

Mercados más profundos, **capital más barato**

Las reformas del sector financiero pueden ayudar a reducir el costo del capital, impulsar la inversión y fomentar el reequilibrio en Asia

Sanjay Kalra

EL DEBATE mundial sobre los desequilibrios ha puesto bajo la lupa el “exceso” de ahorro de Asia. Aunque el debate se ha centrado principalmente en el papel de China, los saldos de ahorro-inversión de otros países, especialmente los de la Asociación de Naciones del Asia Sudoriental (ASEAN), como Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia, también están en el punto de mira.

Por lo tanto, Asia, ¿ahorra demasiado o invierte demasiado poco? La respuesta varía de una economía a otra: algunas necesitan reducir el ahorro, mientras que otras deben incrementar la inversión. Pero lo que se puede hacer para corregir los desequilibrios es relevante para casi todas las economías. Varios estudios recientes (Kalra, 2010; Oura, 2008) parecen indicar que la inversión en algunas economías asiáticas sería mayor si las reformas del sector financiero pudieran reducir el costo del capital y asignarlo de manera más eficiente. Esto moderaría los desequilibrios.

Sistemas más robustos

Hasta el momento, las economías asiáticas han afrontado la dura embestida de la reciente desaceleración mundial con mayor facilidad que en anteriores crisis. Las finanzas de las empresas asiáticas han mejorado considerablemente desde la crisis de 1997. El apalancamiento corporativo se ha reducido, y la rentabilidad y la liquidez han aumentado. Los indicadores de vulnerabilidad también han mejorado notablemente, y las probabilidades de incumplimiento del sector corporativo son menores que hace una década. En resumen, existen indicios de que se han reforzado las prácticas de financiamiento corporativo en varios países asiáticos golpeados por la crisis. Los sistemas financieros de la región también son más sólidos. Por lo tanto, las economías asiáticas pueden ahora incrementar el gasto de inversión para satisfacer una mayor demanda interna a medida que reorientan su economía hacia fuentes internas de crecimiento y aprovechan al máximo la reactivación mundial.

La forma en que los países asiáticos aprovechen estas oportunidades dependerá, en parte, de la eficiencia con la cual sus sistemas financieros puedan asignar los fondos para inversiones a los distintos proyectos, ya sea reduciendo el costo del capital o dirigiendo los fondos hacia los sectores que más los necesiten. Las reformas del sector financiero pueden ayudar en ambos casos.



El centro financiero de Singapur.

Margen para la expansión

Los bancos siguen desempeñando un papel dominante en los sistemas financieros de varias economías asiáticas, donde los mercados de bonos en moneda local son pequeños y la emisión de bonos corporativos dentro de estos mercados es poco significativa. La capitalización del mercado bursátil es relativamente baja en muchos países en comparación con las economías avanzadas de Asia y otras regiones. La participación extranjera en los mercados de renta variable y de bonos también es limitada. De hecho, los fuertes movimientos de los precios de las acciones generados por olas periódicas de entradas de capital denotan la profundidad y amplitud limitadas del mercado bursátil.

Las empresas asiáticas utilizan varias opciones de financiamiento de la deuda y buscarían activamente otras opciones distintas del financiamiento bancario si los mercados de capital fueran más profundos y líquidos. Por ejemplo, se produjo un fuerte —aunque temporal— aumento de la emisión de títulos corporativos en los mercados de deuda en moneda local en medio de la crisis financiera mundial en 2008. Podría decirse que en ese momento las necesidades de financiamiento de estas empresas eran limitadas, y la emisión de títulos corporativos reflejó un cambio del financiamiento bancario a los mercados de bonos (Kalra y Oner, 2010).

Costos operativos

Existe un margen en los sistemas financieros de Asia para reducir los costos y asignar el capital de manera más eficiente. En algunas economías, como India, Indonesia, Malasia y Tailandia, el costo del capital podría reducirse hasta los niveles de otros sistemas bancarios de la región (Australia, Corea, Nueva Zelanda y Singapur). Las reducciones de los costos bancarios pueden lograrse aplicando reformas del sector financiero orientadas a reforzar los balances de los bancos, reducir los préstamos en mora y mejorar la información crediticia.

Los indicadores de los costos de los sistemas bancarios de las economías se reflejan en el costo global del capital que enfrentan las empresas. Algunos indicadores sencillos del costo del capital ilustran brevemente este punto: en los países con mayores costos bancarios los costos del capital son por lo general más elevados (véase el gráfico). Dado que los mercados de renta variable



y de bonos corporativos son relativamente pequeños en varios países de Asia, el costo del crédito de los bancos determina el costo del capital. Estos indicadores del costo del capital se utilizan en Kalra (2010) al igual que en Ameer (2007). Estos indicadores generales del costo del capital incluyen las relaciones precio-capital accionario, las perspectivas de crecimiento, la tasa de interés de la deuda y las tasas del impuesto sobre la renta de las sociedades.

Además, las medidas orientadas a reducir el costo del capital muy probablemente impulsarán la inversión.

El análisis empírico del gasto de capital a nivel de las empresas parece indicar que los costos de financiamiento son un factor determinante de los gastos de capital: un menor costo del capital está asociado a un mayor gasto de capital de las empresas.

Esto también se cumple en distintas economías de Asia —Corea, India, Indonesia, Malasia, la provincia china de Taiwan y Tailandia— y para otras fuentes de financiamiento externo del gasto de capital; es decir, deuda y capital accionario. Además, el gasto de capital es más sensible al costo de la deuda en algunas economías (Corea, Malasia y la provincia china de Taiwan).

Asignación eficiente

¿Existen fricciones —costos de transacción que son elevados o que dificultan la obtención de crédito— en los mercados financieros de Asia que las reformas puedan resolver? Pueden surgir fricciones por varias razones, como la estructura institucional, el tamaño del mercado financiero y la falta de información. La evidencia empírica muestra que estas fricciones impiden la asignación eficiente del capital entre los diferentes sectores y empresas de Asia.

Naturalmente, las fricciones y las limitaciones de financiamiento difieren de un país o sector a otro, sobre todo en com-

paración con los mercados más desarrollados, como Estados Unidos, de forma que las dificultades para restablecer el equilibrio probablemente varían en las economías. Además, también hay diferencias entre un segmento y otro del sistema financiero.

En algunas economías, como India y Tailandia, hay indicios de fricciones en el sector financiero y limitaciones de financiamiento a las empresas. En otros países, los indicios de fricciones son más débiles. En Corea, Malasia y la provincia china de Taiwan —que tienen segmentos no bancarios más profundos— los sistemas financieros parecen asignar el capital de manera más eficiente.

Sin embargo, estos resultados solo se aplican a las empresas cotizadas en la bolsa que tienen acceso al financiamiento externo. Pero muchas empresas —principalmente las pequeñas y medianas empresas que no cotizan en bolsa— en varios países no tienen acceso al financiamiento externo a través de los mercados financieros organizados. Para estas empresas las limitaciones de financiamiento siguen siendo agudas. Dependen en gran medida de fuentes internas para financiar su crecimiento. Cabe prever que la aplicación de reformas en el sector financiero reducirá estas limitaciones.

Medidas de reforma

Varios países asiáticos ya han puesto en marcha diversas iniciativas —a nivel nacional e internacional— para ampliar y reformar los sistemas financieros. Por ejemplo, Tailandia ha preparado el Plan Maestro II del Sector Financiero y el Plan Maestro para el Desarrollo de los Mercados de Capital. Malasia ha adoptado recientemente varias medidas orientadas a liberalizar el sector financiero y desarrollar un sistema islámico de financiamiento tanto en el sector bancario como en los mercados de capital. A nivel internacional, la Iniciativa del Mercado Asiático de Bonos, puesta en marcha por la ASEAN, China, Corea y Japón (ASEAN+3) en 2003, tiene por objeto establecer mercados de bonos eficientes y líquidos en Asia, lo que facilita el uso del ahorro de Asia para inversiones en Asia. Esta iniciativa ha contribuido considerablemente a fomentar los mercados de bonos en moneda local. Además, las bolsas panasiáticas están estableciendo interconexiones entre ellas para mejorar el flujo transfronterizo de capital en la región de la ASEAN.

Estas reformas profundizarán los mercados financieros y mejorarán su eficiencia. Esto, a su vez, ayudará a reducir el costo del capital, impulsará la inversión y contribuirá al reequilibrio en Asia. ■

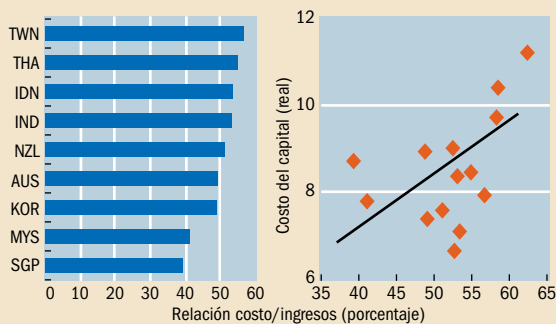
Sanjay Kalra es Subjefe de División en el Departamento de Asia y el Pacífico del FMI.

Referencias:

- Ameer, Rashid, 2007, "Time-Varying Cost of Equity Capital in Southeast Asian Countries", *Asian Economic Journal*, vol. 21, No. 2, págs. 207–38.
- Kalra, Sanjay, 2010, "Thailand: The Corporate Sector, Financial Reforms, and Rebalancing" (inédito).
- , y Ceyda Oner, 2010, "Asian Local Currency Bond Markets: A New 'Spare Tire?'" (inédito).
- Oura, Hiroko, 2008, "Financial Development and Growth in India: A Growing Tiger in a Cage?," *IMF Working Paper 08/79* (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Costos bancarios

Algunos sistemas bancarios asiáticos podrían reducir los costos operativos.



Fuentes: Bankscope, Worldscope, y estimaciones del personal técnico del FMI.
 Notas: TWN=provincia china de Taiwan, THA=Tailandia, IDN=Indonesia, IND=India, NZL=Nueva Zelandia, AUS=Australia, KOR=Corea, MYS=Malasia, y SGP=Singapur.