukler

EN LAS tres últimas décadas el sistema financiero mundial —y particularmente los mercados de capital— experimentaron cambios sustanciales y un agudo incremento de la profundidad, diversidad y globalización financieras, mayormente en los centros financieros y países desarrollados, pero también en buena medida en los países en desarrollo. Muchos de ellos intentaron fortalecer sus mercados de valores mediante reformas de fondo, especialmente en los años noventa, liberalizando sus mercados financieros, mejorando el clima para la inversión (estabilizando la macroeconomía y creando mejores condiciones para la actividad económica), desarrollando nuevos marcos e instituciones de supervisión y reforzando la infraestructura básica para el funcionamiento de los mercados de capital. Algunos también implementaron reformas integrales de sus sistemas jubilatorios y privatizaron empresas públicas con la esperanza de estimular el desarrollo del mercado de capital.

Las expectativas de desarrollo se intensificaron a medida que lo hacían las reformas, pero en muchos casos no llegaron a cumplirse y, transcurridas casi dos décadas, la situación de los mercados de capital en esos países es muy diversa. El ritmo de crecimiento de los países en desarrollo, si bien rápido en su conjunto, no fue tan notable como en las naciones desarrolladas y algunos sufrieron el estancamiento o incluso la contracción de sus mercados de valores, particularmente de acciones y bonos en moneda local. Los países latinoamericanos en especial adoptaron la globalización financiera con mayor vigor que los países asiáticos pero en compa-

ración con ellos quedaron rezagados en el fortalecimiento de sus mercados internos de valores, lo que representa un muy magro resultado frente a la intensidad de las reformas y resulta desconcertante por la falta de claridad y consenso sobre cómo modificar el programa de reformas de los mercados de capital.

Este artículo pretende arrojar cierta luz sobre esa variedad de resultados y sostiene que debe prestarse mayor atención al papel de la globalización y la magnitud económica en el desarrollo de los mercados de valores, y llega finalmente a la conclusión de que los encargados de formular las políticas económicas deben redefinir sus expectativas y aplicar un enfoque diferente al fortalecimiento de los mercados internos de capital.

Una visión interna de los mercados de capital débiles

Difícilmente pueda atribuirse el pobre desempeño de los mercados internos de acciones y bonos de los países en desarrollo solamente a variables macroeconómicas e institucionales fundamentales, como la estabilidad monetaria, el desarrollo económico general, la magnitud económica y la vigencia del Estado de Derecho, o a las reformas vinculadas a los mercados de capital. Los resultados empíricos de un reciente estudio del Banco Mundial que compara los mercados de capital latinoamericanos con los de otras regiones demuestran precisamente que esas variables, cuando son más sólidas, impulsan tanto el desarrollo del mercado de acciones interno como la internacionalización de la emisión y negociación de valores, aunque no en forma simétrica. Cuando

mejoran las variables económicas fundamentales, la emisión y negociación de acciones en el exterior en realidad aumentan en comparación con la actividad interna. De igual manera, la introducción de reformas vinculadas al mercado de capital produce un efecto positivo mayor sobre la internacionalización del mercado de acciones que sobre sus operaciones locales.

Contrariamente a lo previsto, el mercado local no solamente no se “contagia” de esta internacionalización sino que, en muchos casos, su liquidez se debilita. Una menor liquidez local de las empresas que emiten valores en los mercados bursátiles externos produce efectos secundarios negativos sobre la liquidez de aquellas empresas que no operan en el exterior, e incluso una desviación de las corrientes comerciales. La liquidez que resta en el mercado bursátil interno tiende a concentrarse en empresas que ya tienen acceso a los mercados de capital internacionales.

En América Latina estos efectos fueron particularmente contundentes y condujeron a un lento desarrollo de los mercados de valores internos que no solamente están por debajo de lo que cabría esperar en función del desarrollo económico e institucional de la región sino que también se han mostrado menos receptivos a la introducción de reformas. Por otra parte, América Latina muestra una “excesiva” internacionalización de sus mercados de acciones que en parte se explica por el intenso proceso de privatización que condujo a nuevas emisiones en los mercados internacionales y se reflejó en importantes deserciones bursátiles (véase el gráfico). Si bien América Latina ocupa sin duda un lugar periférico, no está sola pues en Europa varios de los países desarrollados más pequeños y algunos países en desarrollo enfrentan circunstancias similares. Asia oriental, por el contrario, muestra un desarrollo relativamente positivo de sus mercados internos de acciones y bonos empresariales.

Una brecha desconcertante

¿Cómo contribuyen estos resultados a explicar la brecha entre las grandes expectativas e intensas reformas de los años noventa por una parte, y el escaso desarrollo de los mercados internos de capital por la otra? Para empezar, ofrecen argumentos para cuestionar la validez de las opiniones tradicionales, una de las cuales atribuye esa brecha a la impaciencia y la naturaleza imperfecta e incompleta de las reformas, y recomienda dar a las fuerzas del mercado el tiempo necesario para operar mientras se continúa con ellas. Según este criterio los elementos básicos de las reformas ya son bien conocidos y las “prácticas óptimas” se han descrito en varios códigos y normas internacionales, pero no tiene en cuenta que la mejora de las variables institucionales y macroeconómicas fundamentales y la introducción de reformas no solo estimulan los mercados de valores internos sino también —y en mayor grado— la ya creciente tendencia a emitir y negociar valores en el exterior. Si bien esta conclusión no invalida la importancia de las reformas, postula claramente un cambio en la importancia de las expectativas y la necesidad de revisar los aspectos relacionados con la globalización financiera para que esas expectativas los reflejen adecuadamente.

Otra opinión sostiene que la brecha se debe a una secuencia errónea de las reformas y destaca la importancia de desarrollar un adecuado marco institucional y normativo y un mercado local para la deuda en moneda nacional antes de liberalizar el mercado financiero. En principio nada objeta posponer la apertura total de la cuenta de capital y la competencia irrestricta hasta que se den determinadas condiciones, pero la realidad en términos de economía política es que la reforma institucional no es un hecho de lógica pura y por ello es a menudo insuficiente para contrarrestar la resistencia de quienes perciben antes que nadie las pérdidas causadas por la reforma y pueden organizar una vigorosa oposición al cambio. En contraposición, los beneficios de la reforma se acumulan a futuro y se distribuyen entre numerosos “ganadores” que deben enfrentar una acción colectiva pero que, con escasos incentivos para actuar en grupo, tienden a permanecer relativamente silenciosos y desorganizados. La experiencia histórica brinda abundantes ejemplos de que la competencia externa induce a quienes manejan información privilegiada a actuar con mayor eficiencia y modificar los incentivos contrarios a la reforma, estimulando así a sus beneficiarios a apoyar las mismas reformas a las que antes se oponían.

En conclusión, ambas opiniones no toman en consideración elementos fundamentales, o lo hacen de manera insuficiente. El estudio del Banco Mundial ofrece una perspectiva complementaria que enfatiza la necesidad de dar un paso atrás y reconsiderar las repercusiones de ciertos aspectos básicos —globalización financiera, liquidez, diversificación y magnitud económica— como etapa previa a una reformulación más sólida del programa de reformas.

Papel de la globalización financiera. La globalización financiera complica de distintas maneras las acciones de política económica en los mercados de deuda —donde magnifica los problemas relacionados con las monedas débiles— y en los mercados de capital. Los beneficios de la actual ola globalizadora, desarrollada en un contexto de tipos de cambio flotantes, dependen de que la moneda local pueda simultáneamente absorber los choques y ser una reserva de valor fiable para el ahorro. Cumplir ambas funciones ya es difícil para todas las monedas con excepción de las pocas que se usan como activos internacionales de reserva, y se torna

En busca de mejores horizontes

La proporción de valores de América Latina negociados en el exterior supera considerablemente la de otras regiones.



Fuentes: Banco de Nueva York y base de datos sobre los mercados emergentes de Standard & Poor's.

Nota: Las series se calculan agregando los datos a nivel de empresas de cada país. El gráfico muestra los promedios de varios países de la relación entre el valor de los títulos negociados en los mercados bursátiles de Estados Unidos (como certificados americanos de depósito de acciones extranjeras) y el valor de los títulos negociados en los mercados bursátiles locales. Los datos del Grupo de los Siete corresponden a los promedios de Alemania, Canadá, Francia, Italia y Japón. No incluye Estados Unidos y el Reino Unido porque se consideran centros financieros internacionales. Los datos de los países de Asia oriental corresponden a los promedios de Corea, Filipinas, Hong Kong, Indonesia, Malasia, Taiwan y Tailandia. Los datos de los países latinoamericanos corresponden a los promedios de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

drásticamente más complicado cuando la moneda local tiene escasa aceptación como refugio fiable del ahorro, incluso en su propio país. Ello estimula la concertación de contratos financieros fuertemente dolarizados (en una moneda extranjera sólida) o de muy breve duración, que generan grandes concentraciones crediticias sin cobertura en los balances de los deudores y la vulnerabilidad del sistema financiero frente a repentinas e importantes depreciaciones del tipo de cambio real o aumentos de la tasa real de interés. En tales circunstancias, la política económica no solamente queda limitada sino que se debate entre las metas que debe cumplir la moneda: absorber los choques o servir como reserva de valor.

En cambio, la internacionalización de los mercados bursátiles no produce discrepancias en los balances de los emisores de acciones y por lo tanto no causa una vulnerabilidad sistémica, aun cuando el país que se incorpora tenga una moneda débil. Los contratos bursátiles no están sujetos a riesgos por defecto pues no comprometen al emisor a pagar por flujos de capital que son independientes de su desempeño y, si bien este puede verse afectado por fluctuaciones del tipo de cambio real, sus efectos se transfieren a los inversores por vía de modificaciones en los pagos de dividendos. Pero, como la internacionalización perjudica la liquidez del mercado bursátil local, la emisión y negociación internacional de acciones puede crear un dilema de política económica que posiblemente se agrave a medida que una economía en desarrollo se integra cada vez más a los mercados financieros mundiales y que los incentivos para emitir títulos de participación en el exterior y no en su país de origen son más fuertes e inequívocos. De hecho, una vez que las empresas traspasan los umbrales de costos y magnitud económica necesarios para emitir acciones a precios razonables en los centros financieros mundiales —más profundos y con liquidez significativamente mayor— no existe una ventaja aparente para hacerlo en los mercados bursátiles internos.

Papel de la liquidez, la diversificación y la magnitud económica. En algunos países en desarrollo, en particular los más pequeños, la iliquidez engendra iliquidez y limita la capacidad de los inversionistas para liquidar sus posiciones sin afectar los precios, desalentando la incorporación de nuevos actores, lo que a su vez limita aun más la liquidez. Las repercusiones son de largo alcance pues básicamente la iliquidez obstaculiza la “revelación de precios” que es una de las funciones que más distinguen a los mercados de valores de los mercados bancarios. También existen evidencias de que en varios países en desarrollo los mercados internos de valores no inciden significativamente en la diversificación del riesgo —más allá de la función que ya desempeñan los bancos locales— pero cuando esa diversificación se origina en inversionistas en carteras internacionales tiende a marginar a los pequeños países y emisores empresariales.

La iliquidez y la diversificación insuficiente de las carteras están intrínsecamente vinculadas a un rasgo estructural que prevalece en los mercados de capital de varios países en desarrollo: la reducida magnitud económica, tanto de mercados como de empresas, que afecta la liquidez como función positiva de las economías de escala y de los efectos de aglomeración. Cuando la magnitud de una economía obstaculiza la liquidez, surge la interrogante de si existen realmente mercados de valores internos que sean convenientes para las pequeñas economías abiertas y cuál sería su papel

en ellas. Más aún, en las pequeñas economías la diversificación del riesgo está limitada por la escasez de activos. Al tener costos fijos, las inversiones serán mínimas y tenderán a segmentar el mercado, excluir a los pequeños emisores y emisiones, y restringir la diversificación del riesgo.

Cómo reformular el programa de reformas

Quizá sería conveniente que al ponderar nuevos enfoques para el desarrollo de un mercado interno de capital, los encargados de formular las políticas económicas determinen si ese mercado podría realmente alcanzar los umbrales de magnitud económica necesarios para sostener un mercado interno secundario y con liquidez suficiente para valores del sector privado. En los países que así fuera, la formulación de reformas adecuadas sería relativamente fácil pues podrían aprender de la experiencia de los mercados de capital desarrollados. Aun así, sería necesaria una importante reformulación de las reformas, en particular para adaptarse a la globalización financiera. Bosquejar un paquete de reformas adecuado a los mercados internos de valores de los países más pequeños es un gran desafío que exige mayor reflexión y análisis a fin de tomar en cuenta las limitaciones inherentes a su reducida magnitud económica, y debería acompañarse con una definición realista sobre qué puede esperarse de mercados cuya iliquidez es inevitable. También existen otros aspectos conexos relativos a la participación de pequeñas empresas en los mercados de capital, independientemente de la magnitud económica del país.

Las reformas de los mercados de capital en los países en desarrollo deben contemplar una mejor integración a los mercados financieros internacionales, complementada por el desarrollo financiero interno. Evitar la globalización financiera no es realista ni deseable en el largo plazo, entre otros motivos no menores porque la integración da lugar a la reforma. Una visión más amplia consistiría en enfatizar los vínculos entre los mercados financieros y particularmente determinar cómo los mercados de capital de los países en desarrollo pueden fortalecer el funcionamiento del sistema financiero como un todo. Esos vínculos son fundamentales en los mercados de vivienda, infraestructura y financiamiento estructurado, donde los mercados de valores locales e internacionales pueden contribuir a crear productos adecuados —como valores con respaldo de activos—, a distribuir los riesgos entre un mayor número de actores y a atraer nuevos inversionistas institucionales. En última instancia, una mayor competencia en el mercado financiero, junto con constantes mejoras en el ámbito contractual, profundizarán y ampliarán la oferta de servicios financieros, creando así nuevos vehículos e instrumentos “puente” para salvar cualquier posible brecha de acceso. ■

Augusto de la Torre es asesor superior, sector financiero regional para América Latina y el Caribe, del Banco Mundial. Sergio Schmukler es economista superior, Grupo de Investigación para el Desarrollo del Banco Mundial, que visita el Departamento de Estudios del FMI.

Este artículo se basa en gran parte en el estudio regional para América Latina y el Caribe “Whither Latin American Capital Markets?” (Washington: Banco Mundial), dirigido por De la Torre y Schmukler, y en varios documentos de referencia. Pueden consultarse los textos completos del informe y de los documentos de referencia en <http://www.worldbank.org/laccapitalmarkets>.