

37892

Mercados de capitales emergentes y globalización

LA EXPERIENCIA DE AMÉRICA LATINA

Augusto de la Torre
Sergio L. Schmukler



BANCO MUNDIAL



*Mercados de capitales
emergentes y globalización*

MERCADOS DE CAPITALES EMERGENTES Y GLOBALIZACIÓN

La experiencia de América Latina

Augusto de la Torre
Sergio L. Schmukler

PUBLICACIÓN CONJUNTA DEL BANCO MUNDIAL
Y MAYOL EDICIONES

Emerging Capital Markets and Globalization

© 2007 The International Bank for Reconstruction and Development/The World Bank

Todos los derechos reservados

© 2008 Banco Mundial en coedición con Mayol Ediciones S.A.

Banco Mundial
1818 H Street, NW
Washington, DC 20433, USA
info@mayolediciones.com, Bogotá, Colombia

This work was originally published by the World Bank in English as *Emerging Capital Markets and Globalization* in 2007. This Spanish translation was arranged by Mayol Ediciones. Mayol Ediciones is responsible for the quality of the translation. In case of any discrepancies, the original language will govern.

Publicado originalmente en inglés como: *Emerging Capital Markets and Globalization* in 2007. La traducción al castellano fue hecha por Mayol Ediciones, editorial que es responsable de su precisión. En caso de discrepancias, prima el idioma original.

Derechos y autorizaciones

El material de este libro está protegido por derechos de autor. La copia o transmisión no autorizada de partes de esta obra o del total de ella puede constituir violación de las leyes aplicables. El Banco Mundial estimula la difusión de esta obra y normalmente concederá la autorización con prontitud.

Para obtener autorización de fotocopiar o reimprimir cualquier parte de esta obra, por favor enviar una solicitud con información completa al Copyright Clearance Center, Inc., 222 Rosewood Drive, Danvers, MA 01923, USA, teléfono 978-750-8400, fax 978-750-4470, www.copyright.com.

Todas las demás averiguaciones sobre derechos y licencias, inclusive derechos subsidiarios, deben dirigirse a la Office of the Publisher, World Bank, 1818 H Street, NW, Washington, DC 20433, USA, fax 202-522-2422, e-mail pubrights@worldbank.org.

Primera edición en castellano: abril de 2008

ISBN 978-958-8307-20-6

Traducción al castellano: Gladys Arango
Coordinación editorial: María Teresa Barajas S.
Diseño de cubierta: Drew Fasick
Edición y diagramación: Mayol Ediciones

Foro sobre desarrollo de América Latina

Esta serie fue creada en 2003 para promover el debate, difundir la información y el análisis y transmitir el entusiasmo y la complejidad de los problemas de mayor actualidad en el desarrollo económico y social de América Latina y el Caribe. La serie está patrocinada por el Banco Interamericano de Desarrollo, la Comisión Económica de las Naciones Unidas para América Latina y el Caribe y por el Banco Mundial. Los manuscritos elegidos para esta publicación representan la más alta calidad en el producto de investigación y en la actividad de cada institución, y han sido seleccionados por su relevancia para la comunidad académica, hacedores de políticas, investigadores y lectores interesados.

Miembros del Comité Asesor

Inés Bustillo. Directora, Oficina de Washington, Comisión Económica de las Naciones Unidas para América Latina y el Caribe.

Guillermo Calvo. Economista principal, Banco Interamericano de Desarrollo.

José Luis Guasch. Asesor regional, Región de América Latina y el Caribe, Banco Mundial.

Stephen Haber. Profesora de cátedra, A. A. y Jeanne Welch Milligan, Departamento de Ciencia Política, Stanford University; Peter y Helen Bing Senior Fellow, the Hoover Institution.

Eduardo Lora. Asesor principal, Departamento de Investigación, Banco Interamericano de Desarrollo.

José Luis Machinea. Secretario ejecutivo, Comisión Económica de las Naciones Unidas para América Latina y el Caribe.

Guillermo E. Perry. Economista principal, Región de América Latina y el Caribe, Banco Mundial.

Luis Servén. Gerente de investigación, Vicepresidencia de Economía de Desarrollo, Banco Mundial.

Contenido

Prólogo	xi
Reconocimientos	xv
Acerca de los autores	xvii
Abreviaciones	xix
1. ¿QUÉ FUTURO TENDRÁ EL DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES?	1
¿Por qué tiene importancia el desarrollo financiero?	7
Evolución y globalización de los mercados de capitales	13
Principales desarrollos en los mercados de capitales domésticos	20
Factores detrás del desarrollo y de la internacionalización de los mercados de capitales	23
Implicaciones de política	29
Conclusiones	31
2. DESARROLLOS EN LOS MERCADOS DE CAPITALES	35
El contexto global	36
Los países en desarrollo en el contexto global	42
Desarrollos en los mercados de capitales domésticos	61
Participación en los mercados de capitales internacionales	99
Conclusiones	109
Anexo. Cuando la “valuación de mercado” se convierte en “valuación por modelos”	110
3. FACTORES DETRÁS DEL DESARROLLO Y DE LA INTERNACIONALIZACIÓN DE LOS MERCADO DE CAPITALES	113
Factores detrás del desarrollo del mercado de capitales	116
Internacionalización del mercado de acciones	150
Desarrollo doméstico del mercado de capitales en América Latina	175
Conclusiones	179
4. FUTURO PROBABLE DE LA AGENDA DE REFORMAS	187
¿Qué salió mal y qué hacer a continuación?	194
De regreso a las bases	206
Observaciones finales	221

Anexo. Integración de los mercados de capitales regionales: ¿una alternativa viable?	224
Índice	229
GRÁFICOS	
2.1 Desarrollo del mercado de capitales en países desarrollados seleccionados, 1975-2004	37
2.2 Desarrollo del mercado de acciones en países desarrollados seleccionados, 1975-2003	42
2.3 Desarrollo del mercado de bonos en países desarrollados seleccionados, 1994-2004	43
2.4 Flujos netos de capital hacia los países en desarrollo 1970-2004	45
2.5 Flujos de capital privados hacia los países en desarrollo, 1976-2004	47
2.6 Índice de liberalización financiera, 1973-2001	49
2.7 Relación entre las reformas y el desarrollo del mercado de capitales	54
2.8 Monto acumulado obtenido por la privatización en América Latina, 1988-2003	56
2.9 Reforma a los sistemas de pensión en América Latina	58
2.10 Reformas al mercado de capitales en América Latina	59
2.11 Reformas institucionales en América Latina, 1984-2004	60
2.12 Desarrollo del mercado de capitales en América Latina	62
2.13 Desarrollo del mercado de acciones en regiones seleccionadas, 1978-2004	64
2.14 Desarrollo del mercado de bonos en regiones seleccionadas, de 1990 hasta el 2004	66
2.15 Desarrollo del mercado de crédito, 1978-2004	67
2.16 Concentración del mercado de acciones de las primeras 10 empresas en mercados seleccionados, 2004	68
2.17 Promedio de vencimientos de bonos en América Latina, por jurisdicción	71
2.18 Negociación de contratos a futuro, 2004	74
2.19 Mercados de productos estructurados en América Latina	77
2.20 Mercado de acciones. Registros entre 1990 y 2004	79
2.21 Composición de los portafolios de los fondos de pensión obligatorios en América Latina, fin de año 2005	82
2.22 Desarrollo de los mercados de capitales domésticos de países seleccionados, fin de año 2004	84
2.23 Emisión de bonos por parte de las empresas chilenas, 1995-2003	86
2.24 Concentración del mercado de bonos corporativos en México	97
2.25 Internacionalización de los mercados de acciones en regiones seleccionadas, 1990-2000	101
2.26 Internacionalización de los mercados de acciones relativa al PIB, años seleccionados	102

2.27	Internacionalización de mercados de acciones relativa a la actividad doméstica. Años seleccionados	104
2.28	Internacionalización de los mercados de bonos relativa al PIB, años selectos	106
2.29	Internacionalización de los mercados de bonos relativa a la actividad doméstica, años selectos	108
3.1	Relación entre el desarrollo del mercado doméstico de acciones y el nivel de ingreso	118
3.2	Relación entre el desarrollo del mercado doméstico de bonos y el nivel de ingreso	119
3.3	Relación entre el desarrollo del mercado de acciones doméstico y el déficit fiscal	122
3.4	Relación entre el desarrollo del mercado de acciones doméstico y la regulación del mercado de títulos valores	124
3.5	Relación entre el desarrollo del mercado de acciones doméstico y el tamaño de la economía	126
3.6	Relación entre el desarrollo del mercado de bonos doméstico y el tamaño de la economía	127
3.7	Relación entre los bonos del gobierno en circulación, por moneda, y el tamaño de la economía	131
3.8	Relación entre los bonos del gobierno en circulación, por moneda, y el tamaño del sector financiero doméstico	132
3.9	Composición de moneda de los bonos del gobierno: relación con el PIB y con el total de depósitos	135
3.10	Composición de moneda de los bonos del gobierno: relación con el régimen cambiario y bonos de mediano y largo plazo del gobierno	136
3.11	Relación entre el desarrollo del mercado doméstico de acciones y la privatización	146
3.12	Relación entre el desarrollo del mercado doméstico de acciones y la introducción de plataformas de negociación electrónica	147
3.13	Relación entre el desarrollo del mercado doméstico de acciones y reforma institucional	148
3.14	Internacionalización del mercado de acciones relativa al PIB: relación con el PIB per cápita y con el PIB	153
3.15	Internacionalización del mercado de acciones: relación con los flujos accionarios y con el déficit fiscal	154
3.16	Internacionalización del mercado de acciones: relación con el PIB per cápita y el PIB	157
3.17	Internacionalización del mercado de acciones: relación con los flujos accionarios y oportunidades de crecimiento	158
3.18	Relación entre la internacionalización del mercado de acciones y el desarrollo del mercado de acciones doméstico	160
3.19	Relación entre la internacionalización del mercado de acciones y la liberalización del mercado de acciones	162

3.20	Relación entre la internacionalización del mercado de acciones y las reformas	163
3.21	Relación entre la internacionalización del mercado de acciones y la liberalización del mercado de acciones	164
3.22	Relación entre la internacionalización del mercado de acciones y las reformas	165
3.23	Desarrollo del mercado de acciones real y proyectado, países seleccionados de América Latina	178

CUADROS

A.1	Economías incluidas en el análisis	181
A.2	Economías que implementaron reformas y año de implementación	183

Prólogo

A PRINCIPIOS DE LA DÉCADA DE LOS AÑOS NOVENTA, la mayoría de América Latina adoptó con entusiasmo las reformas promercado asociadas con el “Consenso de Washington”: liberalización del mercado, desregulación y privatización.* Aun cuando se esperaba mucho de estas reformas en un principio, hoy sabemos que, relativo a su resultado, estas expectativas sufrieron con frecuencia de un exceso de optimismo. Los puntos de vista difieren ampliamente, sin embargo, en la medida y naturaleza del exceso y en las razones detrás de éste. Para algunos analistas, el optimismo inicial no tenía basamento debido a que las reformas mismas eran el problema. Las reformas promercado de principios de la década de los años noventa, dirían estos, estuvieron basadas en teorías e hipótesis erradas y, por ello, lograron aliviar poco (e incluso posiblemente ayudaron a acentuar) los problemas latinoamericanos de bajo crecimiento, alta volatilidad y alta desigualdad. En opinión de estos analistas, habría sido mejor para los países tener menos reformas del tipo Consenso de Washington. En el extremo opuesto están aquellos que sostienen que no hubo nada malo con la dirección del proceso de reforma en sí y que probablemente el problema estuvo en la mala e incompleta implementación de las reformas. En su opinión, las reformas tipo Consenso de Washington eran parte de la solución, y los países claramente habrían estado mejor con más reformas y una mejor implementación de las mismas, particularmente si las reformas iniciales que se centraban en la liberalización y en la privatización hubieran sido complementadas en mayor medida con la construcción de instituciones que apoyaran el mercado.

Este libro es una contribución oportuna e importante a estos debates de política. A la vez que se concentra en los mercados de capitales en las economías emergentes, particularmente de América Latina, sus resultados empíricos y sus percepciones de política son también pertinentes al debate más amplio sobre desarrollo económico y reformas promercado.

* El término “Consenso de Washington” fue acuñado por Williamson (1990). Véase, Banco Mundial (2005) para una revisión de las reformas durante la década de 1990 y una discusión de sus lecciones de política.

En cuanto a su enfoque específico, el libro provee un “inventario” único y detallado de los mercados de títulos valores en América Latina. Se lleva al lector en una gran gira de desarrollos históricos, preguntas empíricas y temas relevantes de política. En contraste con gran parte de la literatura sobre el tema, el libro analiza el desarrollo de los mercados de capitales locales como una parte integral de la globalización en marcha de los mercados financieros. Luego, se comparan sistemáticamente los resultados latinoamericanos de las reformas promercado, en términos de desarrollo del mercado de capitales y en términos de integración con los mercados financieros globales y con lo sucedido en otras regiones en ambas dimensiones. Los resultados empíricos más importantes incluyen indagaciones acerca de los factores asociados con el desarrollo del mercado de capitales y con el papel de las reformas. El libro plantea también la pregunta acerca de si América Latina presenta un desequilibrio entre, por una parte, las bases institucionales y económicas y la medida de las reformas y, por la otra, el estado de desarrollo de los mercados de capitales locales. Se establecen en el libro los efectos positivos de las reformas y de las mejoras institucionales y macroeconómicas sobre el desarrollo del mercado de capitales. Se examina el juego entre la liquidez del mercado local de acciones y la internacionalización de la negociación y de la emisión de acciones. Se muestra en el libro el gran papel que juega el tamaño (de los emisores, las emisiones y los mercados) en el desarrollo de los mercados de acciones y de bonos, y en el acceso a éstos. En éste se confirma que la política de tasa de cambio es un factor independiente importante detrás del desarrollo de los mercados de bonos en moneda local. Muestra que existe una escasez, es decir, que los mercados de capitales latinos no han respondido completamente a las bases económicas e institucionales ni a la medida del esfuerzo de la reforma. En agudo contraste, el libro muestra cómo el grado de integración con los mercados de capitales internacionales es más grande de lo esperado para los emisores latinoamericanos.

El contraste latinoamericano entre el desarrollo relativamente superficial de los mercados de capitales locales y su alto grado de integración financiera en los mercados globales es especialmente marcado cuando comparamos a América Latina con Asia oriental. Asia oriental muestra una mayor retribución por las reformas en términos del desarrollo del mercado de capitales, aunque muestra un menor impacto con respecto a su integración con los mercados financieros globales. Reformas similares han producido entonces resultados marcadamente diferentes en las dos regiones. El libro sugiere algunas razones potenciales para esos resultados (diferencias en las tasas de ahorro, en el grado de volatilidad macroeconómica, el grado de “sesgo doméstico”, husos horarios, etc.) y deja estos temas para indagación adicional.

Estos hallazgos invalidan los puntos de vista extremos, a la vez que agregan complicaciones que desafían la fácil categorización. Para desánimo de aquellos que no ven valor alguno de redención en las reformas estilo Consenso de Washington, la evidencia en el libro muestra que en efecto las reformas han estimulado el desarrollo del mercado de capitales y la integración financiera, y para sorpresa de quienes argumentan que todo lo que se requiere es la intensificación de la agenda de reforma definida convencionalmente, el libro demuestra que el desarrollo rezagado de los mercados de capitales latinoamericanos en relación con otros mercados emergentes no se debe a una falta de esfuerzo de reforma y que las mismas reformas pueden tener resultados sustancialmente distintos en entornos de países diferentes. El libro llama la atención a complejidades importantes, particularmente que: a) las reformas han tenido impactos inesperados en América Latina (por ejemplo, un sesgo en favor de la internacionalización de la negociación y emisión de títulos valores) y b) ciertos factores (por ejemplo, globalización y tamaño) que han recibido poco énfasis a la fecha, requieren ser tomados mucho más en serio, ya que éstos juegan un papel decisivo en el desarrollo de los mercados de capitales.

El libro debe suscitar una enérgica discusión acerca de la mejor forma de revisar la agenda futura para el desarrollo del mercado de capitales en las economías emergentes. Este esfuerzo debe involucrar no solamente a las autoridades de los países sino también a académicos y asesores de las agencias multilaterales, como el Banco Mundial. Las complejidades resaltadas en el libro invitan a la modestia intelectual, al eclecticismo y a una atención constante a la especificidad de país. Aunque el libro no ofrece prescripciones detalladas de política, éste señala problemas que no pueden ser ignorados y plantea interrogantes que invitan al debate de política. La discusión de política en el libro es particularmente interesante en relación con los siguientes aspectos:

Internacionalización de los mercados de acciones. El retiro de firmas del registro en bolsa marca una fuerte tendencia en América Latina y en los países de Europa del este. Los mercados de acciones locales parecen estar encogiéndose en este respecto. La migración hacia el exterior de la negociación y emisión de acciones parece difícil de detener. Esa internacionalización parece menoscabar la liquidez en los mercados de acciones locales. El enfoque subyacente de que los países pequeños podrían desarrollar mini *Wall Streets* parece haber estado mal orientado. Este hecho, sin embargo, no parece haber limitado el acceso de las grandes empresas a los mercados accionarios, ya que éstas han ganado enormemente en términos de acceso a los mercados accionarios globales, los cuales son más desarrollados y más líquidos, pero sí representa un grave problema para las empresas pequeñas y medianas (Pymes).

Mercados de deuda en moneda local. Los mercados de deuda en moneda local son muy diferentes a los mercados de acciones, ya que la deuda en moneda local debe tener su origen y sede principal en los mercados locales. Además, el desarrollo de los mercados de deuda en moneda local es crucial para la estabilidad sistémica, de otra forma los gobiernos y las corporaciones en los sectores no transables acumularían importantes descalces bancarios en sus balances generales (un alto grado de “dolarización de los pasivos”). Contrario al caso de los mercados de acciones, los desarrollos en los mercados de deuda en moneda local en América Latina (especialmente en Chile, Colombia y México) muestran una promesa significativa. Tal como fue mencionado, el libro encuentra que los regímenes de tasa de cambio son relevantes, los tipos de cambio fijos fomentan la dolarización y desestimulan el desarrollo de los mercados de deuda en moneda local. El panorama actual de bajas tasas de inflación, fijación de metas de inflación y flexibilidad de la tasa de cambio ha creado el entorno correcto para que las reformas fomenten los mercados de deuda en moneda local de largo plazo. El manejo más prudente de la deuda pública por parte de los gobiernos también está contribuyendo a este resultado. Sin embargo, las Pymes aún no están aprovechando estos mercados emergentes.

El problema que resta: acceso para las Pymes. Las expectativas previas de que las Pymes tendrán acceso directo a los mercados de títulos valores parecen estar mal orientadas. El reducido tamaño de las Pymes es un factor decisivo que impide el acceso directo, un factor que parece predominar sobre los problemas de gobernabilidad corporativa y de accionistas minoritarios. Los costos de transacción en los mercados de títulos valores completamente regulados resultan prohibitivos para pequeñas emisiones y emisores. La baja frecuencia de las emisiones restringe aún más la liquidez. Una conclusión importante del libro es que hay una necesidad urgente de dedicar un esfuerzo significativo al análisis y diseño de soluciones creativas, no convencionales, al problema del acceso de las Pymes a los mercados de deuda y accionarios. Los esfuerzos que actualmente realiza el Banco Mundial (algunos, por los autores de este libro), entre otros pueden dar la luz requerida sobre este problema, un problema que definitivamente no fue resuelto por las reformas promercardo de la era del Consenso de Washington.

Guillermo Perry

Economista principal, América Latina y el Caribe
Banco Mundial

Reconocimientos

ESTE LIBRO FORMA PARTE DEL ESTUDIO REGIONAL *Whither Latin American Capital Markets? (¿Qué futuro tendrán los mercados de capitales latinoamericanos?)* realizado en la región de América Latina y del Caribe por el Banco Mundial, a cargo del economista principal y de la Unidad del Sector Financiero. Estamos en deuda particularmente con Francisco Ceballos, Norbert Fiess, Juan Carlos Gozzi y Marina Halac, quienes participaron activamente en la producción de este libro y en el estudio regional global. También agradecemos a Leonor Coutinho y a Jurgen Janssens, quienes nos ayudaron en las etapas iniciales del proyecto. Muchos otros autores escribieron documentos que sirvieron de base para el estudio regional mencionado que, como resultado, han sido incorporados a este libro de una u otra forma. Esos estudios aparecen en la página *web* del estudio regional en <http://www.worldbank.org/laccapitalmarkets>. Agradecemos a Guillermo Perry, quien nos animó para emprender la investigación, a difundir sus resultados y a publicar este libro y quien proporcionó retroalimentación constructiva a lo largo de todo el proceso. Por facilitar el diálogo con los practicantes del sector financiero y por el apoyo financiero para producir este libro, estamos profundamente en deuda con Makhtar Diop. Por sus comentarios y sugerencias detalladas y útiles, nos gustaría también agradecer a Christian Broda, Jerry Caprio, Juan José Cruces, Francisco de Paula Gutiérrez, Arturo Galindo, Michael Gavin, Tom Glaessner, Claudio Irigoyen, Miguel Kiguel, Yambeon Kim, Leora Klapper, Anjali Kumar, Jeppe Ladekarl, Danny Leipziger, Giovanni Majnoni, Santiago Pombo, Michael Pomerleano, Luis Servén, Dimitri Vittas y Sara Zervos, entre muchos otros. Dana Vorisek proporcionó excelente asistencia editorial. También nos hemos beneficiado de los comentarios recibidos en las presentaciones realizadas en el Banco de México (México City, México), el Simposio del Mercado de Capitales (Medellín, Colombia), el Banco Central de Chile (Santiago, Chile), la Conferencia Anual GDN (Nueva Delhi, India), el Taller Exploratorio de la Fundación de Ciencias Europeas en la Universidad de Oxford (Oxford, Reino Unido), las Reuniones Anuales Lacea (San José, Costa Rica), el Séptimo Congreso de Tesorería (Cartagena de Indias, Colombia), la Comisión de Valores y Cambios (*the Securities and Exchange Commission*, Washington,

DC), la Universidad de Stanford (Stanford, California), la Mesa Redonda UBS (Lima, Perú), la Universidad Torcuato di Tella (Buenos Aires, Argentina), la Universidad de Notre Dame (Notre Dame, Indiana) y el Foro de Finanzas del Banco Mundial y “América Latina enfrenta el mercado” (*LAC Meets the Market*) (Washington, DC).

Acerca de los autores

Augusto de la Torre. Ha trabajado para el Banco Mundial desde 1997. Como asesor senior del sector financiero regional para América Latina y el Caribe, proporciona liderazgo técnico y conceptual en las operaciones del sector financiero del Banco Mundial y en la investigación en la región, y está involucrado activamente en el programa conjunto del FMI y del Banco Mundial de Evaluación del Sector Financiero. Adicionalmente, trabaja de cerca con la oficina del economista principal para la región Latinoamericana y del Caribe, en temas de vínculos y problemas macroeconómicos y del sector financiero.

Dirigió el Banco Central de Ecuador de 1993 a 1996. En noviembre de 1996, fue elegido por *Euromoney* como el “Mejor Banquero Latino Central”. También es miembro de la Red Carnegie de Reformadores Económicos.

De 1986 a 1992, se desempeñó como economista del Fondo Monetario Internacional, y de 1991 a 1992 fue representante residente del FMI en la República Bolivariana de Venezuela.

Sergio L. Schmukler. Es economista líder del Grupo de Investigación de Desarrollo en el Banco Mundial. Obtuvo un doctorado en la Universidad de California en Berkeley en 1997 y luego comenzó a trabajar como profesional y economista joven en el Banco Mundial. Desde su vinculación al Banco, también ha trabajado continuamente para la oficina del economista principal para América Latina y para las regiones de Asia oriental y suroriental.

Simultáneamente a su trabajo para el Banco Mundial, ha sido tesoroero de Lacea (Asociación Económica de América Latina y el Caribe) desde 2004, fue editor asociado de la publicación *Journal of Development Economics* (2001-04), dictó clases en la Universidad de Maryland (1999-2003) y trabajó en el Departamento de Investigación del FMI (2004-05). Antes de vincularse al Banco Mundial, trabajó para la Reserva Federal de E.U., para el Banco Interamericano de Desarrollo y para el Banco Central de Argentina.

Sus áreas de investigación son las finanzas internacionales y los mercados e instituciones financieras internacionales. Ha publicado

muchos artículos en diversas publicaciones académicas y libros sobre finanzas en mercados emergentes, regímenes de tasa de cambio, globalización financiera, crisis financieras, y contagio y desarrollo financiero.

Abreviaciones

ABS	Títulos Valores Respaldados con Activos (<i>Asset-backed securities</i>)
ADR	<i>American Depositary Receipts</i>
AIOS	Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensión
BID	Banco Interamericano de Desarrollo
BIS	Banco para Liquidaciones Internacionales (<i>Bank for International Settlements</i>)
BM&F	Bolsa de Valores Mercantil & de Futuros de Brasil
CNBV	Comisión Nacional Bancaria y de Valores (México)
F&A	Fusiones y Adquisiciones
FMI	Fondo Monetario Internacional
GDR	<i>Global Depositary Receipts</i>
G-7	Grupo de los Siete
IED	Inversión Extranjera Directa
IPC	Índice de Precios al Consumidor
LSE	Bolsa de Valores de Londres (<i>London Stock Exchange</i>)
MexDer	Mercado de Derivados Mexicano
NDF	<i>Non-deliverable Forward</i>
NYSE	Bolsa de Valores de Nueva York (<i>New York Stock Exchange</i>)
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
OPI	Oferta Pública Inicial (<i>Initial Public Offering, IPO</i>)
OTC	Extrabursátil (mercado)
PIB	Producto Interno Bruto
Pymes	Pequeñas y Medianas Empresas
Repo	Contrato de Recompra
SHF	Sociedad Hipotecaria Federal (México)
TPH	Títulos Valores Respaldados con Hipoteca (<i>Mortgage-Backed Securities, MBS</i>)
UF	Unidad de Fomento (Chile)

¿Qué futuro tendrá el desarrollo del mercado de capitales?

A PRINCIPIOS DE LOS AÑOS NOVENTA, los economistas y los hacedores de política tenían altas expectativas acerca de las perspectivas para el desarrollo del mercado de capitales doméstico en las economías emergentes y, particularmente, en América Latina. Infortunadamente, se enfrentan ahora con resultados desalentadores. Aunque muchos aún confían en que los mercados de títulos valores se desarrollarán, la realidad es que los mercados accionarios y de bonos corporativos en la mayor parte de las economías emergentes permanecen altamente ilíquidos y segmentados, concentrando en pocas firmas la negociación y la capitalización. Los mercados de acciones en muchos países en desarrollo, particularmente en América Latina y en Europa del este, han visto disminuir el número de firmas registradas para cotizar en bolsa y la liquidez, a medida que un número creciente de firmas se registra en otros países y obtiene capital en los centros financieros internacionales, como Nueva York y Londres. La deuda tiende a concentrarse en el extremo de corto plazo del espectro de vencimientos y a estar denominada en moneda extranjera, exponiendo a los países a riesgos de plazo y de moneda. Además, en muchos países, la deuda gubernamental está desplazando (un efecto comúnmente denominado “*crowding out*”) al mercado de bonos corporativos.

Los mercados de capitales en muchas economías emergentes se encuentran particularmente en mal estado si se consideran los esfuerzos ya emprendidos para mejorar el entorno macroeconómico y para mejorar las instituciones consideradas impulsoras del desarrollo financiero. En el caso de América Latina, los resultados son aún más desalentadores a la luz de la evolución de los mercados de capitales en Asia oriental y su rápido crecimiento en las economías desarrolladas (especialmente en los centros financieros internacionales). Este desalentador desempeño ha tenido como consecuencia el cuestionamiento de las

recomendaciones convencionales de política para el desarrollo del mercado de capitales. Los hacedores de política se quedan sin una guía clara acerca de cómo revisar la agenda de reforma y muchos de ellos no conciben un futuro brillante para los mercados de capitales domésticos, particularmente para los mercados de acciones locales o para las economías emergentes más pequeñas.

La imposibilidad de lograr mercados de capitales desarrollados y eficientes puede tener consecuencias importantes: la evidencia empírica creciente sugiere que el desarrollo financiero no sólo está correlacionado con una economía saludable; éste efectivamente ocasiona crecimiento económico y tiene un impacto positivo en el alivio de la pobreza y en la distribución del ingreso.¹ Por consiguiente, una mejor comprensión de los motivadores del desarrollo del mercado de capitales y de las razones para la falla percibida en los esfuerzos de reforma en muchas economías emergentes puede constituir una guía útil para los hacedores de política.

Este libro contribuye a la discusión analizando el lugar en que se encuentra, y aquel hacia el cual va dirigido, el desarrollo del mercado de capitales en las economías emergentes, centrándose en América Latina. El estudio tiene tres metas principales. Primero, hacer un inventario del estado y evolución de los mercados de capitales latinoamericanos y de las reformas relacionadas, a lo largo del tiempo y en relación con otros países, con un énfasis conjunto en los mercados de bonos y de acciones. Segundo, analizar los factores que motivan el desarrollo de los mercados de capitales. Tercero, analizar las perspectivas para el desarrollo del mercado de capitales en América Latina y en las economías emergentes en general y las implicaciones para la agenda de reforma por delante.

El análisis del presente desempeño de los mercados de capitales estaría incompleto si no se tuvieran en cuenta las tendencias recientes en la globalización financiera.² Por tanto, nosotros estudiamos no solamente la actividad del mercado doméstico de bonos y acciones, sino

1 La literatura sobre el nexo financiación-crecimiento es extensa. Pueden encontrarse revisiones de esta literatura en diversidad de formas que se acomodan a diferentes preferencias. Una revisión completa se encuentra en Levine (2005). Rajan y Zingales (2001, 2003b), en contraste, proporcionan revisiones más cortas en lenguaje menos técnico. Caprio y Honohan ofrecen una entrega excelente que enfatiza las contribuciones del Banco Mundial a la literatura empírica. Para una discusión adicional véase la siguiente sección, “Por qué es importante el desarrollo financiero?”.

2 Para un estudio detallado sobre globalización financiera véase Obstfeld y Taylor (2005).

también la evolución de los mercados globales de capitales y la participación de los países en desarrollo en esos mercados. En forma acorde, definimos internacionalización como el uso de intermediarios y mercados financieros internacionales por parte de los emisores e inversores locales de títulos valores. Esta definición cubre solamente uno de los muchos aspectos posibles de la internacionalización.³ Otros estudios se concentran en otras facetas de la globalización de los mercados financieros, tales como la participación de los inversores extranjeros en los mercados domésticos y de los inversores domésticos en los mercados internacionales, el nivel de activos y pasivos extranjeros que cada país posee, la medida de los flujos de capital y la convergencia de precios y de retornos entre países. Aunque nuestra definición de internacionalización es restrictiva, creemos que es la mejor para entender el uso de los mercados de capitales domésticos e internacionales, como se analiza más adelante.

Diversos factores hacen que la inclusión de la globalización financiera en el análisis sea valiosa. Primero, la mayoría de los estudios que analizan el desarrollo de los mercados de capitales locales tienden a ignorar la actividad del mercado extranjero. Consideramos que esta es una desventaja importante, dada la participación significativa de las economías emergentes en los mercados internacionales. Una característica sobresaliente de la reciente ola de globalización financiera ha sido la internacionalización de los servicios financieros. Un ejemplo de esta internacionalización es el registro y negociación de acciones locales en los grandes centros financieros internacionales, como Nueva York y Londres. Para muchas economías emergentes, la presente emisión y negociación de acciones en los mercados financieros internacionales excede la actividad del mercado doméstico. Por consiguiente, al no tener en cuenta la participación de las economías emergentes en los mercados internacionales, uno se pierde una parte sustancial de la actividad del mercado de capitales. Segundo, la mayoría de los estudios que analizan el proceso de internacionalización no estudian sus efectos sobre firmas que no participan en los mercados financieros internacionales.⁴ Esta es también una debilidad importante, puesto que hay

3 De hecho, otro aspecto que analizamos en el capítulo 3, es la participación de los bonos en moneda extranjera, que algunos podrían ver como un indicador alternativo de internacionalización.

4 Una extensa literatura analiza los efectos de la internacionalización sobre aquellas firmas que participan en los mercados de acciones internacionales, concentrándose en la negociación y liquidez de las firmas (*véase*, por ejemplo, Noronha, Sarin y Saudagaran, 1996; Smith y Sofianos, 1997, y Pulatkonak y Sofianos, 1999); el impacto de la internacionalización sobre los precios de las

argumentos contradictorios relacionados con el impacto de la globalización financiera en los mercados domésticos. Algunos sostienen que la participación en los mercados internacionales puede tener efectos positivos en los mercados locales, porque la salida al exterior, entre otras cosas, envía señales positivas a los inversores, animándolos a participar en los mercados domésticos. Por ejemplo, al obtener capital en los mercados internacionales, los gobiernos y las firmas pueden elegir regirse por estándares de revelación y contabilidad más estrictos, haciendo menos probable la expropiación de inversores.⁵ Por otra parte, otros argumentan que en un contexto de aglomeración de liquidez, la internacionalización puede desplazar la liquidez local hacia los mercados internacionales, generando externalidades negativas sobre los mercados locales.⁶ Tercero, al considerar los principales desarrollos en los mercados financieros entre países, es posible poner en perspectiva las tendencias en los mercados de capitales domésticos, y la capacidad para evaluar los grados de libertad disponibles por parte de las autoridades locales con el fin de afectar estas tendencias puede ser mayor. Cuarto, a pesar de un posible retroceso temporario, puede esperarse que la globalización financiera se profundice en los años venideros haciendo de ésta un elemento esencial en cualquier análisis de mercados financieros.

El enfoque de este estudio en América Latina es interesante en diversos aspectos. Tres sobresalen.

Primero, los países de América Latina han dado pasos importantes durante las décadas pasadas para reformar sus instituciones y mejorar su manejo macroeconómico. Dados todos estos cambios, se esperaba que los mercados de capitales en la región se desarrollaran significati-

acciones y el costo de capital (*véase*, por ejemplo, Alexander, Eun y Janakiraman, 1988; Foerster y Karolyi, 1999; Miller, 1999, y Errunza y Miller, 2000); y el efecto de la internacionalización sobre el tamaño de las firmas, el crecimiento, las limitantes de financiación y la estructura financiera (*véase*, por ejemplo, Pagano, Roell y Zechner, 2002; Gozzi, Levine y Schmukler, 2006; Lins, Strickland y Zenner, 2005, y Schmukler y Vesperoni, 2006). *Véase* Karolyi (2006) para una revisión.

5 *Véase*, por ejemplo, Coffee (1999, 2002), Stulz (1999) y Reese y Weisbach (2002).

6 Levine y Schmukler (2006, próximo a publicar) analizan el impacto de migración a los mercados internacionales sobre la liquidez y la negociación del mercado doméstico de acciones. *Véase* también en Moel (2001) y Karolyi (2004), evidencia acerca de la forma en que el uso de los *American Depositary Receipts* ADR puede afectar los mercados de acciones en economías emergentes.

vamente. Segundo, muchos países de América Latina han participado activamente en el proceso de globalización. Por consiguiente, es posible probar los efectos de esta participación en los mercados de capitales locales y derivar predicciones para países que aún no han adoptado un proceso de globalización en la misma medida. Tercero, podemos presentar datos nuevos e interesantes sobre la evolución de los mercados de capitales en América Latina, cuyo estudio se justifica y aún podría proporcionar lecciones útiles para otras economías emergentes. Sin embargo, a pesar de nuestro énfasis en América Latina, analizaremos, en lo posible, las experiencias de otras regiones, haremos comparaciones entre regiones y trataremos de obtener lecciones aplicables a los países en desarrollo en general.

Los tres capítulos siguientes de este libro describen el estado actual y futuro de los mercados de capitales en las economías emergentes. En el capítulo 2 se documentan los principales desarrollos en los mercados financieros internacionales y el creciente proceso de globalización. También se describe la influencia de estas tendencias mundiales sobre América Latina, con atención particular en sus efectos en las políticas y reformas adoptadas. Además, en este capítulo se documentan y comparan con otras regiones los principales desarrollos en los mercados de capitales latinoamericanos, en términos de la evolución de los mercados domésticos de títulos valores y de la participación en los mercados financieros internacionales. En el capítulo 3 se evalúan los factores detrás del desarrollo (o de la falta de desarrollo) de los mercados de capitales. En el capítulo se analiza primero la forma en la cual las diferentes variables macroeconómicas e institucionales se relacionan con el desarrollo de los mercados domésticos de bonos y acciones y se analizan los efectos de las reformas sobre esos mercados. En la segunda parte del capítulo 3 se analiza el proceso de internacionalización financiera, enfocado en sus potenciales motivadores y en su impacto sobre los mercados locales. El capítulo termina examinando si la experiencia de América Latina ha sido similar a la de otras regiones. Finalmente, en el capítulo 4 se analiza el futuro de los mercados de capitales en los países en desarrollo y las lecciones para la futura agenda de reforma.

Desde el principio es importante hacer tres aclaraciones adicionales relacionadas con el alcance y salvedades de nuestro análisis. Primero, el enfoque principal del libro es el desarrollo del mercado de capitales. Éste no hace referencia explícita a desarrollos y problemas en el sector bancario, lo cual es una limitación importante, considerando que los sistemas financieros en la mayoría de los países emergentes están dominados por los bancos. Afortunadamente, la literatura acerca del sector bancario en las economías emergentes en general y en América

Latina en particular es relativamente abundante.⁷ Segundo, a lo largo del libro medimos el desarrollo del mercado de capitales utilizando aproximaciones tradicionales, como la capitalización del mercado accionario, el valor negociado del capital en acciones y los bonos en circulación como porcentaje del PIB. No sostenemos, sin embargo, que estas medidas captan todas las dimensiones relevantes del desarrollo del mercado de capitales. Tercero, cuando buscamos establecer empíricamente la relación entre esas medidas y los motivadores potenciales (especialmente en el capítulo 3) nos limitamos a medir únicamente ciertas características del sistema financiero. En particular, al vincular las medidas típicas del desarrollo del mercado de acciones con los determinantes potenciales, dejamos sin responder algunas preguntas que son fundamentales para aclarar las implicaciones completas del desarrollo del mercado de capitales. El trabajo empírico no arroja luz alguna, por ejemplo, sobre la pregunta acerca de si el desarrollo del mercado de capitales es inducido por un aumento del ahorro agregado, por una reorientación del ahorro existente hacia el sistema financiero, por un desplazamiento en el ahorro financiero de los bancos hacia los mercados de capitales, o por ganancias en eficiencia específicas de los mercados de capitales.⁸ Aunque reconocemos la relevancia y el interés en estos temas, no los evaluamos en este libro. Nuestro análisis empírico es modesto en cuanto a alcance, inevitablemente expresado dentro de un enfoque de equilibrio parcial. Los efectos de equilibrio general que tratan con diferentes sectores del sistema financiero y de la economía se dejan para ser estudiados en trabajo futuro. Sin embargo, todas estas limitaciones no deben opacar la relativa amplitud y valor de nuestro análisis, que cubre (a diferencia de la mayoría de los estudios anteriores) aspectos clave del desarrollo del mercado de capitales desde una perspectiva que tiene en cuenta, desde su inicio y en forma explícita, las implicaciones sobresalientes de la globalización financiera.

Este capítulo proporciona un resumen de los principales temas y resultados que son desarrollados en mayor detalle en los capítulos siguientes. El resto de este capítulo se organiza como sigue. La siguiente sección analiza el papel de los mercados financieros y su impacto en el crecimiento y en la distribución del ingreso. En la tercera sección se

7 Para un estudio completo reciente de la banca en América Latina, véase BID (2005).

8 Una limitación relacionada es que nosotros estimamos ecuaciones en forma reducida y no desenredamos los vínculos estructurales entre las variables de interés.

describe el proceso reciente de globalización financiera. En la cuarta sección se resumen los principales desarrollos en los mercados de capitales domésticos en las economías emergentes durante las dos décadas pasadas, enfocándonos en América Latina. En la quinta sección se describen los motivadores del desarrollo del mercado de capitales y de los procesos de internacionalización. En la sección sexta se analiza brevemente la forma en la cual la agenda de reforma al mercado de capitales para los mercados emergentes podría ser modificada a la luz de la evidencia presentada en este libro. En la sección final se concluye.

¿Por qué tiene importancia el desarrollo financiero?

La evidencia empírica muestra claramente que los países más desarrollados tienen sistemas financieros más profundos y eficientes, incluyendo los mercados de capitales (Beck, Demirgüç-Kunt y Levine, 2001b). Sin embargo, la dirección causal entre desarrollo financiero y crecimiento económico es difícil de determinar. Por una parte, el desarrollo financiero puede aumentar la eficiencia en la movilización y asignación de los recursos, permitiendo que los países crezcan más rápidamente. Por otra parte, algunos autores argumentan que las finanzas responden casi automáticamente a las demandas cambiantes del sector real y, por consiguiente, el desarrollo financiero simplemente sigue al crecimiento económico y tiene muy poco efecto sobre éste.⁹

Desde una perspectiva teórica, el desarrollo financiero puede disparar el crecimiento a través de diversos canales.¹⁰ Primero, los intermediarios financieros pueden reducir los costos de adquirir y procesar información, mejorando como consecuencia la asignación de recursos y fomentando el crecimiento. Sin intermediarios, cada inversionista enfrentaría los altos costos (y fijos en su mayoría) de evaluar las condiciones de los negocios, firmas, gerentes y demás con el fin de colocar sus ahorros. Los intermediarios financieros surgen para asumir la labor de investigar las oportunidades de inversión y vender esta información a los inversores. Al economizar en los costos de adquisición de información, estos intermediarios mejoran la evaluación de las oportunidades de inversión, con ramificaciones positivas en la asignación

9 Véase, por ejemplo, Robinson (1952), Lucas (1988) y Stern (1989).

10 Véase una discusión detallada en Levine (2005).

de recursos y en el crecimiento.¹¹ Los intermediarios financieros pueden también disparar la tasa de innovación tecnológica ayudando a identificar a los empresarios con mayor probabilidad de realizar exitosamente proyectos rentables y de lanzar nuevos productos.¹² Este punto de vista constituye el centro del argumento schumpeteriano, reexpresado convincentemente por Rajan y Zingales (2003b), el cual sostiene que el desarrollo financiero causa crecimiento porque éste reaviva el proceso de “destrucción creativa” moviendo recursos hacia las manos de nuevos y más eficientes empresarios.

El alivio del riesgo a través de la diversificación es otro mecanismo a través del cual el desarrollo financiero puede afectar el crecimiento positivamente. Los intermediarios financieros pueden ayudar a los inversores a mitigar el riesgo idiosincrático asociado con proyectos individuales, firmas o industrias, entre otros, proporcionando los mecanismos para la negociación, agrupación y diversificación de riesgos. A los inversores generalmente no les gusta el riesgo; sin embargo, los proyectos de mayor retorno tienden a ser los más arriesgados. Al hacer más fácil para los inversores diversificar riesgos y asignarlos a aquellos dispuestos a incurrir en ellos, los intermediarios financieros pueden inducir un desplazamiento del portafolio hacia proyectos de mayor retorno y riesgo, alterando así la asignación de recursos y aumentando el crecimiento de largo plazo.¹³ Los mercados financieros también pueden ayudar a los inversores a manejar el riesgo de liquidez. Algunos proyectos de inversión requieren un compromiso de capital de largo plazo, pero los inversores generalmente no están dispuestos a ceder el control de sus ahorros durante largos períodos. Los mercados financieros permiten a los inversores mantener activos líquidos, como acciones, bonos y depósitos a la vista y transformar esos instrumentos líquidos en inversiones de capital de mayor plazo e iliquidez.¹⁴

11 Boyd y Prescott (1986), Allen (1990) y Greenwood y Jovanovic (1990) presentan modelos teóricos en los cuales los intermediarios financieros surgen para generar información sobre las firmas y venderla a los inversores.

12 Véase, por ejemplo, King y Levine (1993a), Blackburn y Hung (1998), Galeotovic (1996) y Acemoglu, Aghion y Zilibotti (2006).

13 Véase, por ejemplo, Saint-Paul (1992), Devereaux y Smith (1994) y Obstfeld (1994).

14 Levine (1991) desarrolla un modelo teórico que muestra que, al facilitar el comercio, los mercados de acciones reducen el riesgo de liquidez. Bencivenga, Smith y Starr (1995) muestran que las reducciones en los costos de negociación afectan las decisiones haciendo que las tecnologías con períodos de gestación más largos sean más atractivas para los inversores.

Otro canal a través del cual el desarrollo financiero puede influir en el desarrollo económico es mejorando la gobernabilidad corporativa. Los intermediarios financieros pueden ayudar a reducir los costos de monitoreo, proporcionando con esto un medio adicional para que los inversores, aun cuando fuere indirectamente, supervisen a los gerentes y los induzcan a maximizar el valor de la firma en forma efectiva, con ramificaciones positivas en las decisiones de ahorro e inversión. El desarrollo financiero puede también afectar el crecimiento económico reduciendo los costos de transacción asociados con el recaudo del ahorro de inversores dispares, aumentando con esto el ahorro, explotando las economías de escala y superando indivisibilidades de inversión. La mejor movilización del ahorro también puede mejorar la asignación de los recursos y disparar la innovación tecnológica facilitando el acceso a múltiples inversores y, por consiguiente, permitiendo que los proyectos alcancen escalas económicamente eficientes.

Desde principios de los años noventa, un cuerpo creciente de trabajo empírico, incluyendo estudios amplios de panel a nivel global, análisis de series de tiempo, estudios de caso de países individuales y análisis al nivel de firma y de industria, ha proporcionado evidencia que apoya el punto de vista de que el desarrollo financiero no solamente está correlacionado con el crecimiento económico, sino que realmente es uno de sus motivadores. Estudios realizados con varios países tienden a encontrar que el desarrollo financiero predice el crecimiento económico futuro, la acumulación de capital físico y la mejora en eficiencia económica, aun tras incluir en el análisis niveles de ingreso inicial, educación e indicadores de política.¹⁵ Muchos estudios han ampliado el análisis utilizando datos de panel a nivel nacional, explotando series de tiempo y variaciones en los datos.¹⁶ Estos estudios encuentran que los mercados de acciones y los sistemas bancarios tienen un impacto positivo sobre la acumulación de capital, el crecimiento económico y la productividad. Esta evidencia se confirma por análisis de series de tiempo y por estudios de caso de país, que tienden a encontrar que la evolución de los sistemas financieros en el tiempo está relacionada positivamente con el ritmo de crecimiento de un país.¹⁷ Alternativa-

15 Esta literatura fue iniciada por Goldsmith (1969). Véase también King y Levine (1993b), Levine y Zervos (1998b) y Levine, Loayza y Beck (2000).

16 Véase, por ejemplo, Levine, Loayza y Beck (2000); Rousseau y Wachtel (2000), y Beck y Levine (2004).

17 Véase Rousseau y Wachtel (1998); Arestis, Demetriades y Luintel (2001), y Xu (2000) para análisis de series de tiempo. Wright (2002) presenta un estudio detallado de la forma en la cual el sistema financiero en Estados Unidos creó

mente, algunos investigadores han empleado los datos a nivel de firma y de industria a través de una amplia muestra de países con el fin de resolver temas de causalidad y documentar en mayor detalle los mecanismos, si los hubiere, a través de los cuales las finanzas afectan el crecimiento económico. Por ejemplo, Rajan y Zingales (1998) muestran que las industrias que dependen relativamente más del financiamiento externo crecen más rápidamente (comparadas con industrias que no dependen tanto del capital externo) en países con sistemas financieros bien desarrollados. En forma similar, Demirgüç-Kunt y Maksimovic (1998) demuestran que las firmas en países con sistemas financieros más desarrollados tienden a crecer más rápidamente de lo que podrían hacerlo si su financiación estuviera restringida a fondos internos y a deuda de corto plazo.¹⁸

En años recientes, la literatura ha ampliado el análisis más allá del nexo finanzas-crecimiento para estudiar el impacto del desarrollo financiero sobre otras variables relevantes, como la distribución del ingreso y la pobreza. Las imperfecciones del mercado financiero generan limitantes de crédito que son particularmente comprometedoras para las unidades familiares de menores ingresos y para los pequeños empresarios que carecen de garantía colateral, historias de crédito y conexiones políticas.¹⁹ Al reducir las asimetrías informacionales, los costos de transacción y los costos de exigibilidad de los contratos el desarrollo financiero facilita el acceso al capital para los pobres y los marginados, ayudándoles a superar las limitaciones que de otra forma surgirían de su falta de riqueza y conexiones.²⁰ Por consiguiente, el desarrollo finan-

las condiciones para el crecimiento económico después de 1780. Haber (1991, 1997) compara los desarrollos de los mercados de capitales y de la industria en Brasil, México y Estados Unidos entre 1830 y 1930. Véase también Cameron (1967) y McKinnon (1973) para estudios de caso históricos.

- 18 Véase además Wurgler (2000), Claessens y Laeven (2003), Love (2003), Beck, Demirgüç-Kunt y Martínez-Peria (próximo a publicarse) y Beck, Demirgüç-Kunt y Maksimovic (2005).
- 19 Por ejemplo, Beck, Demirgüç-Kunt y Maksimovic (2005) encuentran que la medida en la cual los problemas financieros, legales y de corrupción afectan el crecimiento de las firmas depende del tamaño de éstas, donde las firmas de menor tamaño son las más afectadas por estos factores. En forma similar, Chong, Galindo y Micco (2004) encuentran no solamente que las empresas pequeñas y medianas (Pymes) financian una participación significativamente menor de sus inversiones con crédito bancario relativamente a las grandes firmas, sino también que la diferencia en la financiación bancaria entre las Pymes y las grandes firmas es más alta en países con una menor protección a los acreedores y con sistemas judiciales menos eficientes.
- 20 Véase, por ejemplo, Banerjee y Newman (1993), Galor y Zeira (1993) y Rajan y Zingales (2003b).

ciero beneficiaría desproporcionadamente las unidades familiares de menores ingresos y los pequeños empresarios. Consistentemente con estos argumentos, la evidencia empírica sugiere que el desarrollo financiero está asociado con una menor pobreza y con una menor desigualdad del ingreso. Por ejemplo, Beck, Demirgüç-Kunt y Levine (2006) encuentran que en los países que experimentan desarrollo del sector financiero, el ingreso del 20% más pobre de la población crece más rápidamente que el PIB per cápita promedio y la desigualdad del ingreso se reduce a una tasa más alta. Existe, además, alguna evidencia, aunque aún limitada, de que la expansión del acceso a la financiación puede reducir la pobreza.²¹ Burgess y Pande (2005), por ejemplo, encuentran que un aumento de 1% en el número de los establecimientos bancarios en India reduce la pobreza rural en 0,34% (véase también el Departamento para el Desarrollo Internacional, 2004 y las referencias en éste).²²

Una pregunta importante que ha provocado un debate significativo en la literatura es si la estructura financiera —es decir, la mezcla de mercados financieros y de bancos que operan en la economía— tiene importancia. Comparado con los mercados de capitales, los bancos pueden tener algunas ventajas en términos de investigación de firmas, en el monitoreo de gerentes y en la financiación de la expansión industrial. Debido a que estos mercados difunden la información muy rápidamente, los inversores pueden no tener suficientes incentivos para invertir en la adquisición de información. En contraste, los bancos pueden hacer inversiones sin revelar sus decisiones inmediatamente, permitiéndoles construir conocimiento privado en proyectos y deudores a través de un enfoque “conozca a su cliente” y apropiarse los retornos de esas actividades de investigación. Al mismo tiempo, a los bancos que tienen lazos estrechos con las firmas se les facilita ejercer presión para el repago y hacer seguimiento a los gerentes más efectivamente que en los mercados atomísticos. Por otra parte, los partidarios de sistemas financieros basados en el mercado de capitales argumentan que los bancos pueden adquirir una influencia bastante grande sobre las firmas y extraer rentas de éstas, aumentando los costos de acceder al capital. Asimismo, los bancos pueden no ser recolectores y proce-

21 Véase Beck y De la Torre (2006) y De la Torre, Gozzi y Schumkler (2006a) para discusiones de asuntos conceptuales en el acceso a la financiación.

22 Beck, Demirgüç-Kunt y Martínez-Peria (próximo a publicarse) encuentran que el alcance del sector bancario está asociado con menores limitantes financieras a nivel de firma más bajas, aun después de incluir la profundidad del sector financiero en el análisis.

sadores de información efectivos en situaciones que involucran productos y procesos innovadores. Además, los bancos pueden actuar en colusión con las firmas frente a otros acreedores e inversores.

Otros autores rechazan la importancia del debate bancos *versus* mercados, y argumentan que lo importante es el nivel global del desarrollo financiero y no la mezcla particular de mercados de capitales y bancos en la economía.²³ También, los mercados y los bancos pueden proporcionar servicios financieros complementarios que favorecen el crecimiento. Por ejemplo, al ofrecer medios alternativos de financiación de la inversión, los mercados de títulos valores pueden reducir los efectos potencialmente dañinos del poder bancario excesivo. Asimismo, el desarrollo de mercados de títulos valores puede ayudar a los bancos a manejar mejor su exposición al riesgo, facilitando las actividades de cobertura a través del uso de derivados y reduciendo su vulnerabilidad a los riesgos de liquidez a través de la emisión de bonos. Desde una perspectiva más amplia, tener bancos y mercados de títulos valores que funcionen bien puede aumentar la estabilidad de la economía, ya que los impactos en un sector particular del sistema financiero pueden ser, al menos parcialmente, compensados por otros.

La evidencia muestra que hay una tendencia de los sistemas financieros a basarse más en el mercado de capitales a medida que aumentan los niveles de ingreso (Demirgüç-Kunt y Levine, 2001). Sin embargo, la mayor parte de los estudios empíricos encuentran que no hay una mezcla óptima de bancos y mercados de capitales para proporcionar servicios financieros que aumenten el crecimiento de la economía. De hecho, tras incluir en el análisis el nivel de desarrollo financiero, la estructura financiera no parece explicar las diferencias en las tasas de crecimiento entre países e industrias ni parece afectar el acceso a la financiación externa.²⁴ Esta evidencia sugiere que lo importante en el desarrollo financiero es el acceso a servicios financieros eficientes más que la estructura particular del sistema financiero que proporciona esos servicios.

23 Véase Merton y Bodie (1995, 2004) y Levine (1997), entre otros. Schumkler y Vesperoni (2001) encuentran el grado de desarrollo de una economía mucho más importante que su estructura financiera para explicar las elecciones de financiación de las firmas.

24 Véase, por ejemplo, Beck y Levine (2002), Demirgüç-Kunt y Levine (2001) y Levine (2002).

Evolución y globalización de los mercados de capitales

En la forma antes mencionada, los desarrollos recientes en los mercados de capitales domésticos, al igual que sus perspectivas, serían difíciles de entender sin considerar las tendencias en los mercados de capitales globales. El estudio de la manera en la que han evolucionado los mercados de capitales internacionales ayuda a establecer no solamente un punto de referencia para evaluar el desempeño de los mercados domésticos, sino también para entender el grado en el cual los desarrollos locales son resultado de cambios en los mercados de capitales internacionales. Esta sección resume primero los principales desarrollos en los mercados de capitales internacionales y luego la forma en la cual los países de América Latina han respondido a estos desarrollos en todo el mundo.

Un mensaje importante de esta sección es que la globalización financiera se ha ampliado en un grado que resulta difícil de ignorar. Además, durante las últimas tres décadas han tenido lugar muchos nuevos desarrollos, trayendo consigo cambios significativos para los mercados de capitales en las naciones desarrolladas y en desarrollo. Sin embargo, a pesar de la percepción de una globalización financiera generalizada, el sistema financiero internacional está lejos de estar perfectamente integrado y hay evidencia de una segmentación persistente del mercado de capitales entre países y dentro de éstos.²⁵

Principales desarrollos en los mercados de capitales internacionales

Los mercados de capitales en los países desarrollados han crecido sustancialmente durante las tres décadas pasadas, experimentando un gran auge en los años noventa. Como parte de este proceso, las compañías consiguieron más capital en los mercados de bonos y acciones, mientras que los inversores minoristas e institucionales aumentaron su participación en esos mercados. Los mercados financieros experimen-

25 French y Poterba (1991) y Tesar y Werner (1995) presentan evidencia de un sesgo doméstico en la inversión internacional. En muchos estudios se ha encontrado igualmente que los inversores presentan una preferencia por las firmas más grandes y más cercanas, cultural y geográficamente, dentro y entre países (véase, por ejemplo, Coval y Moskowitz 1999; Grinblatt y Keloharju 2001, y Huberman 2001).

taron una expansión tan fuerte que para el año 2004 el crédito combinado otorgado al sector privado por las instituciones financieras, la capitalización del mercado accionario y los bonos privados en circulación alcanzaron un promedio de más del 260% del PIB en los países del G-7, comparado con cerca del 100% en 1975.

El desarrollo de los mercados de capitales en los países ricos ha estado acompañado por una integración financiera creciente entre naciones. Esta globalización no es nueva. Los flujos internacionales de capitales han existido durante mucho tiempo.²⁶ De hecho, de acuerdo con algunas medidas, la medida de la movilidad global del capital y de los flujos de capital hace cien años –especialmente durante la era del patrón oro (aproximadamente de 1880 a 1914)– es comparable al nivel de hoy. En ese entonces, sin embargo, pocos países y sectores participaron en la globalización financiera. Los flujos de capital tendían a seguir la migración y estuvieron dirigidos a apoyar los flujos de comercio y la inversión en infraestructura en el mundo entonces en desarrollo (incluyendo, por ejemplo, Norteamérica). En su mayoría, los flujos de capital tomaron la forma de flujos de bonos y fueron de largo plazo.

La llegada de la Primera Guerra Mundial representó el primer golpe a esta ola de globalización financiera, el cual fue seguido por un período de inestabilidad y crisis que finalmente condujo a la Gran Depresión y a la Segunda Guerra Mundial. Después de estos eventos, los gobiernos retrasaron la globalización financiera, imponiendo controles de capital para recuperar la autonomía monetaria. Esto deprimió los flujos de capital, que alcanzaron niveles muy bajos durante los años cincuenta y sesenta. El sistema internacional estuvo entonces dominado por el arreglo de Bretton Woods de tasas de cambio fijas pero ajustables, movilidad limitada del capital y políticas monetarias autónomas. Los años setenta fueron testigo de una nueva era en el sistema financiero internacional. Como resultado de la crisis del petróleo, la movilidad creciente del capital que operó a través del mercado de eurodólares (es decir, evitando los controles oficiales al capital) y el quiebre subsiguiente del sistema Bretton Woods, se inició una nueva ola de globalización. Con la desintegración del arreglo de Bretton Woods de tasas de cambio fijas, los países pudieron abrirse a una mayor movilidad del capital y mantuvieron a la vez la autonomía de sus políticas monetarias.

Aunque la globalización a principios del siglo XX principalmente supuso flujos de los países ricos (en su mayoría del Reino Unido) hacia las economías emergentes, la mayoría de la acción en la fase de globa-

26 Eichengreen y Sussman (2000) ofrecen una perspectiva de milenio.

lización más reciente ha tenido lugar entre las economías desarrolladas. En esta fase, los flujos de capital entre países desarrollados han aumentado marcadamente. A la vez, la actividad del mercado de capitales se ha concentrado en unos pocos centros financieros internacionales grandes, principalmente Frankfurt, Londres, Nueva York y Tokio.

Diferentes fuerzas han fomentado la reciente ola de desarrollo del mercado de capitales y de globalización financiera. Estas fuerzas pueden agruparse en tres categorías: las políticas gubernamentales, las innovaciones tecnológicas y financieras, y factores del lado de la oferta y de la demanda.

Primero, los gobiernos han fomentado el desarrollo del mercado de capitales liberalizando el sector financiero. Como es analizado en mayor detalle en el capítulo 3, el rápido crecimiento del mercado no regulado de eurodólares ha jugado un papel clave a este respecto, ya que condujo a un resurgimiento en la movilidad del capital eludiendo los controles de capital que habían sido levantados por los Estados naciones de la era Bretton Woods. Este aumento en la movilidad del capital a través de los mercados no regulados ejerció una presión creciente en los países desarrollados para liberalizar y abrir sus mercados financieros nacionales, que a su vez disparó aún más los flujos de capitales entre países. El proceso de liberalización supuso muchas medidas. Las políticas típicas incluyeron la eliminación de los controles a la tasa de interés, la reducción de la escala de los programas de crédito dirigido, la liberalización de los mercados de acciones y la apertura de la cuenta de capitales de la balanza de pagos. Estas medidas buscaban permitir que las fuerzas del mercado operaran con mayor libertad, que hicieran más eficiente el sector financiero, promovieran el surgimiento y el uso de los mercados de títulos valores y permitieran la diversificación del riesgo entre países.

Segundo, los avances tecnológicos han facilitado el uso de los mercados de capitales reduciendo los costos de las transacciones y haciendo más eficientes las actividades de negociación, compensación y liquidación. También, la innovación financiera ha ayudado en el desarrollo de nuevos instrumentos que permiten a los inversores diversificar y cubrir riesgos. Una innovación financiera significativa ha sido la titularización de activos ilíquidos, más notoriamente de préstamos hipotecarios y de consumo, transformándolos en títulos valores líquidos que se negocian en los mercados de capitales. El proceso de innovación financiera y tecnológica ha sido ayudado por el surgimiento de grandes conglomerados financieros internacionales que operan en todo el mundo y ofrecen un amplio rango de servicios financieros.

Tercero, los cambios por el lado de la demanda también han proporcionado un aumento importante para los mercados de capitales.

Los inversores han encontrado nuevas formas de diversificar sus portafolios manteniendo títulos valores en lugar de depósitos bancarios. El surgimiento de inversores institucionales, como fondos mutuos y de pensiones, ha permitido que los inversores minoristas compren títulos valores a bajo costo y, al mismo tiempo, diversifiquen sus inversiones en diferentes activos y aún entre países.

Los países en desarrollo y el proceso de globalización

Aunque la mayor parte del desarrollo del mercado de capitales y de la globalización antes descrita ha tenido lugar en centros financieros y economías desarrolladas, los países en desarrollo también se han visto afectados por las mismas tendencias implícitas y han podido participar en alguna medida en estos procesos. Las tendencias globales afectaron a los países en desarrollo al menos en dos formas. Primero, hubo nuevo capital disponible en los mercados financieros internacionales, que los países en desarrollo trataban de atraer a sus mercados domésticos. Segundo, los países en desarrollo trataron de emular el uso creciente de los mercados de capitales que caracterizaban las economías desarrolladas reformando sus mercados locales.

Los esfuerzos por atraer el capital internacional a los países en desarrollo fueron, en parte, resultado de la mayor disponibilidad de liquidez en los mercados globales.

El nuevo capital disponible surgió luego de la crisis del petróleo de 1973, el cual proporcionó a los bancos internacionales fondos frescos para invertir en países en desarrollo. Estos fondos fueron utilizados principalmente para financiar gobiernos a través de préstamos sindicados. El auge en los flujos de capital los años setenta y de principios de los años ochenta fue seguido por la crisis de deuda que empezó en México en 1982. Eventualmente, para resolver esta crisis dentro de un marco acordado internacionalmente para la restructuración de la deuda –la Iniciativa Brady– fueron creados los llamados bonos Brady a partir de finales de la década de los años ochenta, conduciendo al ingreso de países emergentes a los mercados de capitales internacionales y al desarrollo de mercados líquidos de bonos soberanos para estos países.

La ola más reciente de flujos de capital hacia la periferia difiere marcadamente, al menos en dos formas, del período 1976-82 de entradas de capital: Primero, en términos de magnitud. Segundo, en términos de composición del flujo. Los flujos de capital hacia las economías emergentes durante los años noventa llegaron a un máximo en 1997, alcanzando cerca de US\$340 mil millones, disminuyendo entonces marcada-

mente en los años siguientes como consecuencia de las crisis financieras en Asia oriental y en la Federación Rusa. Desde entonces, los flujos de capital se han recuperado, experimentando un crecimiento fuerte y alcanzando cerca de US\$412 mil millones en 2004. La composición de los flujos de capital en los países en desarrollo también ha cambiado significativamente. Los flujos oficiales disminuyeron en más de la mitad y los flujos de capital privado se convirtieron en la fuente principal de capital para un gran número de países. La naturaleza de los flujos de capital privado también cambió marcadamente. La inversión directa extranjera (IDE) ha crecido continuamente desde principios de los años noventa. Las fusiones y adquisiciones (F&A) fueron la fuente más importante de este aumento, especialmente aquellas que resultan de la privatización de las compañías de propiedad estatal. Los flujos de portafolio también resultan importantes.

Una característica sobresaliente de la ola reciente de globalización financiera ha sido la internacionalización de los servicios financieros, es decir, el uso de los intermediarios financieros internacionales por parte de emisores e inversores locales. Esta internacionalización ha sido lograda a través de dos canales principales. El primer canal es una mayor presencia de los intermediarios financieros internacionales en los mercados locales. Simultáneamente a los flujos de capital, las instituciones financieras internacionales trasladaron operaciones a los países en desarrollo. El segundo canal comprende el uso de intermediarios financieros internacionales y de mercados ubicados fuera del país, por parte de inversores y emisores locales. Un ejemplo del último canal es el registro y negociación de acciones en las principales bolsas de valores del mundo, en su mayoría en la forma de *depository receipts* (DR).²⁷

27 Hay diferentes formas de “registrar” las acciones domésticas en los mercados financieros internacionales. Una forma tradicional es registrar en forma cruzada la acción en otra bolsa. Las compañías europeas tienden a utilizar este método de internacionalización con gran frecuencia. Una forma muy popular de internacionalizar entre firmas de mercados emergentes ha sido a través de los títulos de entidades depositarias, conocidos como los títulos de Entidades Depositarias en E.U. (*American Depository Receipts*, ADR) o Títulos Globales en Entidades Depositarias (*Global Depository Receipts*, GDR). Estos son instrumentos derivados denominados en moneda extranjera, emitidos por bancos internacionales, como Bank of New York o Citibank, que representan títulos valores domésticos entregados a un custodio local. La negociación de ADR y de GDR en las bolsas de E.U. se ha ampliado de US\$75 mil millones en 1990 a US\$1 billón en 2005, y actualmente hay más de 1.900 programas patrocinados por ADR emitidos por firmas de 73 países. Los programas de título de entidad depositaria aumentan o se reducen dependiendo de la demanda, puesto que la emisión de ADR y de los GDR y la reconversión a acciones implícitas comprenden sólo un pequeño costo transaccional. Véase Levy Yeyati, Schmukler y van Horen (2006).

Los países en desarrollo han tratado en diferentes formas de atraer el nuevo capital disponible en los mercados internacionales. Una manera de atraer este capital fue la liberalización financiera, que en su mayoría tuvo lugar a finales de los años ochenta y principios de los noventa, algunos años después de que los países desarrollados habían liberalizado sus sistemas financieros. Como consecuencia del proceso de liberalización, los gobiernos y las firmas han obtenido capital activamente en los mercados financieros internacionales y los extranjeros han invertido en los mercados domésticos. La liberalización financiera también implicó que las instituciones financieras internacionales pudieran ingresar a los países en desarrollo para comprar bancos locales y establecer sucursales o subsidiarias locales. Otra forma de atraer el capital extranjero fue a través del proceso de privatización, iniciado por Chile y por el Reino Unido y luego seguido por la mayoría de los países. Los recaudos de la privatización fueron sustanciales; en los países en desarrollo, éstos aumentaron de US\$2,6 mil millones en 1988 hasta US\$66.6 mil millones en 1997. Además, a medida que se realizaron diversas privatizaciones a través de ofertas públicas en las bolsas de valores locales, el proceso también tuvo un impacto directo sobre la capitalización doméstica y la negociación del mercado accionario. Como se mencionó, el auge de los flujos accionarios y la IDE se explica en parte por la adquisición entre países de empresas de propiedad de los Estados. Finalmente, los países en desarrollo trataron de mejorar el clima para que el capital ingresara buscando la estabilización macroeconómica, mejores entornos de negocios y bases económicas más fuertes.

Además de estos esfuerzos para atraer el capital extranjero, los países en desarrollo también trataron de emular en su mercado local el desempeño pujante observado en los mercados de capitales de las economías desarrolladas. Con este fin, implementaron una agenda de reforma algo agresiva. Las reformas tenían una lógica que es más fácil de entender en el contexto de la globalización. En las etapas tempranas, las reformas tenían principalmente un enfoque de desarrollo. La idea principal era que los mercados de capitales proporcionarían una financiación relativamente económica, movilizándolo hacia su uso más productivo y ofreciendo a los inversores oportunidades de inversión atractivas. La intención de fomentar los mercados de capitales cuadraba bien con la tendencia global de moverse hacia un sistema orientado hacia el mercado y a emular el funcionamiento de los mercados de capitales en las economías desarrolladas. Entre otras cosas, los mercados de capitales ejercerían la competencia con los sistemas bancarios domésticos, que en muchos países en desarrollo cobraban altos márgenes de intermediación. Después de la crisis de Asia oriental de 1997-98, algunos consideraron el desarrollo de

los mercados de capitales locales como una forma de lograr que el sistema financiero de los países en desarrollo fuese más estable.²⁸ La motivación era que los mercados financieros, especialmente los mercados de bonos, podían ser la “llanta de repuesto” del sistema, que sostenían las finanzas cuando la “llanta principal” (los bancos) se pinchaba por una crisis. Además, los mercados de capitales podían ayudar a absorber crisis trasladando a los inversores –en tiempo real– los cambios en los valores de los activos. Adicionalmente, los mercados de capitales proporcionarían moneda local e instrumentos de deuda de larga duración al igual que más productos derivados, que podían ayudar a manejar mejor y aun a reducir el riesgo sistémico.

El aluvión de reformas que siguió puede ser agrupado en reformas de primera y de segunda generación. Las reformas de primera generación se centraron en la estabilización del entorno macroeconómico, estableciendo los marcos básicos legales regulatorios, liberalizando los mercados financieros domésticos y abriendo las cuentas de capital. Las reformas de segunda generación tendieron a concentrarse en construir una mejor infraestructura institucional y de mercado para aumentar la actividad de mercado y la liquidez, ampliar la participación del inversionista y expandir el universo de los instrumentos negociados.

Aparte de la liberalización y de la privatización antes mencionada, los esfuerzos de reforma fueron complementados en diversos casos por reformas estructurales al sistema de pensiones, desplazándose de los sistemas de reparto administrados públicamente, de beneficios definidos, a los sistemas de contribución definida administrados privadamente de las cuentas individuales de pensiones. Entre otras cosas, se esperaba que los nuevos sistemas pensionales dispararan la disponibilidad de la financiación de largo plazo para el sector privado. Chile fue el primer país en adoptar este sistema en 1981 y muchos otros países implementaron reformas similares durante los últimos 15 años.²⁹

Atraídos por los beneficios potenciales de tener un sistema financiero orientado hacia el mercado, de buen funcionamiento, los gobiernos también aprobaron nuevas legislaciones tendientes a crear los marcos legales, las infraestructuras y las instituciones de mercado apropiadas para hacer que los mercados de capitales florecieran. En particular, los países crearon comisiones domésticas de valores y cambios, desarro-

28 Véase, por ejemplo, Greenspan (1999), Herring y Chatusripitak (2000), IFC (2000) y Batten y Kim (2001).

29 La evidencia de Chile sugiere que la reforma pensional puede tener un impacto significativo sobre el desarrollo del mercado de capitales y el crecimiento económico. Véase Corbo y Schmidt-Hebbel (2003).

llaron considerablemente el marco regulatorio y de supervisión, y lograron un progreso importante hacia el establecimiento y mejora del entorno básico para las operaciones de mercado. Dentro de estas últimas se incluyeron nuevas políticas relacionadas con sistemas centralizados de cambios, de despeje y de liquidación, arreglos de custodia y mejoras en diversos grados en los estándares contables y de revelación. Más recientemente, nuevas leyes y regulaciones que buscaban proteger a acreedores e inversores han mejorado esta infraestructura, incluyendo mejoras en el marco legal general y en los derechos de propiedad, los derechos de accionistas minoritarios, las leyes de quiebra y las leyes contra el uso de información privilegiada.

Principales desarrollos en los mercados de capitales domésticos

Esta sección describe los principales desarrollos en los mercados de capitales domésticos y tiene como fin ilustrar el desempeño de los mercados de capitales locales durante décadas pasadas, el lugar donde se encuentran y la forma en que difieren entre regiones.

Aunque los mercados de capitales en muchos países desarrollados han experimentado un auge en décadas pasadas, el panorama es más confuso en los países en desarrollo, con una amplia heterogeneidad entre naciones.³⁰ Algunos países experimentaron crecimiento de sus mercados de capitales domésticos, pero en la mayoría de los casos este crecimiento no fue tan significativo como aquel presenciado por las naciones industrializadas. Otros países experimentaron un deterioro real de sus mercados de capitales domésticos. Al comparar el desarrollo de los mercados de capitales domésticos entre regiones surgen diferencias notorias. Dentro de las economías emergentes, los mercados de capitales en Asia oriental se han desarrollado relativamente bien. Por otra parte, los mercados en América Latina se han rezagado, muchos de ellos caracterizados por una alta dolarización, operaciones de corto plazo e iliquidez.

Los mercados domésticos de bonos han crecido significativamente desde mediados de los años noventa. El aumento en la emisión de deuda fue especialmente pronunciado en Asia oriental, donde los gobiernos y las firmas cada vez con mayor frecuencia prefirieron la financiación con bonos después de la crisis de 1997. América Latina también

30 Observe que esta heterogeneidad también se amplía a los países desarrollados.

fue testigo de un crecimiento sustancial en los mercados domésticos de bonos, pero éstos tendieron a estar dominados por la deuda del sector público. Los esfuerzos para desarrollar los mercados de bonos corporativos en América Latina no han sido muy fructíferos hasta el momento, probablemente con excepción de Chile y, más recientemente y en un grado mucho menor, México. Los mercados de bonos también difieren entre regiones en otras dimensiones. Comparado con los mercados de bonos de Asia oriental y de Europa del este, los bonos domésticos latinoamericanos son, en promedio, más de corto plazo y muchos de ellos de tasa flotante. Los gobiernos de algunos países (por ejemplo, Chile, Colombia y México) han logrado progresos importantes hacia el aumento en la duración de los vencimientos de la deuda en moneda local o deuda indexada por el IPC para reducir el riesgo de refinanciación en tiempos de crisis; sin embargo, la deuda de corto plazo permanece relativamente alta en toda la región. La evidencia disponible sugiere que la estructura de vencimiento de corto plazo puede ser explicada por factores del mercado de capitales que hacen que el endeudamiento de largo plazo sea relativamente costoso (Broner, Lorenzoni y Schmukler, 2004). América Latina tiene, en promedio, una participación más alta de bonos denominados en moneda extranjera, con lo cual se expone a los emisores al riesgo de moneda. En años recientes, en parte como resultado de mejores bases domésticas y en parte como consecuencia de condiciones financieras internacionales favorables, algunos países latinos han emitido en forma creciente bonos en moneda doméstica, tanto internamente como en los mercados internacionales.³¹ Sin embargo, es aún muy pronto para decir si esta tendencia positiva constituye un cambio durable que eventualmente se ampliará y será sostenible en toda la región.

El desempeño de los mercados de acciones en muchas economías emergentes también ha sido desalentador. Aunque la actividad del mercado de acciones aumentó en la mayoría de estos países, este aumento ha diferido sustancialmente entre regiones. La actividad del mercado en América Latina ha crecido a un ritmo más lento, con mercados mucho más lentos que aquellos de Asia oriental. Por ejemplo, la capitalización del mercado accionario relativa al PIB estuvo justo por debajo del 42% en América Latina al final de 2004, comparado con el 94% en los paí-

31 Desde 2003 diversos países de América Latina (Brasil, Colombia y Uruguay) han emitido bonos del gobierno de moneda doméstica en los mercados internacionales y los inversores extranjeros han aumentado su participación en los mercados de bonos locales. Véanse discusiones de estas tendencias en FMI (2005), Tovar (2005) y NU-Cepal (2005).

ses del G-7 y 146% en Asia oriental. Las diferencias regionales son más impactantes al comparar la actividad en la negociación de acciones, una buena aproximación de la liquidez. El valor negociado relativo al PIB en los mercados de acciones latinoamericanos fue sólo del 6% durante el 2004. Por su parte, el valor negociado en las bolsas de valores el Asia oriental y G-7 durante el mismo período alcanzó el 105 y 92% del PIB, respectivamente. Otra característica del deficiente desarrollo de los mercados de acciones en muchos países es la alta concentración de la negociación y de la capitalización en muy pocas firmas. Este desarrollo rezagado de los mercados de acciones latinoamericanos también se ha manifestado en el retiro de firmas del registro en bolsa y en la migración de las grandes compañías hacia las grandes bolsas de valores internacionales, en la forma descrita más adelante. Estas últimas tendencias han sido pronunciadas en América Latina y en Europa oriental; en contraste, muchos países de Asia oriental han visto un aumento en el número de compañías registradas en sus mercados de acciones domésticos.

Otros mercados de títulos valores han atraído alguna atención en años recientes, incluyendo los de derivados, los productos estructurados y las transacciones *repo* (acuerdos de recompra).³² A pesar del rápido crecimiento de los mercados de derivados globales en décadas pasadas, los mercados de derivados en las economías emergentes son generalmente subdesarrollados, ilíquidos y se limitan a ciertos instrumentos, especialmente en comparación con los países desarrollados. Por ejemplo, los derivados del mercado emergente explican solamente el 1% de los derivados totales nocionales en circulación en los mercados globales. No obstante su pequeño tamaño, los mercados de derivados –principalmente, monedas– han empezado a aparecer en algunos países de América Latina, como Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México. Estos mercados han ganado algún *momentum*, no sólo domésticamente, sino también internacionalmente. Por ejemplo, el mercado de *forward no-entregable* –que en el caso de México, por ejemplo, es

32 Las transacciones *repo* comprenden la venta de un activo bajo un acuerdo de recompra del activo a la misma contraparte. El interés se paga ajustando los precios de venta y de recompra. La financiación estructurada puede definirse como una forma de intermediación financiera basada en tecnología de titularización. En su forma más simple, es un proceso mediante el cual los activos son agrupados y transferidos a un tercero (al cual se hace referencia comúnmente como un vehículo de propósito especial o SPV), que a su vez emite títulos valores respaldados por este grupo de activos. Generalmente, se emiten diversas clases de títulos valores (llamados tramos) con distintos perfiles de riesgo-retorno.

más grande que el mercado doméstico— ha permitido a los inversores internacionales cubrir diversos riesgos de moneda. En el caso de las operaciones financieras estructuradas, mientras que los mercados en los países desarrollados han experimentado un fuerte crecimiento, no solamente en términos de volumen de emisión sino también en términos de los activos que están titularizados, en la mayoría de las economías emergentes los mercados permanecen notoriamente subdesarrollados. En América Latina, la emisión ha crecido significativamente en años recientes, siendo Brasil y México los mercados más grandes. En contraste con el subdesarrollo relativo de los mercados de derivados y del financiamiento estructurado, los mercados *repo* en las economías emergentes son mucho más líquidos y generalmente se utilizan para el manejo de liquidez. En muchos casos, y probablemente más notoriamente en el caso de Brasil, el valor de las transacciones *repo* excede el valor negociado de los activos implícitos.

El contraste entre el gran número de iniciativas y reformas de política y el deficiente desempeño de los mercados de capitales da lugar a muchas preguntas. ¿Están los mercados de capitales en los países emergentes verdaderamente subdesarrollados, o están en el lugar donde se esperaba que estuvieran, dadas las bases macroeconómicas e institucionales de estos países? ¿En qué medida han respondido los mercados de capitales a las reformas? ¿Estuvieron las reformas mal concebidas? ¿Fueron las expectativas muy optimistas? ¿Hay otros factores que afectan los mercados de acciones domésticos y que desvían el impacto de las reformas? ¿Se requiere más tiempo para ver todos los frutos de las reformas? ¿Necesita la agenda de reforma ser rediseñada? Estas preguntas son difíciles de responder, pero el análisis en el resto de este capítulo y en el resto de este libro ayuda a dar luz sobre estos temas.

Factores detrás del desarrollo y de la internacionalización de los mercados de capitales

¿Cuáles son los factores motivadores detrás de los procesos de desarrollo doméstico del mercado de capitales y de la internacionalización? En el capítulo 3 consideramos esta pregunta en extenso detalle, desde diferentes ángulos. Aquí, resumimos nuestro enfoque. Primero, éste es útil para analizar la evidencia de las series de tiempo entre países, para entender el papel de factores macroeconómicos e institucionales, tales como la estabilidad monetaria, el desarrollo económico global y el entorno legal en el desarrollo de los mercados de acciones y de bonos.

Segundo, estudiamos la forma en la cual los mercados de capitales han respondido a una amplia lista de reformas emprendidas por los gobiernos durante las dos décadas pasadas. En otras palabras, preguntamos si los mercados de capitales han respondido en la forma esperada al proceso de reforma. Estas reformas son básicamente mejoras en las condiciones institucionales y macroeconómicas. La motivación para este análisis viene del argumento popular de que las reformas promueven el desarrollo doméstico del mercado de capitales y que si los mercados en algunos países no se han desarrollado lo suficiente, esto se debe a la falta de reformas. Este tipo de estudio es complementario al análisis de las bases económicas. Tercero, analizamos las bases que orientan el proceso de internacionalización de los mercados de acciones. Nuestro principal interés es entender si los factores que orientan el desarrollo doméstico del mercado de capitales también afectan el proceso de internacionalización y, de ser así, en qué dirección lo hacen. Adicionalmente, nos interesan los efectos que este proceso de internacionalización pueda tener en la actividad de los mercados domésticos de acciones. Finalmente, analizamos si los países de América Latina han respondido en forma diferente a los países de otras regiones a las bases y reformas económicas. Es decir, estudiamos si el subdesarrollo de los mercados de capitales latinoamericanos puede ser explicado por la presencia de malas bases.

En años recientes, impulsado por la evidencia creciente de la relevancia del sector financiero como combustible para el crecimiento económico, ha crecido el interés por entender los determinantes del desarrollo del mercado financiero. La literatura ha resaltado el papel de diversos factores, incluyendo las políticas fiscal y monetaria, los niveles de ingreso y el entorno institucional y legal. Se ha demostrado que el nivel de ingreso es importante: los países más desarrollados tienden a tener mercados de capitales más grandes y desarrollados. Mejores políticas fiscales y monetarias, junto con un entorno macroeconómico estable, ayudan a reducir la incertidumbre y afectan positivamente el tamaño de los mercados de capitales. Los entornos legales e institucionales bien diseñados y que funcionan bien, mejoran la confianza de los inversores y contribuyen al crecimiento de los mercados de capitales. El tamaño de una economía parece ser un factor importante para el desarrollo de estos mercados, porque genera economías de escala y de alcance al igual que externalidades de red y proporciona un piso más fértil para el logro y sostenibilidad de mercados suficientemente líquidos.

Aunque la mayoría de estos factores afectan los mercados de acciones y de bonos, la diferenciación entre los dos tipos de instrumentos puede subrayar la existencia de algunas variables que pueden afectar

a sólo uno de ellos.³³ Las características intrínsecas de los bonos los hacen dependientes de factores como las leyes de quiebra y los regímenes de moneda, factores que no ejercen un efecto tan grande sobre las acciones. A este respecto, la composición de moneda de la deuda gubernamental últimamente ha recibido mucha atención relacionada con la vulnerabilidad al riesgo cambiario que surge en un portafolio de deuda denominada en moneda extranjera, lo cual podría aumentar la probabilidad de crisis financieras. Este estudio investiga cuáles son los factores relevantes que afectan potencialmente la composición de moneda de la deuda, revisando la evidencia sobre el papel de los factores institucionales y económicos. En general, la evidencia sugiere que los países con economías más grandes, cargas fiscales más grandes y tasas de inflación más bajas, tienen una participación más alta de deuda en moneda doméstica (Claessens, Klingebiel y Schmukler, próximo a publicarse). En forma inversa los países que siguen regímenes de tasa de cambio más fija y aquellos con una mayor demanda de inversores extranjeros tienden a tener una mayor participación de los bonos de moneda extranjera.

Otro aspecto de los mercados de bonos que ha recibido atención ha sido la estructura de vencimientos de la deuda gubernamental. Existe una amplia preocupación relacionada con los riesgos asociados con la dependencia excesiva en el endeudamiento de corto plazo, un aspecto generalmente asociado con crisis financieras recurrentes en los países en desarrollo. ¿Pero, por qué los mercados emergentes se endeudan a corto plazo a pesar de los riesgos asociados? Una respuesta sería que la deuda de corto plazo refleja una asignación de riesgo óptima entre prestamistas y prestatarios, que surge de la decisión de equilibrio entre el mayor costo de endeudamiento de largo plazo y los mayores riesgos asociados con la deuda de corto plazo. En particular, el costo de la emisión de largo plazo normalmente es mucho más alto que el de la emisión de corto plazo y entre mayor sea esta diferencia, más altos los incentivos para que los países dependan de la deuda de corto plazo (Broner, Lorenzoni y Schmukler, 2004).

Aunque los análisis entre países son muy informativos, también presentan algunas limitaciones que pueden ser importantes para el debate de política en los países en desarrollo. La pregunta relevante para muchos países es de qué manera una mejora en su entorno macroeconómico e institucional afectará los mercados de capitales. El análisis entre países que resalta que el desarrollo del mercado de capitales está

33 Para una discusión sobre las semejanzas y diferencias entre los mercados de acciones y de bonos véase Herring y Chatusripitak (2001).

asociado positivamente con la calidad de las bases institucionales no puede ofrecer ayuda práctica a este respecto, puesto que en el corto y mediano plazo un país pobre no puede reproducir el ambiente que existe en los países ricos. Además, los análisis de series de tiempo difícilmente arrojarían luz sobre la materia, ya que hay poca variación de tiempo en el entorno institucional —es decir, las instituciones cambian lentamente y en el largo plazo. Como consecuencia, es probable que los resultados de panel estén orientados por las diferencias entre países y no por la evolución de las variables institucionales en el tiempo. Finalmente, los datos institucionales disponibles entre países podrían ser muy generales y no muy relevantes para el desarrollo del mercado de capitales.

Una alternativa para solucionar algunos de los limitantes de las estimaciones de panel es realizar estudios de eventos para medir los efectos de las “reformas” (cambios en el entorno macroeconómico e institucional) sobre el desarrollo de los mercados de capitales. Este análisis, también presentado en detalle en el capítulo 3, ayuda a examinar variables nuevas que generalmente no están incluidas en las estimaciones de panel debido a limitaciones en la cobertura de datos. Las reformas de interés son la liberalización financiera, las reformas a la infraestructura del mercado (aquellas relacionadas con el entorno de negociación y con los procesos de compensación y liquidación), las reformas institucionales (asociadas con la ley y el orden y con la corrupción), el cumplimiento de las leyes acerca del uso de información privilegiada, las reformas pensionales y las privatizaciones. La evidencia de los estudios de eventos sugiere que las reformas efectivamente están asociadas positivamente con el desarrollo de los mercados de acciones domésticos. Con la introducción de las reformas aumenta la capitalización del mercado accionario, el valor negociado domésticamente y el capital obtenido en los mercados domésticos, como porcentaje del PIB (De la Torre, Gozzi y Schumkler, 2006b).

Además de estos desarrollos domésticos, ¿cuáles son los factores detrás de las actividades crecientes de internacionalización de las firmas domésticas en los países en desarrollo? Se dice que las firmas se internacionalizan cuando algunas de sus actividades bursátiles (registro, obtención de capital, o negociación) tienen lugar en el exterior. Como sucede en el caso de los mercados domésticos, también es importante entender por qué el proceso de internacionalización responde a cambios en diversos factores macroeconómicos e institucionales. A este respecto, se pueden encontrar al menos dos puntos de vista que compiten. El primer punto de vista sostiene que los mercados internacionales serán utilizados relativamente menos en respuesta a una mejora en las bases, porque esto aumentaría la dependencia en los mer-

cados de acciones domésticos. En contraste, el segundo punto de vista predice un aumento en la confianza de los inversores internacionales como resultado de las mejoras institucionales domésticos, lo cual puede resultar en una mayor voluntad para proporcionar acceso a las firmas locales, creciendo la actividad del mercado internacional más rápidamente que la actividad local.

La evidencia analizada en el capítulo 3 sugiere que la internacionalización se ve afectada en la misma dirección y por las mismas bases económicas que orientan el desarrollo de los mercados de acciones. Los mayores niveles de ingreso (per cápita y en términos absolutos), la mayor estabilidad macroeconómica con un déficit fiscal más bajo, sistemas legales más fuertes y una mayor apertura financiera aumentan el desarrollo doméstico del mercado de acciones y la internacionalización en relación con el PIB (Claessens, Klingebiel y Schmukler, 2006). En otras palabras, las mejores bases económicas ayudan a desarrollar los mercados locales, pero éstas también aumentan la internacionalización de los servicios de la bolsa de valores. La evidencia también indica, sin embargo, que la internacionalización se acelera a medida que las bases mejoran. Estos hallazgos se enfrentan con la hipótesis de que los países con peores bases son aquellos que presentan más actividad de bolsa de valores en los mercados internacionales. En lugar de esto, los hallazgos apoyan el punto de vista de que las mejores bases facilitan el acceso a los mercados externos, aprovechando las firmas las bases de nuevos inversores a medida que sus países se tornan más atractivos.

¿Cuál es el impacto de la internacionalización sobre la actividad de negociación y la liquidez de las firmas domésticas, aquellas que dependen solamente de la financiación del mercado doméstico? ¿De qué manera la migración de las firmas hacia los mercados de acciones de países desarrollados afecta los mercados de acciones emergentes que dejan atrás? Teóricamente, la respuesta podría darse en cualquier sentido. Por una parte, la internacionalización puede afectar negativamente la actividad doméstica del mercado de acciones a través de dos canales principales: la migración de las actividades de negociación desde los mercados domésticos hacia los extranjeros y las externalidades negativas que surgen como resultado de los mayores costos de transacción en un contexto de costos fijos del mercado local. Por otra parte, la actividad doméstica podría ser estimulada por la internacionalización como resultado de una integración de mercado más amplia, además de tener efectos de externalidades positivas relacionados con la mayor transparencia inducida por este proceso. Por consiguiente, la respuesta a las preguntas debe encontrarse empíricamente.

La evidencia que presentamos en el capítulo 3 indica que a medida que más firmas se internacionalizan (obtienen financiación y negocian

en los mercados internacionales), el índice de rotación de las firmas que se queda en el mercado local de acciones se reduce. Además, este efecto opera a través de los canales antes descritos. Hay evidencia de migración: a medida que la fracción de las firmas internacionales aumenta, el comercio de las firmas internacionales se desplaza de los mercados domésticos hacia los mercados internacionales. Además, hay externalidades: el comercio doméstico de las firmas internacionales está relacionado fuertemente y en forma positiva con el índice de rotación de las firmas domésticas. Por tanto, a medida que el índice de rotación de las firmas internacionales en el mercado doméstico se seca debido a la migración, el índice de rotación de las firmas domésticas se reduce debido a las externalidades. Los canales de migración y de externalidades, sin embargo, no son los únicos mecanismos que vinculan la internacionalización y el índice de rotación del mercado local. Los datos también sugieren que a medida que las firmas se internacionalizan, el mercado doméstico intensifica la negociación de las acciones internacionalizadas, mientras que la negociación de las firmas que no se internacionalizan disminuye. En otras palabras, hay evidencia de desviación del comercio. El canal de desviación del comercio es consistente con teorías que enfatizan que cuando una firma se internacionaliza, esto mejora su reputación, transparencia y la base de accionistas en formas que la hacen más atractiva en general en relación con las firmas domésticas.³⁴

Como sucede en el caso de los mercados de capitales domésticos, las reformas también pueden afectar el proceso de internacionalización. La evidencia analizada en el capítulo 3 sugiere que no solamente las medidas domésticas responden a las reformas, éstas también tienen un impacto positivo sobre la internacionalización de las actividades del mercado de acciones. Además, en forma consistente con la evidencia derivada de las estimaciones de series de tiempo entre países, los datos sugieren que las reformas aceleran la internacionalización. La mayoría de las reformas está asociada con razones más altas de capitalización de mercado de firmas internacionales respecto de la capitalización de mercado total y del valor negociado en el exterior respecto del valor negociado internamente (De la Torre, Gozzi y Schmukler, 2006b).

Finalmente, ¿en qué lugar se encuentra América Latina en el desarrollo del mercado de capitales y de la internacionalización? ¿Por qué

34 Véase en Levine y Schmukler (2006, próximo a publicarse) una discusión y evidencia sobre estos canales.

los mercados de capitales latinoamericanos han crecido menos de lo esperado? ¿Es el mal desempeño de los mercados domésticos en América Latina resultado de malas bases y de una falta de reformas? ¿O hay una brecha entre la medida de la reforma en los países de América Latina y los resultados reales? La evidencia sugiere que los mercados de acciones en América Latina presentan un subdesarrollo relativo, tanto en tamaño como en actividad de negociación, al compararlo con el resto de las regiones. Estos resultados se mantienen aún después de incluir dentro del análisis la posibilidad de factores no explicados, como la volatilidad macroeconómica, la calidad del entorno institucional, el tamaño de la economía, o la tasa de ahorro promedio de los países analizados.

Implicaciones de política

La evidencia analizada en las secciones anteriores muestra que el estado de los mercados de títulos valores en muchas economías emergentes, y especialmente en América Latina, es desalentador. A pesar del intenso esfuerzo de reforma de las dos décadas pasadas, los mercados de capitales locales en la mayoría de las economías emergentes permanece subdesarrollado. Aunque algunos de los mercados domésticos de los países en desarrollo crecieron, este crecimiento en la mayoría de los casos no ha sido tan significativo como el crecimiento presenciado por las naciones industrializadas. Otros países experimentaron un deterioro real de sus mercados de capitales a medida que un número creciente de firmas se ha registrado en otras bolsas y ha obtenido capital en centros financieros internacionales. En el caso de América Latina, los resultados aparecen aún más desalentadores, dada la intensidad de los esfuerzos de reforma en la región, la mejor evolución de los mercados de capitales en Asia oriental y su rápido crecimiento en las economías desarrolladas. Además, la evidencia resumida en la sección anterior (y analizada en detalle en el capítulo 3) indica que los mercados de capitales en América Latina están por debajo de lo que puede esperarse, tras incluir en el análisis factores relevantes, incluyendo los niveles de ingreso per cápita, el tamaño de la economía, las políticas macroeconómicas y el grado de desarrollo legal e institucional. La evidencia también muestra que la relación entre globalización y desarrollo del mercado doméstico es compleja y en muchos casos difiere de lo que se esperaba al principio del proceso de reforma. En particular, los resultados empíricos indican que las mejoras en las bases y en las reformas al mercado de capitales tienen un sesgo prointernacionalización, especialmente para los mercados de acciones —es decir, éstos conducen a

una mayor internacionalización de la emisión y negociación de acciones, en relación con actividades similares en el mercado local.

El trazado de las implicaciones de política para la agenda de reforma a partir de la evidencia anterior, no es una labor tan sencilla como se cree con frecuencia. La evaluación de la evidencia es un proceso que, por naturaleza, comprende acudir en forma significativa a formulaciones de juicio. La misma evidencia podría conducir a diferentes interpretaciones y, de allí, a conclusiones de política contrastantes. Por ejemplo, hay un amplio alcance de explicaciones que difieren y aún son razonables para la brecha entre expectativas y resultados. En efecto, en el capítulo 4 ilustramos en detalle la forma en que evolucionan puntos de vista de política contrastantes a partir de la evidencia y desde la experiencia del desarrollo del mercado de capitales en los mercados emergentes. En particular, para dar una idea del rango de perspectivas, identificamos tres enfoques tipológicos. Los primeros dos enfoques son caracterizaciones generales de dos diagnósticos diferentes que han surgido repetidamente en el debate. El tercer enfoque es esencialmente nuestra reevaluación de los primeros dos enfoques, basado en la forma en la cual interpretamos la evidencia presentada a lo largo de este informe. Cada uno de los tres enfoques enfatiza aspectos distintos de la evidencia, llegando a diagnósticos diferentes y trazando lecciones distintas; por consiguiente, éstos no son necesariamente incompatibles.

El primer enfoque, encapsulado en el mensaje “sea paciente y redoble el esfuerzo”, sostiene que las reformas pasadas fueron esencialmente correctas, que las reformas requeridas en el futuro son conocidas en su mayoría y que las reformas –especialmente aquellas de segunda generación– tienen largos períodos de gestación antes de producir dividendos visibles. Éste, por tanto, recomienda dejar que la disciplina del mercado opere, a la vez que se forja hacia adelante pacientemente con esfuerzos adicionales de implementación de reforma. El segundo enfoque, encapsulado en el mensaje “corrija la secuencia”, llama la atención a los problemas que surgen cuando algunas reformas son implementadas antes que otras. Su formulación central es que deben cumplirse las precondiciones clave –incluyendo el logro de una fortaleza institucional mínima– antes de liberalizar completamente los mercados financieros domésticos y permitir la movilidad libre del capital internacional.

A pesar de sus contribuciones y percepciones importantes, argumentamos que estos dos enfoques no consideran apropiadamente algunos aspectos relevantes de la evidencia. Por tanto, proponemos un tercer enfoque, que surge de la identificación de algunas limitaciones de los dos enfoques anteriores. Este tercer enfoque puede estar encapsulado

sulado en el mensaje “revisión de los problemas básicos y reformulación de expectativas”. Éste sostiene que probablemente el aspecto más cuestionable de los primeros dos enfoques es su supuesto subyacente de que el desarrollo doméstico del mercado de capitales en las economías emergentes debe ser medido frente a los mercados de capitales en países industrializados como punto de referencia. En efecto, para los primeros dos enfoques, el trayecto de reforma puede ser largo y difícil, pero el resultado esperado es, en la mayoría de los casos, sólo uno –parecerse cada vez más a un mini Wall Street. Pero es difícil aceptar esta premisa, dada la evidencia que sugiere que ciertas características de los mercados emergentes en general y de los países de América Latina en particular no han sido tradicionalmente consideradas en el análisis y en el debate de política de manera cabal. Estas características incluyen el pequeño tamaño de la economía, los límites a la diversificación de riesgos, la presencia de monedas débiles, la prevalencia del riesgo sistémico y el impacto de la globalización financiera, entre otros. El tercer enfoque, por tanto, invita a un análisis serio de las implicaciones de estas características, en particular para la agenda de reforma por delante. Las implicaciones son de enormes proporciones, como lo ilustramos en el capítulo 4, analizando en algún detalle asuntos relacionados con la interacción del tamaño económico, la globalización y la segmentación del acceso con la liquidez y la diversificación de riesgos del mercado de capitales. El tercer enfoque, por consiguiente, pide una agenda de reforma más variada, ya que el enfoque de talla-única-para-todos está destinado a fallar. El tercer enfoque enfatiza que un paso clave en el diseño de reformas específicas al país debe ser la determinación de si la economía emergente en cuestión puede sostener un mercado doméstico activo para los títulos valores accionarios del sector privado. Éste también argumenta que, en último término, cualquier agenda de reforma para los mercados de capitales requiere estar formulada dentro de una visión más amplia del desarrollo financiero para mercados emergentes en el contexto de la integración financiera internacional.

Conclusiones

Este libro produce lecciones importantes para el debate sobre el futuro de los mercados de capitales en economías emergentes y en América Latina en particular. En el análisis sobresalen tres mensajes principales.

Primero, es muy difícil entender el lugar donde se encuentran hoy los mercados de capitales sin analizarlos en el contexto de la globalización. Para muchos países, una parte significativa de la actividad del

mercado de capitales se realiza en el extranjero. El desarrollo doméstico del mercado de capitales y la internacionalización están estrechamente relacionados, por consiguiente es probable que cualquier evaluación de los mercados de capitales centrada justamente en los mercados domésticos tenga serias limitaciones.

El uso creciente de los mercados de capitales internacionales está teniendo efectos positivos y negativos sobre los mercados domésticos. En cuanto a los efectos positivos, la financiación obtenida por firmas y gobiernos en los mercados internacionales tiende a ser de una naturaleza de más largo plazo que aquella obtenida en los mercados domésticos. También, cuando las firmas van a los mercados de capitales internacionales, éstas se tornan más transparentes, proporcionando a los inversores domésticos mejores oportunidades de inversión. A medida que los gobiernos y las firmas más grandes obtienen financiación en el exterior, hay potencial para un efecto “*crowding in*”, al aumentar la financiación doméstica para otros emisores. Aparte de estos efectos positivos de internacionalización en los mercados domésticos, hay además algunos negativos. Por ejemplo, el registro de grandes firmas locales en las bolsas de valores de los mercados internacionales puede tener un impacto negativo en la negociación y liquidez del mercado doméstico, a medida que la actividad de negociación migra hacia el exterior. Además, la financiación en los mercados internacionales es volátil, pudiendo la prima de riesgo aumentar sustancialmente durante los períodos de crisis. La financiación extranjera de bonos tiende a estar denominada en moneda extranjera, exponiendo a los emisores al riesgo de moneda. Estos factores han conducido a vincular la globalización financiera con las crisis.

Una característica importante del proceso de globalización actual es que éste se caracteriza por la segmentación entre países y firmas. Esto es relevante porque si los países y las compañías se benefician del acceso al capital extranjero, sólo un pequeño grupo de países y de firmas cosechan la mayoría de los beneficios. Por ejemplo, aunque el flujo del capital privado neto hacia los países en desarrollo aumentó en años recientes, el capital privado no fluye a todos los países en forma igual. Algunos países tienden a recibir grandes entradas, a la vez que otros reciben poco capital extranjero y dentro de aquellos países en desarrollo que sí reciben flujos de capital no todos los agentes son igualmente capaces de cosechar, al menos directamente, los beneficios de la globalización financiera. La evidencia sugiere que las compañías más grandes son aquellas capaces de aprovechar los mercados financieros internacionales. Esta segmentación podría aumentar la brecha entre aquellos países y firmas que logran internacionalizarse y el resto.

El segundo gran mensaje del estudio es que las expectativas acerca del proceso de reforma y las opciones de política deben ser revisadas. Este punto de vista contrasta con las otras explicaciones acerca de por qué las reformas al mercado de capitales no funcionaron como se esperaba. Esas explicaciones argumentan que o bien las reformas necesitaban más tiempo para producir los efectos esperados o que la secuencia de las reformas era incorrecta. Aquí, sostenemos que el proceso de reforma no tomó en consideración aspectos importantes relacionados con la naturaleza de la globalización y de las economías emergentes.

De acuerdo con la evidencia, las reformas al mercado de capitales y las mejoras en las bases ciertamente han tenido un impacto positivo sobre los mercados de capitales domésticos. Pero este proceso también ha ayudado a los países a obtener financiación en los mercados de capitales internacionales, algunas veces a costa del desarrollo del mercado doméstico. Las políticas futuras tendrán que tener en cuenta en forma más explícita los efectos de la globalización sobre los mercados de capitales. En la medida que no sea posible una integración completa, las políticas futuras podrían necesitar considerar formas en las cuales la globalización pueda producir externalidades en todos los sectores de la economía, incluyendo aquellos que no están vinculados directamente con el sistema financiero internacional.

Las políticas de desarrollo del mercado de capitales deben tener en cuenta las características intrínsecas de los países en desarrollo (como un pequeño tamaño, mercados ilíquidos, falta de diversificación del riesgo, presencia de monedas débiles y prevalencia del riesgo sistémico) y la forma en la cual estas características limitan el alcance para desarrollar mercados de capitales domésticos profundos. Estas limitaciones son difíciles de solucionar por el proceso de reforma. En otras palabras, aun si los países realizan todas las reformas necesarias, éstos podrían no obtener el desarrollo doméstico del mercado de capitales que muchos esperaban a principios de los años noventa.

El tercer gran mensaje de este estudio es que, aunque los mercados de títulos valores en América Latina han crecido sustancialmente desde 1990, los mercados de capitales en la región permanecen subdesarrollados en comparación con los mercados en los países industriales y de Asia oriental. Además, la evidencia también muestra una brecha en la actividad del mercado doméstico de acciones en la región, después de incluir muchos factores en el análisis, como el ingreso per cápita, políticas macroeconómicas y medidas del entorno institucional y legal. En otras palabras, los países de América Latina tienen un desarrollo del mercado doméstico de acciones más bajo que países en otras regiones con bases y medida de las reformas similares. Aunque hay diferentes explicaciones posibles acerca de por qué América Latina ha

tenido un desempeño muy bajo, es difícil llegar a una respuesta definitiva con la evidencia disponible. Para dar más luz sobre este asunto es preciso realizar trabajo futuro.

Dada la evidencia analizada en este estudio, podemos ahora estar más seguros acerca del estado de los mercados de capitales en las economías emergentes y particularmente en América Latina. Sin embargo, las conclusiones de este estudio no conducen a simples recomendaciones de política. Por el contrario, la evidencia de nuestro trabajo abre una nueva serie de preguntas que podría dar lugar a discusiones de política futuras. En este sentido, la contribución de este libro —particularmente del capítulo 4— es plantear nuevos temas que no podrían ser ignorados fácilmente al rediseñar la futura agenda de reforma.

Desarrollos en los mercados de capitales

EL PANORAMA FINANCIERO MUNDIAL atravesó cambios significativos durante las últimas décadas. El sistema financiero global creció sustancialmente a partir del principio de los años setenta y tuvo su auge en los años noventa. La intermediación financiera a través de las instituciones financieras y los mercados de títulos valores se expandió a un ritmo asombroso, y el espectro de servicios e instrumentos financieros alcanzó nuevas dimensiones.

Los países en desarrollo no fueron inmunes a estos cambios globales y lo que sucedió en los mercados de capitales domésticos a lo largo de las regiones fue, en gran medida, una reacción a las fuerzas globales vinculadas a la globalización e innovación financiera. América Latina es un claro ejemplo de esto. No obstante, los mercados de capitales en la región no son, actualmente, tan solo una réplica en menor escala de aquellos en los países desarrollados. De hecho, el desarrollo de los mercados de capitales domésticos en América Latina ha diferido de manera importante de aquel experimentado no sólo en los países industrializados, sino también del desarrollo del resto de los mercados emergentes, particularmente los de Asia oriental.

Para proporcionar una mejor comprensión del estado actual de los mercados de capitales domésticos, el primer capítulo comenta el desarrollo de los mercados financieros internacionales y el creciente proceso de globalización. A continuación se describe la forma en la cual los países en desarrollo (y particularmente las economías latinoamericanas) respondieron a estos cambios mundiales. Describimos luego la extensa agenda de reformas que los hacedores de política aplicaron en un esfuerzo por replicar el desarrollo de los mercados internacionales y para convertir sus mercados de capitales domésticos en un destino atractivo para los flujos internacionales de capitales.

Para comprender el desarrollo de los mercados de capitales domésticos, este capítulo documenta la evolución de los mercados latinoamericanos y la compara con otras regiones, especialmente Asia oriental y los países desarrollados. Debido a que los mercados de capitales en la región muestran un alto grado de heterogeneidad, también resaltamos las diferencias entre países y analizamos detenidamente a Chile y México, naciones que con frecuencia son percibidas como exitosas dentro de la región en términos de desarrollo doméstico del mercado de títulos valores.

Este capítulo no está destinado a cuantificar el impacto de elecciones de política ni de tendencias del mercado sobre el desarrollo del mercado de capitales específicas, ni tampoco explica por qué los mercados domésticos de títulos valores se desarrollaron en la forma que lo hicieron o qué debería hacerse para mejorar aún más la situación. Estas tareas se dejan para los capítulos 3 y 4.

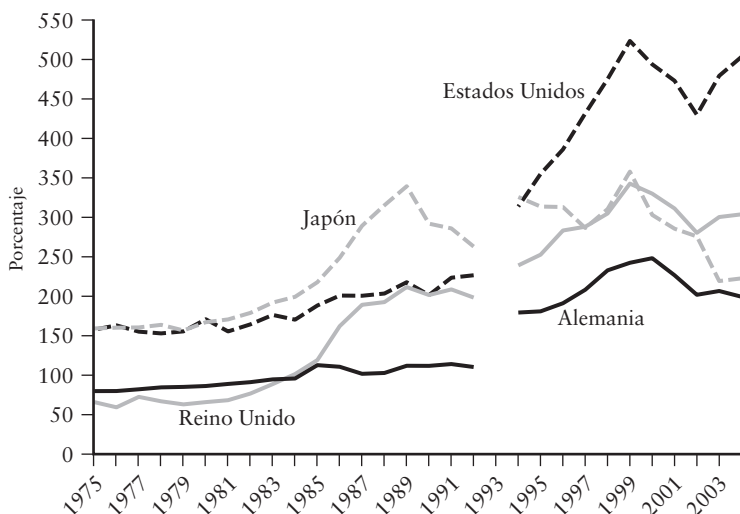
El resto del capítulo está organizado como sigue: a) hacemos un seguimiento del desarrollo en los mercados financieros internacionales, b) describimos la respuesta en términos de política de América Latina ante la globalización financiera y describimos las reformas llevadas a cabo en América Latina para desarrollar los mercados de capitales, c) documentamos la evolución de los mercados latinoamericanos domésticos de títulos valores relativa a otras regiones del mundo y describimos sus principales características, d) analizamos la participación de las firmas y de los gobiernos en los mercados internacionales, y e) concluimos.

El contexto global

Los mercados financieros internacionales han atravesado profundos cambios durante las últimas décadas. El desarrollo y la actividad del sector financiero en las economías desarrolladas más grandes comenzó a aumentar marcadamente a principios de los años setenta y alcanzó su auge durante los años noventa. La intermediación a través de las instituciones financieras y de los mercados de títulos valores aumentó a una tasa asombrosa. El espectro de servicios e instrumentos financieros se amplió sustancialmente. La suma del crédito proveniente de estas instituciones, de la capitalización del mercado accionario y de los bonos privados en circulación alcanzó, en promedio, aproximadamente 260% del PIB para los países del G-7 en 2004, comparado con cerca de un 100% en 1975 (*véase* gráfico 2.1).

Los principales factores detrás del fuerte aumento de los mercados de títulos valores en los más importantes centros financieros mundia-

Gráfico 2.1 Desarrollo del mercado de capitales en países desarrollados seleccionados, 1975-2004



Fuente: BIS; FMI; Banco Mundial; base de datos de los mercados emergentes de S&P.

Nota: la serie representa la suma del crédito al sector privado otorgado por las instituciones financieras, y la capitalización del mercado accionario (a partir de 1993, se incluye también el monto en circulación de los bonos del sector privado) sobre el PIB. El valor para 1993 no es reportado para resaltar la interrupción en la serie de tiempo.

les durante las últimas décadas pueden agruparse en tres fuerzas motivadoras: la liberalización y desregulación financiera, las innovaciones financieras y tecnológicas y una creciente base dedicada de inversores.

En el período siguiente a la Segunda Guerra Mundial, los hacedores de política llegaron a un consenso acerca de que el libre movimiento de capitales alrededor del mundo había desestabilizado las economías nacionales y puesto en movimiento devaluaciones competitivas que demostraron ser dañinas para el comercio internacional, lo que contribuyó, en último término, a la Gran Depresión en la década de los años treinta. Para asegurar simultáneamente el libre comercio de bienes y servicios, tasas de cambio estables y un grado significativo de autonomía en la política monetaria, los hacedores de política acordaron restringir la libre movilidad del capital. El sistema que surgió estaba basado en el acuerdo Bretton Woods de posguerra y era custodiado por el Fondo Monetario Internacional (FMI), el cual fue creado precisamente para este propósito.

Sin embargo, los controles de capital bajo el sistema de Bretton Woods no eran infalibles. Como se analiza en Rajan y Zingales (2003b, capítulo 11), aparecieron en aquel tiempo pequeñas fisuras, particularmente debido al hecho de que el sistema no obligaba a los países miembros a ejercer controles de capital en el otro país –por ejemplo, mediante la devolución al país de origen del capital que había salido de éste, violando los controles. Debido a este tipos de grietas, el sistema de Bretton Woods tuvo que ceder, eventualmente, a la presión creciente de la movilidad internacional del capital. El surgimiento del mercado de eurodólares, un mercado libre de control y de regulación gubernamental, jugó un papel central en este proceso. Este mercado se originó cuando el gobierno británico, con el fin de proteger el valor de la libra británica y evitar una crisis de moneda, restringió la movilidad del capital en 1957. Los bancos, temerosos de perder su participación en el mercado de préstamos internacionales, evadieron las restricciones utilizando sus depósitos en dólares para otorgar préstamos vía el mercado de eurodólares (en el exterior). Este mercado creció aún más durante la crisis cubana, cuando los bancos rusos desplazaron sus reservas en dólares de las cuentas en Estados Unidos hacia Londres. Sin embargo, el mayor impulso de crecimiento para el mercado de eurodólares vino a finales de la década de los sesenta, cuando la administración de E.U. impuso controles en un esfuerzo para reducir su creciente déficit de balanza de pagos y restaurar el respaldo en oro del dólar según lo requerido bajo el sistema original de Bretton Woods.¹ Al igual que los bancos británicos lo habían hecho antes, los intereses financieros de E.U. se dirigieron en forma creciente al mercado de eurodólares para evadir las acciones de su propio gobierno.

Las autoridades británicas y estadounidenses tenían una actitud ambivalente hacia el mercado de eurodólares. A la vez que erosionaban los controles de capital que ellos habían establecido para su sistema nacional, el mercado de eurodólares se había ubicado en Londres, definiendo a la ciudad en su papel como principal centro financiero internacional. Al final, los incentivos tanto en Estados Unidos como en el Reino Unido favorecieron el mercado de eurodólares –ya que utilizaron el dólar como la principal moneda de transacciones y al Reino Unido como ubicación.

A medida que la movilidad del capital creció a la par con el crecimiento del mercado de eurodólares, el alcance de la autonomía de la política monetaria se vio reducido. Esto, a su vez, limitó crecientemente

1 El respaldo del oro conllevaba el compromiso de intercambiar dólares por oro a la tasa de US\$35 por onza.

la capacidad de los países desarrollados para lograr los objetivos de política doméstica desvinculando su ciclo de negocios domésticos de los desarrollos internacionales. Las presiones en el sistema Bretton Woods se acumularon hasta que, en 1971, éste fracasó cuando Estados Unidos abandonó el respaldo en oro del dólar y terminó su compromiso de restringir los movimientos de capital. “Ante una situación en la cual la economía más grande del mundo (Estados Unidos) no estaba dispuesta a controlar los flujos de capital y ante una actividad sustancial teniendo lugar entre sus fronteras con el Euromercado, los países no tuvieron más opción que abrirse. Para finales de la década de 1980, gran parte del mundo desarrollado estaba abierto a los flujos de capital entre países” (Rajan y Zingales 2003b, p. 263).

La movilidad del capital por supuesto se disparó luego de la desaparición del sistema Bretton Woods y esto aumentó aún más la presión sobre los países para liberalizar y desregular sus sectores financieros domésticos. La desregulación financiera, a su vez, estimuló el crecimiento de los mercados de títulos valores, pavimentando particularmente el camino hacia la innovación financiera.

Durante las últimas tres décadas los mercados financieros se han transformado efectivamente a través de diversas olas de innovación financiera. El rápido ritmo de ésta permitió a los mercados internacionales de títulos valores transformarse dinámicamente. Merton (1992) acuñó el término “espiral de innovación financiera” para describir la forma en la cual los productos financieros innovadores satisfacen una demanda de mercado previamente insatisfecha y generan llamados para mayor innovación y nuevos mercados. Los nuevos instrumentos financieros permitieron a los inversores beneficiarse de la diversificación de sus portafolios y del manejo de riesgo a través de prácticas avanzadas de cobertura que involucraban derivados. La financiación estructurada es otra innovación financiera que estimuló los mercados de títulos valores. En su forma más simple, la financiación estructurada es un proceso mediante el cual los activos son agrupados y transferidos a un tercero, quien a su vez emite títulos valores respaldados por este grupo de activos. Generalmente, se emiten diversas clases de títulos valores con distintos perfiles de riesgo-retorno.² Este proceso

2 Algunos autores (*véase*, por ejemplo, Alles 2001 y BIS 2005) diferencian entre titularización (que solamente comprende la agrupación y transferencia de los activos a un tercero y la emisión posterior de títulos valores) y financiación estructurada (que también comprende la creación de diferentes clases de títulos valores). Para mantener el uso común, utilizamos el término financiación estructurada para referirnos a ambos tipos de transacciones. Es necesario considerar que la definición precisa de financiación estructurada es bastante difi-

transforma los activos ilíquidos en títulos valores negociables. El surgimiento de los préstamos hipotecarios y de consumo en muchas naciones industrializadas durante los años noventa es un ejemplo de la forma en la cual las finanzas estructuradas pueden conducir a una mayor intermediación financiera.

Avances tecnológicos importantes que reforzaron adicionalmente la expansión de los mercados internacionales de títulos valores ayudaron a la innovación financiera. Los avances en las tecnologías de comunicación trajeron consigo una transmisión más rápida y eficiente de la información alrededor del mundo. Esto redujo las brechas de información haciendo menos relevante la distancia geográfica para los inversores. Las innovaciones tecnológicas influyeron adicionalmente en las transacciones (por ejemplo, el cambio de los sistemas de piso a los de negociación electrónica y a los servicios de compra y venta de activos financieros *online*), y en la custodia, compensación y liquidación de los títulos valores (por ejemplo, sistemas de liquidación bruta en tiempo real). Esto redujo los costos de transacción, mejoró la liquidez en muchos mercados y proporcionó las herramientas necesarias para posibilitar la transacción de acciones alrededor del mundo y los husos horarios.

Claramente las innovaciones tecnológicas y financieras no habrían ocurrido al mismo ritmo si la demanda del mercado no se hubiera mantenido. Los factores por el lado de la demanda, por consiguiente, también jugaron un papel crucial en el auge del mercado de títulos valores en los países desarrollados. La mayor riqueza financiera individual y las buenas perspectivas económicas trajeron consigo cambios en los hábitos de ahorro e inversión y en el comportamiento frente al riesgo por parte de las unidades familiares. La búsqueda de retornos más altos estimuló un gran desplazamiento de los depósitos bancarios hacia la inversión en títulos valores. El surgimiento de los fondos de pensión administrados privadamente estimuló adicionalmente la demanda por títulos valores. Además, una industria creciente de fondos mutuos permitió que una base amplia de inversores minoristas participaran en la expansión de los mercados internacionales de títulos valores.

Todas estas fuerzas contribuyeron a una rápida transformación de los mercados de capitales durante las últimas décadas. Estos desarrollos fueron más pronunciados en los países industrializados, los cuales

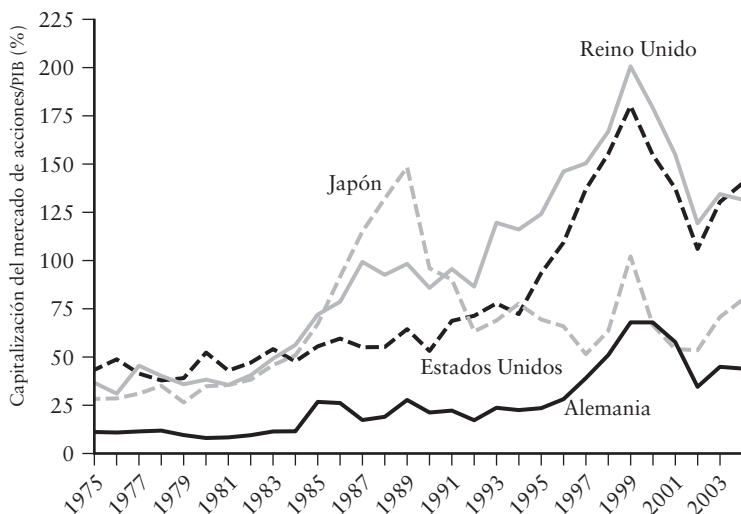
cil ya que aun dentro de los participantes del mercado no hay acuerdo acerca de lo que éste cubre exactamente. Véase en Davis (2005) un listado de definiciones alternativas.

atrajeron la mayor parte de los flujos internacionales de capitales.³ El volumen de flujos de capital hacia los países industrializados ha aumentado marcadamente desde los años setenta. Al mismo tiempo, los servicios financieros entre países se ampliaron, a medida que los inversores buscaron con mayor frecuencia los títulos valores extranjeros. Los intermediarios financieros, además, establecieron una presencia física en el exterior cada vez mayor, especialmente a través de fusiones y adquisiciones. Adicionalmente, los conglomerados financieros internacionales se dispararon, buscando operar a través de una red global de sucursales y subsidiarias internacionales que atendería a los clientes multinacionales y locales. Todo esto acentuó la integración internacional de los mercados locales de títulos valores de los países desarrollados. Por ejemplo, las tenencias extranjeras de títulos valores de E.U. aumentaron marcadamente. De acuerdo con estadísticas recientes del FMI, en 2004 más de 30, 20 y 10% de los Bonos del Tesoro, bonos corporativos y acciones de E.U., respectivamente, eran de propiedad extranjera.⁴

Reflejando los desarrollos mencionados, la capitalización del mercado accionario aumentó en más del doble durante los noventa en los países del G-7, alcanzando un máximo en 1999 (gráfico 2.2). Este crecimiento estuvo marcado por la caída de la crisis económica global de 1998, inducida por la crisis rusa y por el estallido de la burbuja del sector de alta tecnología a principios de 2000. El auge del mercado de acciones de los años noventa estuvo acompañado por un fuerte aumento en la emisión de bonos corporativos, tanto internamente como en el exterior (gráfico 2.3). Con el descenso en la emisión accionaria de los primeros años de la década del 2000, el sector corporativo en los países industriales continuó emitiendo bonos como una fuente

-
- 3 Mientras la globalización a principios del siglo XX comprendió eminentemente flujos de los países ricos (principalmente del Reino Unido) hacia las economías emergentes, la mayor parte de la acción en la fase de globalización más reciente ha tenido lugar entre las economías desarrolladas. En esta fase, los flujos de capital entre los países desarrollados han aumentado marcadamente y la actividad del mercado de capitales se ha concentrado en sólo unos pocos centros financieros internacionales grandes.
 - 4 Véase FMI (2005). Sin embargo, parece que los inversores internacionales aún no aprovechan completamente las oportunidades de diversificación de riesgos ofrecidas por la inversión en títulos valores entre países. Cierta preferencia por los títulos valores locales aún persiste. Las asimetrías de información y los costos de transacción podrían ser explicaciones posibles de este fenómeno de “sesgo doméstico” (French y Poterba, 1991).

Gráfico 2.2 Desarrollo del mercado de acciones en países desarrollados seleccionados, 1975-2003



Fuente: Base de Datos de los Mercados Emergentes (EMDB) de S&P; Banco Mundial.

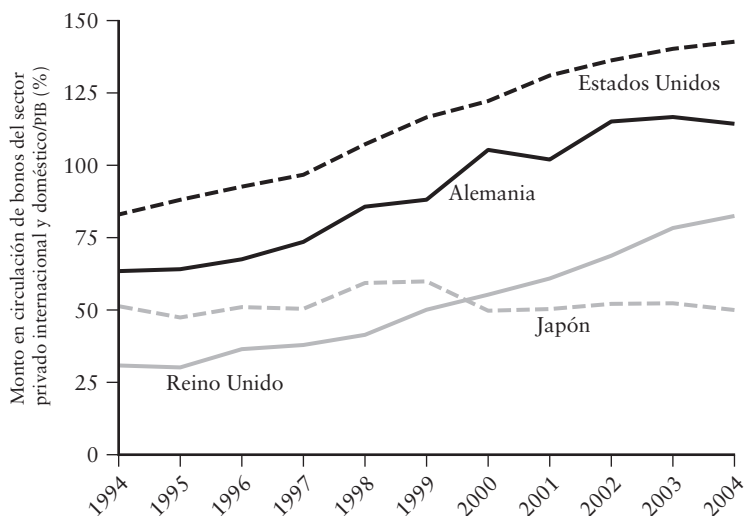
alternativa de financiación. Al finalizar el año 2004, el monto de los bonos privados en circulación en los países del G-7 representó, en promedio, cerca del 47% del PIB.

La globalización financiera también ha contribuido a la concentración de la capitalización y de la liquidez del mercado en pocos centros financieros internacionales, como Frankfurt, Londres, Nueva York y Tokio. La actividad financiera en estos centros opaca ampliamente la actividad del mercado en otros lugares.

Los países en desarrollo en el contexto global

La ola de globalización financiera y de internacionalización que cubrió al mundo durante las décadas pasadas afectó también a América Latina y a otros mercados emergentes; de hecho, ésta generó fuerzas para el cambio. Como ya se mencionó, durante muchas décadas y como parte del arreglo de Bretton Woods, la mayoría de los mercados emergentes impuso fuertes controles sobre sus sectores financieros. Los

Gráfico 2.3 Desarrollo del mercado de bonos en países desarrollados seleccionados, 1994-2004



Fuentes: BIS; Banco Mundial.

mercados de capitales domésticos antes de los años noventa estuvieron basados mayoritariamente en bancos y los mercados de títulos valores eran prácticamente inexistentes. Los gobiernos regulaban fuertemente las tasas de interés, intervenían directamente la operación de las instituciones financieras y dirigían la asignación de créditos por parte de los bancos privados. Esta sección describe las formas en las cuales las tendencias globales en los mercados financieros internacionales afectaron a América Latina y a otros países en desarrollo y cómo respondieron los hacedores de política.

Cómo han afectado las tendencias globales a los países en desarrollo

La globalización financiera afectó los flujos de capital hacia los mercados emergentes en dos formas al menos: primero, a través de cambios en el volumen y en la composición de los flujos de capital, y segundo, a través de la internacionalización de los servicios financieros.

La mayor disponibilidad de liquidez en los mercados de capitales internacionales condujo a diversos auges en los flujos de capital hacia los países en desarrollo. La primera ola reflejó el reciclaje a través del sistema bancario internacional de los petrodólares acumulados por los exportadores de petróleo durante el auge de los precios del petróleo en los años setenta. Inundados en liquidez, los bancos comerciales internacionales utilizaron los fondos principalmente para financiar —a través de préstamos sindicados— a los gobiernos de mercados emergentes, notoriamente América Latina. El desbordamiento en los flujos de capital originados en bancos de los años setenta y de principios de la década de 1980 condujo a una crisis de deuda que se inició en México en 1982. Aunque primero fue tratada como un problema de liquidez, la crisis de deuda en los países en desarrollo fue vista eventualmente como lo que era —un gran problema de solvencia que debía ser manejado a través de un protocolo de reducción de deuda acordado internacionalmente. La Iniciativa Brady, lanzada en este contexto, proporcionó un marco para que los países endeudados, dentro de programas apoyados por el FMI, negociaran reducciones de deuda y del servicio de la misma con sus acreedores bancarios comerciales. Los “paquetes” Brady negociados resultaron en la reestructuración y transformación de los préstamos bancarios viejos y en dificultades en nuevos instrumentos, llamados bonos Brady. Como resultado y en un período de tiempo relativamente corto, se desarrolló un mercado para los bonos soberanos de las economías emergentes, pavimentando el camino para el “reingreso” de estas economías a los florecientes mercados de capitales internacionales.

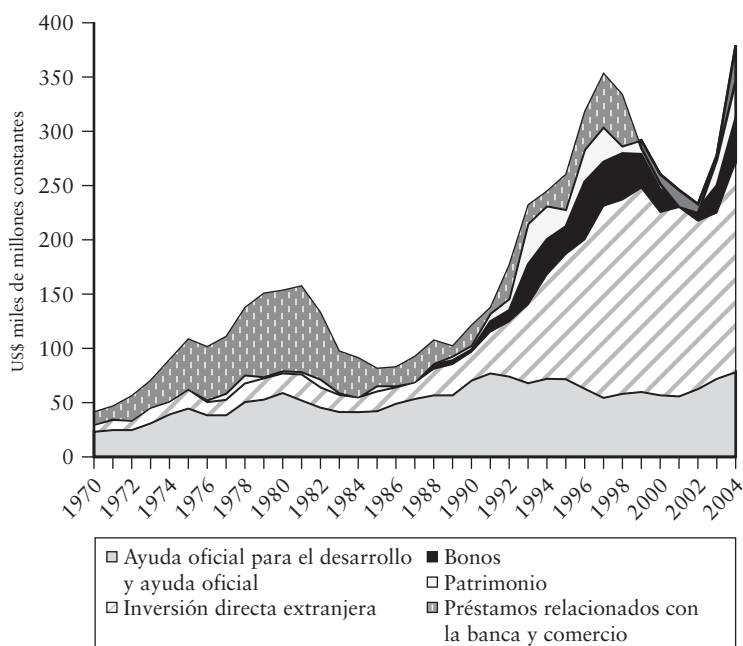
Con el establecimiento de este nuevo mercado de bonos Brady, iniciado en 1989, la confianza de los inversores en los países en desarrollo se empezó a recuperar gradualmente, y con una demanda creciente por los bonos de los mercados emergentes, los gobiernos pronto aprovecharon la oportunidad de emitir deuda por fuera del mercado Brady. Los emisores privados pronto los siguieron.⁵ Por tanto, la emisión de bonos del mercado emergente aumentó de US\$4 mil millones en 1990 a US\$99 mil millones en 1997. Aun cuando en el período siguiente de la crisis de Asia oriental y de Rusia de 1997-98, la emisión disminuyó

5 El gran crecimiento de los mercados de bonos del sector público es también explicado parcialmente por la necesidad de esterilizar las entradas de capital. Inicialmente, los bancos centrales emitieron letras de corto plazo para esterilizar las entradas de capital. A medida que las entradas de capitales globales se fortalecieron y creció la confianza en los mercados de bonos públicos, la mayoría de los gobiernos de mercados emergentes empezaron a emitir bonos gubernamentales de largo plazo para este fin.

significativamente, ésta se ha recuperado fuertemente, alcanzando su máximo de US\$183 mil millones (2005) en años recientes.

La ola de flujos de capital hacia los mercados emergentes iniciada en la década de 1990 difiere, al menos en dos formas, de las entradas de capital registradas durante el período 1976-82: primero, en términos de magnitud y, segundo, en términos de composición del flujo. Los flujos de capital hacia los países en desarrollo en los años noventa eclipsaron aquellos de la década de 1980, llegando a un máximo de US\$353 mil millones (a precios de 2000) en 1997, comparado con US\$158 mil millones alcanzados antes de la crisis de deuda en 1982 (gráfico 2.4). Como resultado de las crisis financieras en Asia oriental y Rusia, los flujos de capital disminuyeron significativamente después de 1997, pero se han recuperado fuertemente en años recientes, sobre-

Gráfico 2.4 Flujos de capital netos a los países en desarrollo, 1970-2004



Fuente: Banco Mundial.

Nota: todas las variables han sido deflactadas utilizando el deflactor del PIB de E.U.; el año base es 2000.

pasando el nivel máximo anterior y alcanzando US\$379 mil millones (a precios de 2000) en 2004. La composición de los flujos de capital a los países en desarrollo también ha cambiado significativamente. Aunque los flujos de capital anteriores a la década de 1990 estuvieron conformados predominantemente por flujos oficiales y préstamos bancarios comerciales, los años noventa no solamente trajeron consigo un fuerte descenso en la importancia de los flujos oficiales, sino también un desplazamiento de los préstamos de bancos comerciales hacia flujos relacionados con bonos y acciones. En particular, la inversión extranjera directa (IED), activada en parte por esquemas de privatización en gran escala, experimentó una fuerte expansión. El desplazamiento hacia los flujos relacionados con acciones, y la IDE en particular, ha sido aún más fuerte en años recientes (Banco Mundial, 2006). Mientras que los flujos de capital accionario representaron alrededor del 53% del total de flujos de capital hacia los países en desarrollo entre 1990 y 2000, éstos alcanzaron un 67% entre el 2001 y el 2004.⁶ La tendencia hacia una mayor participación de los flujos accionarios después del año 2000 ha sido particularmente pronunciada para América Latina y Asia oriental.

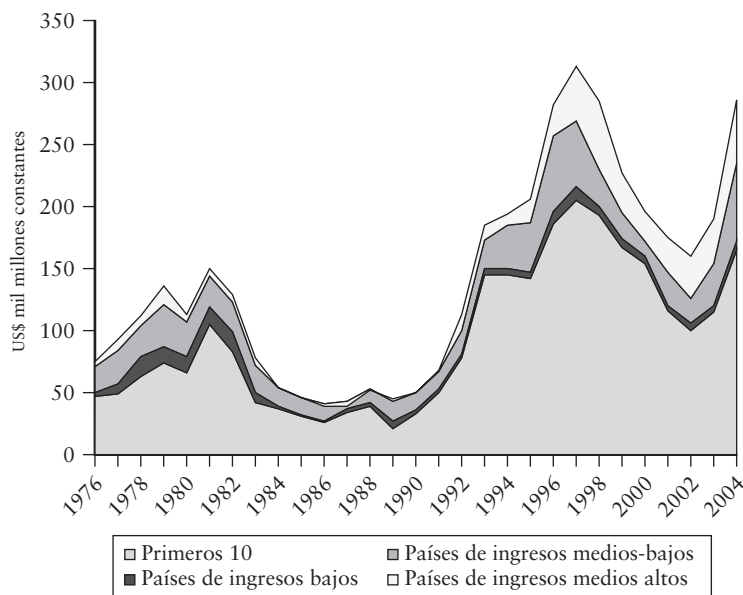
Aunque los flujos de capital privados hacia los países en desarrollo han aumentado significativamente durante la reciente ola de globalización financiera, el capital privado no fluye a todos los países de igual forma. Algunos países tienden a recibir grandes sumas de entradas privadas, mientras otros reciben poco capital extranjero. Los primeros diez países en términos de flujos de capital privado entre 1990 y 2004 concentraron alrededor del 68% de estos flujos (gráfico 2.5).⁷ La mayoría del remanente fue a países de ingreso medio; los países de bajos ingresos recibieron solamente un monto marginal de capital extranjero privado. La alta concentración de los flujos de capital puede tener implicaciones significativas, en la medida que los países se benefician del acceso al capital extranjero.

Una característica sobresaliente de la reciente ola de globalización financiera ha sido la internacionalización de los servicios financieros, es decir, el creciente uso por parte de los inversores y emisores locales de productos financieros proporcionados por intermediarios financieros internacionales. Esta tendencia se explica parcialmente por una

6 En contraste, los flujos de patrimonio representaron menos del 13% de los flujos totales de capital durante el período 1976-82.

7 Los primeros diez países en términos de flujos privados de capital entre 1990 y 2004 fueron (en orden de magnitud decreciente): China, Brasil, México, Argentina, Polonia, India, Malasia, Chile, Turquía y Hungría.

Gráfico 2.5 Flujos de capital privados a los países en desarrollo, 1976-2004



Fuente: Banco Mundial.

Nota: Los primeros 10 países son aquellos que recibieron los mayores flujos en el período 1990-2004. Esos países son (en orden de magnitud decreciente) China, Brasil, México, Argentina, Polonia, India, Malasia, Chile, Turquía y Hungría.

mayor presencia de intermediarios financieros internacionales en los mercados locales, pero también por el hecho de que la emisión y negociación de los títulos valores locales continúa migrando hacia los mercados internacionales. El impacto de la internacionalización de los servicios financieros se describe en mayor detalle en la sección “Participación en los mercados de capitales internacionales”.

Finalmente, la ola reciente de globalización financiera coincidió con un alto grado de inestabilidad de los flujos de capital y de los sistemas financieros domésticos. Los desplazamientos repentinos en la disponibilidad de financiamiento externo debidos a cambios abruptos en la confianza de los inversores hacia los mercados emergentes han expuesto la vulnerabilidad de esos países. En particular, la crisis de Asia oriental de 1997-98 y la crisis rusa de 1998 generó conciencia acerca de la necesidad de manejar mejor los flujos de capital, a medida que

las repentinas reversiones en los flujos internacionales obligaban a hacer ajustes macroeconómicos dolorosos en el frente doméstico. El contagio, uno de los subproductos de la globalización financiera, contribuyó adicionalmente a que el dolor fuera sentido no solamente por aquellos países en el epicentro de las crisis sino también alrededor de los mercados de capitales globales.

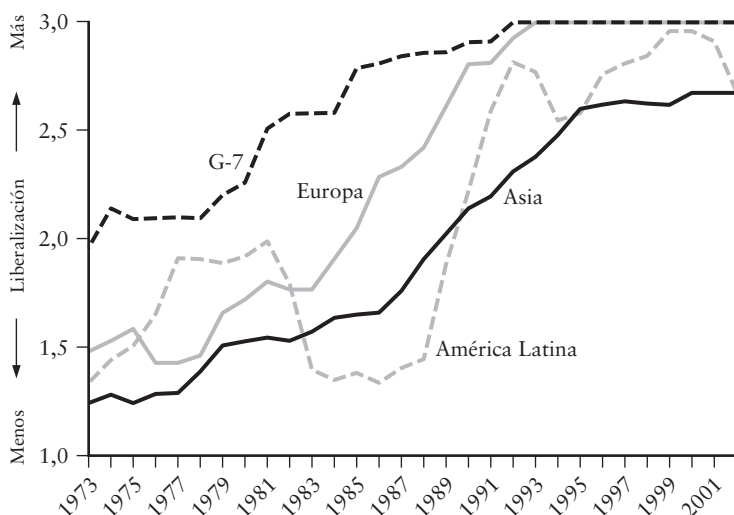
La respuesta de política: atraer, emular y manejar

Las tendencias globales antes esbozadas afectaron a los países en desarrollo al menos en tres formas. Primero, hubo nuevo capital disponible en los mercados financieros internacionales, con los países en desarrollo tratando de atraerlo a sus mercados domésticos. Segundo, los países en desarrollo trataron de emular el uso creciente de los mercados de capitales que caracterizó a las economías desarrolladas instituyendo una serie de reformas. Tercero, el inestable patrón de entradas de capital, particularmente en la segunda mitad de los años noventa, hizo que los hacedores de política se volvieran cada vez más conscientes de la necesidad de manejar apropiadamente los riesgos de la integración financiera global.

Atracción de los flujos internacionales de capitales. Los países en desarrollo han tratado en diferentes formas de atraer los nuevos capitales disponibles en los mercados internacionales. La liberalización financiera fue la ruta más directa hacia esta meta. La mayoría de los países en desarrollo liberalizaron sus sistemas financieros a finales de la década de 1980 y principios de los años noventa, algunos años después de la liberalización financiera en los países desarrollados (gráfico 2.6). Como parte de este proceso de liberalización, los gobiernos y las firmas han obtenido capital activamente en los mercados financieros internacionales y a los inversores extranjeros les fue otorgado acceso a los mercados domésticos. La liberalización de los sistemas financieros también implicó que se permitiera a las instituciones financieras internacionales trasladarse a los países en desarrollo, comprando bancos locales y estableciendo sucursales o subsidiarias locales.

La privatización fue otra forma de atraer capital extranjero. A principios de la década de 1980, Chile y el Reino Unido fueron los primeros en lanzar iniciativas de privatización extensa. Poco tiempo después, le siguieron países en todo el mundo. Los ingresos por privatización en los países en desarrollo aumentaron de cerca de US\$3 mil millones en 1988, a un máximo de US\$67 mil millones en 1997, alcanzando un total acumulado de US\$413 mil millones durante el período 1988-2003.

Gráfico 2.6 Índice de liberalización financiera, 1973-2001



Fuente: Kaminsky y Schmukler (2003).

Nota: El índice de liberalización se calcula como el promedio simple de los índices (liberalización de la cuenta de capitales, sector financiero doméstico y mercado de acciones) que varían dentro de un rango entre 1 y 3, donde 1 significa no liberalización y 3 significa liberalización completa. Estos datos son luego combinados mediante un promedio simple entre países de cada región. G-7 es el promedio de Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, el Reino Unido y Estados Unidos. América Latina es el promedio de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y República Bolivariana de Venezuela. Asia es el promedio de Hong Kong (China), Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas, Taiwán (China) y Tailandia. Europa es el promedio de Dinamarca, Finlandia, Irlanda, Noruega, Portugal, España y Suecia. Las gráficas corresponden a promedios anuales calculados a partir de datos mensuales.

Debido a que muchos países emergentes realizaron privatizaciones a través de ofertas públicas en las bolsas de valores locales, la privatización tuvo un impacto directo sobre el crecimiento de la capitalización local del mercado accionario.⁸ Como se mencionó anteriormente, el

8 Las privatizaciones también pueden promover el desarrollo del mercado de acciones a través de canales indirectos. Perotti y Van Oijen (2001) y Perotti y Laeven (2002) muestran que la privatización puede conducir a una reducción en el riesgo político, lo cual a su vez ayuda a construir confianza en el inversionista. Ellos argumentan que este efecto fue una fuente importante detrás del

auge en los flujos accionarios y la IDE se explica parcialmente por las adquisiciones entre países de empresas anteriormente públicas.

Finalmente, los países en desarrollo trataron de mejorar el clima para las entradas de capital buscando la estabilización macroeconómica, mejores entornos de negocios y bases institucionales y económicas más sólidas. Esto fue, muy probablemente, estimulado también por el hecho de que aquellos países de América Latina que liberalizaron agresivamente, redujeron la inflación y mantuvieron un sistema financiero abierto atrajeron una mayor participación de flujos de capital que aquellos que no lo hicieron (*véase* Gavin, Hausmann y Leiderman, 1995). Esto ayudó a superar una historia de malas políticas macroeconómicas, que habían obstaculizado el desarrollo del sector financiero en el pasado.

Emulación del desempeño de los mercados de capitales en los países desarrollados. Además de estos esfuerzos en atraer el capital extranjero, los países en desarrollo también trataron de emular el desempeño de los mercados de capitales en las economías desarrolladas emprendiendo una serie de reformas que se pensaba que fomentaban del desarrollo de los mercados domésticos de títulos valores. Estas reformas tuvieron su propia lógica y son fáciles de entender en el contexto de globalización.

En las primeras etapas, las reformas tuvieron principalmente un enfoque de desarrollo. McKinnon (1973) y Shaw (1973) fueron pioneros en el enfoque de que la liberalización financiera y el desarrollo del sector financiero son esenciales para el crecimiento argumentando que la desregulación de los mercados de capitales aumenta el crecimiento económico a través de tasas de ahorro más altas y mejor asignación de recursos. Más adelante King y Levine (1993a) redefinieron el nexo de crecimiento del sector financiero argumentando que los mercados de capitales juegan un papel crucial en el procesamiento de información. La capacidad de las instituciones financieras para seleccionar innovaciones y proyectos rentables que aumentan la productividad y, por ende, el crecimiento, se postuló como la contribución clave de los mercados de capitales al desarrollo económico.⁹

crecimiento reciente en los mercados de acciones en economías emergentes. Bortolotti *et al.* (2003), en un análisis de los países OCDE, encuentran que la privatización promueve el desarrollo del mercado de acciones proporcionando a los inversores mejores oportunidades de diversificación.

9 Véase en el capítulo 1 una discusión de la literatura sobre el nexo financiación-crecimiento.

La intención de desarrollar los mercados de capitales domésticos encajaba bien con la tendencia global de moverse hacia un sistema orientado al mercado. Los mercados de capitales mejorarían la eficiencia del sector financiero compitiendo con el sector bancario comercial, que en muchos países en desarrollo cobraba altos márgenes de intermediación. Los mercados de títulos valores proporcionarían, además, un mecanismo para la valuación eficiente de los activos. Los mercados de títulos valores en buen funcionamiento crearían liquidez para las transacciones financieras y asignarían y diversificarían riesgos eficientemente. En el proceso, los mercados de títulos valores reducirían el costo del capital, permitiendo mayor ahorro e inversión en toda la economía. Los mercados de capitales domésticos también fueron vistos con frecuencia como el puente faltante para la financiación de largo plazo en moneda local.

Manejo de los flujos volátiles de capital. La liberalización financiera, la privatización y las reformas conjuntamente canalizaron considerables montos de capital externo hacia las economías emergentes. Sin embargo, el aumento en las entradas de capital coincidió con un período turbulento de crisis financieras en diversas economías emergentes.

Una importante lección de política de la década de 1990 fue que la mayoría de los sistemas financieros domésticos en economías emergentes no eran lo suficientemente fuertes para resistir los impactos de influjos de capital importantes. Dos enfoques opuestos surgieron con respecto a la estabilidad financiera y al desarrollo del sector financiero. Por una parte, algunos consideraron que la liberalización financiera había ido muy lejos, que ésta había sido introducida en forma prematura y poco sabia, antes de establecer los requeridos soportes macroeconómicos, regulatorios e institucionales. Este enfoque, por consiguiente, concluyó que para permitir el desarrollo y buen funcionamiento de un mercado de capitales doméstico, la apertura financiera habría tenido que reducirse, detenerse, o aún revertirse. Por otra parte, otros argumentaban que la liberalización y los relacionados esfuerzos de reforma deberían ser, en todo caso, profundizados y vigorizados de modo de asegurar la estabilidad financiera.

Estos dos enfoques se analizan en mayor detalle en el capítulo 4, donde sostenemos que el problema respecto de si la estabilidad financiera puede ser mejor alcanzada profundizando los esfuerzos de reforma o demorando una mayor liberalización es aún un tema permanente de debate. El punto que deseamos resaltar aquí es que, con el telón de fondo de inestabilidad financiera y crisis, los mercados emergentes empezaron a entender como parte de la solución el desarrollo de los mercados locales de títulos valores, particularmente los instrumentos de deuda.

Luego de la crisis asiática, en efecto, muchos avalaron la idea de que la vulnerabilidad de los mercados emergentes se encontraba en gran medida vinculada con la falta de diversificación en sus sistemas financieros, los cuales dependían excesivamente de la intermediación bancaria. Se argumentó en particular que los mercados de bonos en moneda local, en gran medida ausentes en la región antes de 1997, habrían hecho a las economías emergentes menos vulnerables a las crisis financieras.¹⁰ Greenspan (1999) hizo más visible este enfoque enfatizando la importancia de tener vías múltiples para la intermediación financiera. Las alternativas del mercado de capitales en la intermediación financiera habían funcionado bien en Estados Unidos durante las dos crisis bancarias –la crisis de deuda latinoamericana y la crisis de ahorro y préstamos– que afectaron gravemente a las instituciones bancarias. En ese contexto, Greenspan hizo la afirmación, hoy día citada frecuentemente, de que “Antes de que la crisis (asiática) estallara, había pocas razones para cuestionar las tres décadas del fenomenalmente sólido crecimiento económico de Asia oriental, financiado en gran parte a través del sistema bancario, mientras las economías en rápida expansión y el crédito bancario mantuvieran baja la razón de préstamos en mora sobre activos bancarios totales. La ausencia de formas de intermediación de respaldo no tenía grandes consecuencias. La falta de una llanta de repuesto no es una preocupación si la principal no falla” (1999).

Por tanto, los esfuerzos para mejorar el desempeño de los mercados de capitales fueron agilizados debido a la percepción de que los mercados de capitales de buen funcionamiento eran importantes fuentes de absorción de impactos en tiempos de turbulencia, ya que los inversores asimilan las ganancias y pérdidas a través de cambios en los precios de los activos. Los mercados de capitales no solamente ayudarían a evitar el desplazamiento del riesgo al gobierno, sino que también ayudarían a mitigar las consecuencias adversas de corridas bancarias y permitirían la cobertura. Se esperaba que los bonos en moneda local de plazos largos y mercados de derivados bien desarrollados proporcionaran un seguro sustancial ayudando a solucionar descalces de plazo y moneda crónicos e inyectando liquidez a los mercados secundarios (*véase*, por ejemplo, Herring y Chatusripitak, 2000;

10 *Véase* Herring y Chatusripitak (2000). Chatu Mongol Sonakul (2000), gobernador del Banco de Tailandia, comentó con referencia a la crisis asiática: “Si yo [pudiera] retroceder el reloj y [pudiera pedir] un deseo, mi lista sería larga. Pero uno de los principales sería un mercado de bonos baht Thai que funcionara bien”.

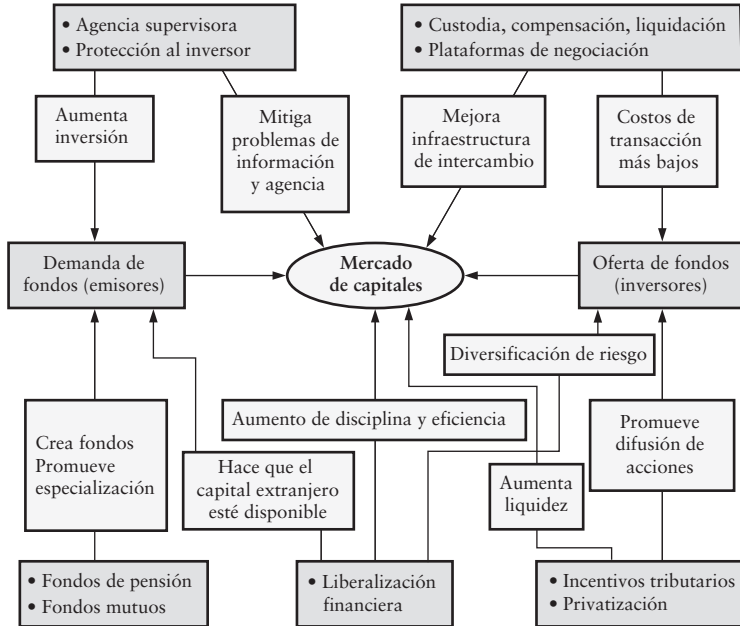
IFC, 2001, y Batten y Kim, 2001). Más recientemente, se ha sostenido que los mercados de bonos domésticos probablemente representan una alternativa menos arriesgada a endeudarse en el exterior, ya que son una forma de autoseguro contra las costosas reversiones de los flujos de capitales (Häusler, Mathieson y Roldos, 2004).

Las reformas

Un amplio espectro de reformas fue implementado en las economías emergentes para fomentar el desarrollo de los mercados de capitales locales. Estas reformas pueden ser agrupadas en cuatro categorías: a) reformas tendientes a crear un clima propicio para los mercados de capitales –fortaleciendo, por ejemplo, la estabilidad macroeconómica y haciendo exigibles los derechos sobre la propiedad–; b) reformas que buscan mejorar la eficiencia y la disciplina del mercado a lo largo de todo el sistema financiero a través de una mayor competencia –liberalizando, por ejemplo, la cuenta de capitales–; c) reformas que apoyan indirectamente el desarrollo del mercado de capitales –como son las reformas de los sistemas de pensión y los programas de privatización–; y d) las reformas específicas al mercado de capitales –como son el desarrollo de un marco de supervisión y regulatorio y mejoras en los sistemas de compensación y liquidación de títulos valores.

El gráfico 2.7 ilustra la lógica de algunas de las interacciones entre las reformas más comunes del sector financiero, la oferta y demanda de fondos en la economía y los resultados esperados en términos de desarrollo del mercado de capitales. El establecimiento de un marco regulatorio de supervisión y la mejora de la protección al inversionista, son las claves para establecer un clima propicio para impulsar la inversión en títulos valores. Estas reformas pueden también ayudar a mitigar los problemas de información y de agencia a través de una mayor transparencia, mejor integridad de mercado y un sistema legal que respete e incentive a cumplir el marco contractual. Las reformas específicas al mercado de capitales, como la modernización de los sistemas de negociación, custodia, compensación y liquidación, pueden reducir considerablemente los costos de transacción. Los esquemas de privatización aumentan directamente el menú de activos invertibles. La liberalización financiera fomenta la disciplina y la eficiencia en el sistema, a la vez que hace que el capital extranjero esté disponible para las firmas locales así como activos extranjeros para los inversores locales. En conjunto, estas reformas pueden permitir a los inversores diversificar sus portafolios dentro de un universo de activos mucho más amplio y a costos de transacción más bajos, lo cual estimula aún más la

Gráfico 2.7 Relación entre las reformas y el desarrollo del mercado de capitales



Fuente: Autores.

participación en las actividades del mercado de capitales, aumentando la oferta de fondos disponible. Este ciclo virtuoso puede ser complementado fuertemente por las reformas al sistema de pensión –que inyecta los ahorros por retiro al mercado de capital– y por la expansión de la industria de fondos mutuos, que es clave para ofrecer alternativas atractivas a los inversores, distintas de los depósitos bancarios tradicionales.

En el contexto de este tipo de razonamiento, los hacedores de política en América Latina emprendieron con entusiasmo la labor de introducir las reformas. Debido a que las malas políticas macroeconómicas habían obstaculizado el desarrollo del sector financiero en América Latina en el pasado (Roubini, 2001), la estabilización macroeconómica y la liberalización financiera recibieron una alta prioridad y fueron vistas como cruciales para la creación de un entorno facilitador apropiado

para el desarrollo del mercado de capitales.¹¹ Bajo estabilidad macroeconómica, los altos niveles de inflación dejaron de erosionar el ahorro real y de inhibir los contratos financieros de largo plazo. Se esperaba que esto pavimentara el camino a la financiación de largo plazo en moneda local.

La liberalización financiera finalizó con un largo período de represión, en el cual los gobiernos habían restringido la intermediación financiera controlando la tasa de interés, interfiriendo en la operación de las instituciones financieras e influyendo en la asignación del crédito. Aunque América Latina quedó rezagada respecto de la ola global de liberalización financiera de la década de 1980, la liberalización se aceleró durante los años noventa (gráfico 2.6).¹² Esta liberalización fue igualmente impulsada tanto en el frente doméstico como en el externo. Los controles directos al crédito fueron abandonados y las tasas de interés fueron desreguladas. Las restricciones a la inversión extranjera fueron levantadas y la mayoría de los controles sobre el tipo de cambio y las transacciones de capital fueron eliminados. Después de la crisis mexicana de 1994, se dieron pasos adicionales para complementar la liberalización financiera mediante una mejora en la regulación y supervisión bancaria (Loser y Guerguil, 2000).

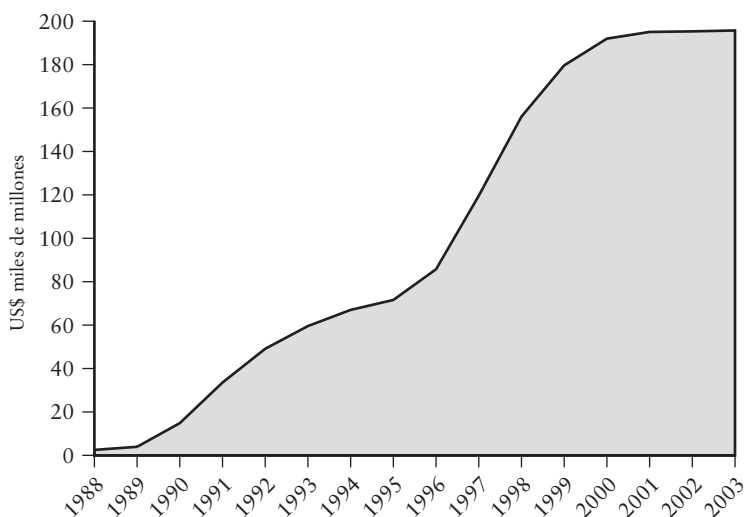
Además de la estabilización financiera y la liberalización macroeconómica, las reformas al mercado de capitales también fueron complementadas en muchos casos por esfuerzos de privatización (gráfico 2.8) y reformas completas a los sistemas de pensión. El ejemplo pionero de Chile en la reforma de su sistema de pensión tuvo un importante efecto demostración a lo largo de América Latina, que tuvo como consecuencia la subsiguiente adopción de reformas similares por muchos países durante los años noventa –incluyendo Argentina, Bolivia, Colombia, Costa Rica, El Salvador, México, Perú y Uruguay.¹³

11 Las políticas pasadas que obstruyeron el desarrollo del mercado de capitales incluyeron altos déficits presupuestales que fueron monetizados y condujeron a una alta inflación, una política monetaria volátil que ocasionó un crecimiento monetario alto e impredecible, una baja confiabilidad en los hacedores de política macroeconómica y una represión financiera que obstaculizó la intermediación financiera (Roubini, 2001).

12 Algunos países de América Latina (Argentina, Chile y Uruguay) liberalizaron sus sistemas financieros en los años setenta, pero estas reformas fueron revertidas en el período siguiente a la crisis de la deuda de 1982 y los sistemas financieros a lo largo de la región permanecieron bajo represión durante gran parte de la década de 1980.

13 Brasil no llevó a cabo una reforma en su sistema de pensión, pero estos fondos explican una porción significativa de la base de inversores institucionales en

Gráfico 2.8 Monto acumulado obtenido por la privatización en América Latina, 1988-2003



Fuente: Banco Mundial.

Estas reformas consistieron, básicamente, en un alejamiento de los sistemas de pensión de beneficios definidos administrados por el gobierno hacia sistemas basados principalmente en el llamado “segundo pilar”, es decir, en fondos de pensión obligatorios de contribución definida, privadamente administrados. Este tipo de reformas asignaron a los mercados de capitales un papel fundamental en la administración de los ahorros relacionados con el retiro y en la labor de proporcionar seguridad de ingresos en la vejez. Estas reformas fueron percibidas como conducentes al desarrollo del mercado de capitales local al hacer disponibles fondos de largo plazo para el sector privado.¹⁴

Brasil. Al final de 2004, los activos de los fondos de pensión representaron alrededor del 19% del PIB.

14 Un informe del Banco Mundial de 1994 sobre la reforma del sistema de pensión resalta su relevancia para el desarrollo del mercado de capitales. Argumenta que con “un sistema público de beneficio definido... se pierde una oportunidad para el desarrollo del mercado de capitales. Cuando las primeras

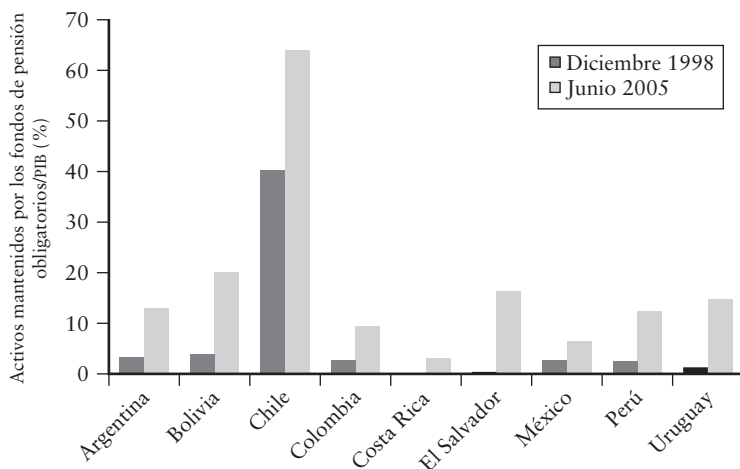
La experiencia de Chile indica que, en efecto, la reforma del sistema de pensión puede tener un impacto significativo en el desarrollo del mercado de capitales y en el crecimiento económico. En un amplio estudio macroeconómico, Corbo y Schmidt-Hebbel (2003) concluyen que la reforma chilena permitió a la economía crecer medio punto porcentual adicional, en promedio, durante un período de 21 años –de 1981 a 2001. Los aumentos en la eficiencia y en el alcance del mercado de capitales son identificados como uno de los principales canales a través de los cuales esta reforma contribuyó al crecimiento económico. La demanda de los fondos de pensión por activos financieros no sólo resultó en mercados más desarrollados y en una mayor diversidad de instrumentos financieros, sino que también condujo a mejoras en la regulación financiera, en el manejo corporativo y en la transparencia. El gráfico 2.9 muestra que los fondos de pensión obligatorios en la región han crecido muy rápidamente. El gran tamaño de los fondos de pensión en Chile se explica por el hecho de que éste fue el primer país en reformar su sistema de pensiones en 1981.

Los gobiernos también aprobaron las reformas legales tendientes a crear la infraestructura y las instituciones para que los mercados de capitales florecieran. En particular, los países crearon comisiones domésticas de valores y cambios, desarrollaron considerablemente el marco regulador y supervisor, y progresaron de manera importante hacia el establecimiento y mejora del entorno básico para las operaciones de mercado. Estas últimas incluyeron nuevas políticas relacionadas con los sistemas de negociación centralizados, sistemas de compensación y liquidación de títulos valores, acuerdos de custodia y diversos grados de mejora en los estándares contables y de revelación (gráfico 2.10).

Más recientemente, nuevas leyes y regulaciones que buscaban proteger los derechos de los inversores han mejorado esta infraestructura

generaciones de pensionados obtengan pensiones que excedan sus ahorros, el consumo nacional puede aumentar y el ahorro puede disminuir. Las siguientes pocas cohortes pagan sus impuestos en lugar de ahorrar para su propia vejez (puesto que ellos ahora esperan obtener una pensión del gobierno), por lo cual esta pérdida en el ahorro nunca puede recuperarse. En contraste, la alternativa, un plan de contribución definida podría aumentar la acumulación de capital –una ventaja importante en países con escasez del mismo. Un plan obligatorio de ahorro que aumenta el ahorro de largo plazo más allá del nivel voluntariamente elegido y lo canaliza a través de las instituciones financieras estimula una demanda por (y eventualmente una oferta de) instrumentos financieros de largo plazo –una contribución al desarrollo. Estas oportunidades se pierden en el sistema público, lo cual redundará en un menor ingreso para las generaciones futuras y se convierte en otra fuente de transferencia intergeneracional” (p. 15).

Gráfico 2.9 Reforma a los sistemas de pensiones en América Latina



Fuentes: Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensión (AIOS); Superintendencia Bancaria de Colombia.

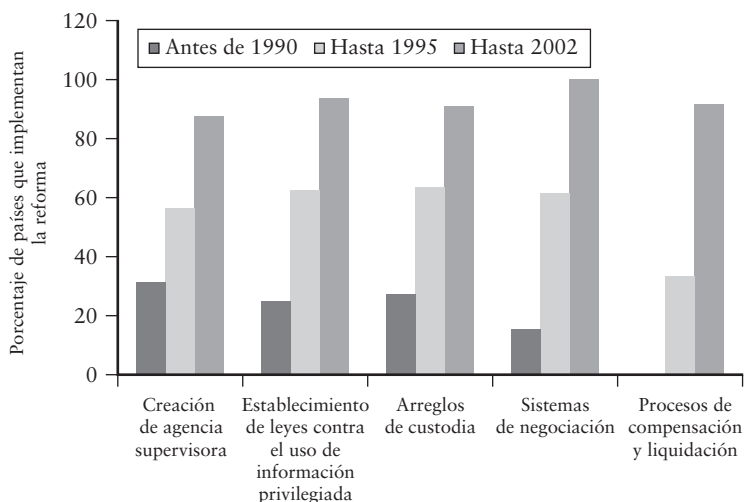
Nota: los activos que posee el Fondo de capitalización boliviano no están incluidos.

básica (Capaul, 2003). Éstas incluyeron mejoras en el marco institucional general, derechos de propiedad, protección minoritaria de accionistas y acreedores y disuasión del uso de información privilegiada. Como lo muestra el gráfico 2.11, entre 1990 y 1997 hubo una gran mejora en el marco legal e institucional en América Latina. El ambiente institucional posteriormente empeoró luego de las crisis de Asia (1997) y de Rusia (1998). La crisis financiera en Argentina y un ambiente político deteriorado en Colombia y en la República Bolivariana de Venezuela contribuyó a mayores descensos en la calidad institucional a partir de 2000.

El surgimiento de un diverso número de estándares y códigos internacionales relevantes para el desarrollo del sector financiero dispararon y guiaron aún más esfuerzos de reforma adicionales.¹⁵ La evaluación

15 Luego de las crisis financieras de la segunda mitad de los años noventa, las iniciativas para fortalecer la arquitectura financiera internacional resultaron en un ambicioso programa para evaluar el grado de cumplimiento de las prácticas del país con los estándares internacionales. Al Fondo Monetario Internacional y al Banco Mundial les ha sido confiado un papel de liderazgo en la eva-

Gráfico 2.10 Reformas al mercado de capitales en América Latina

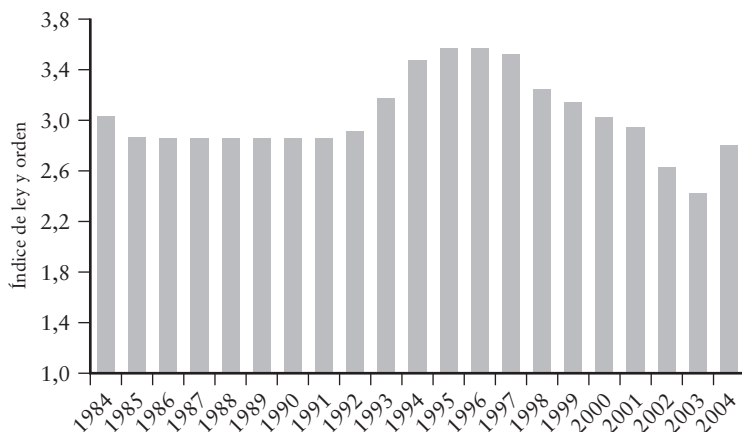


Fuentes: datos locales; *Handbook of World Stock, Derivative & Commodity Exchanges* (2001); Bhattacharya y Daouk (2002).

del cumplimiento de estos estándares por parte de los países representó un papel importante, respaldado fuertemente por los grandes países desarrollados y activamente adoptado por los mercados emergentes. Estas evaluaciones ayudan a identificar vulnerabilidades y brechas en

luación del grado de cumplimiento de los estándares y códigos internacionales. Estas evaluaciones son con frecuencia realizadas en relación con el Programa de Evaluación del Sector Financiero (Financial Sector Assessment Program, FSAP), un diagnóstico razonablemente completo del sistema financiero de un país guiado también por estas dos instituciones, y sus resultados se resumen en los llamados Informes sobre el Cumplimiento de Estándares y Códigos (Reports on the Observance of Standards and Codes, ROSC). Véanse detalles en <http://www.worldbank.org/ifa/rosc.html>. Los estándares internacionales que son relevantes para el funcionamiento de los mercados de títulos valores incluyen los siguientes: objetivos y principios de la regulación de títulos valores, IOSCO, recomendaciones para el despeje y liquidación de títulos valores CPSS-IOSCO, los principios de gobierno corporativo de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), los Estándares Contables y de Auditoría y los principios y lineamientos para unos sistemas de insolvencia y de derechos de acreedor efectivos del Banco Mundial.

Gráfico 2.11 Reformas institucionales en América Latina, 1984-2004



Fuente: Guía Internacional de Riesgo de País.

Nota: Los datos son promedios del índice de ley y orden para Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México y Perú. El índice es una variable cualitativa que varía de cero a seis, donde los valores más altos representan niveles más altos de ley y orden. La ley y el orden son evaluados separadamente, cada subcomponente comprende de cero a tres puntos. El subcomponente de ley es una evaluación de la solidez y de la imparcialidad del sistema legal y el subcomponente de orden es una evaluación del cumplimiento popular de la ley.

el desarrollo del sistema financiero y son eficaces en el establecimiento de los objetivos y prioridades de las reformas. Aun en Chile, que puede ser considerado el país más avanzado en muchos aspectos del desarrollo del mercado de capitales en la región, una evaluación reciente de cumplimiento de los estándares internacionales identificó limitaciones en diversas dimensiones de la infraestructura del mercado de títulos valores.¹⁶

16 Véase la Evaluación de la Estabilidad del Sistema Financiero para Chile, que resume el FSAP de 2004 e incluye el ROSC sobre la regulación de títulos valores en <http://www.FMI.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=17665.0>

Desarrollos en los mercados de capitales domésticos

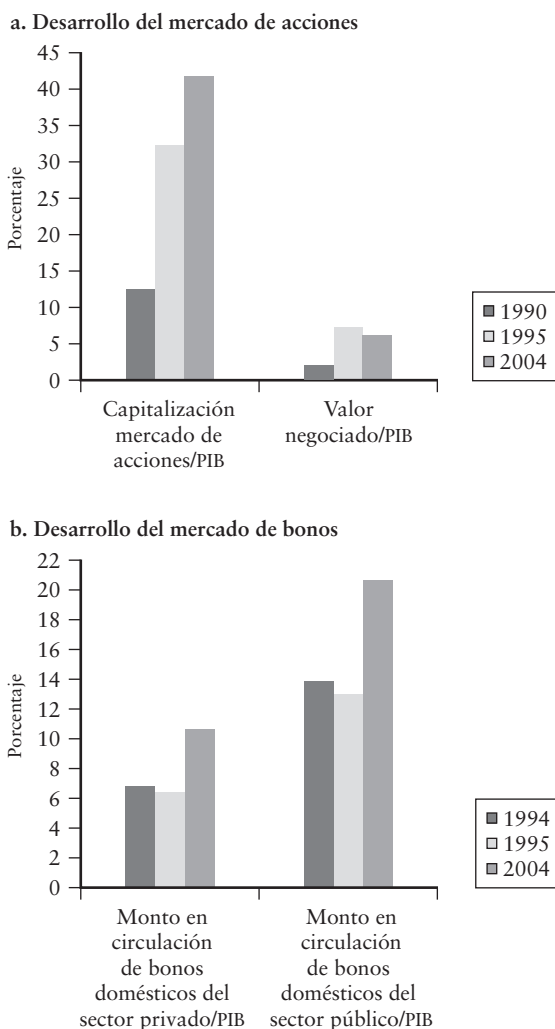
En esta sección se describe la evolución de los mercados de capitales domésticos desde principios de la década de 1990 y sus características principales. La primera parte presenta una breve descripción de las principales tendencias en los mercados de acciones y bonos en América Latina comparado con otras regiones, especialmente los países desarrollados y de Asia oriental. La segunda parte describe en mayor detalle las características sobresalientes de los mercados de capitales locales en América Latina y la última parte proporciona una mirada detallada a Chile y México, que con frecuencia son percibidos como historias de éxito regional.

Tendencias comparativas en los mercados de capitales domésticos

Mientras el desarrollo financiero en las economías industriales más grandes empezó a aumentar marcadamente en los años setenta, los mercados financieros latinoamericanos permanecieron estancados hasta principios de los años noventa. Sin embargo, desde ese período hasta el presente, los mercados de capitales en la región han crecido considerablemente. La capitalización doméstica promedio del mercado accionario en términos de PIB en los siete mercados más grandes en América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y República Bolivariana de Venezuela) aumentó en más del triple durante este período, creciendo del 12% en 1990 hasta el 32% en 1995 y a 42% en 2004. El valor negociado en los mercados de acciones domésticos también aumentó significativamente, de 2% del PIB en 1990 hasta 7% en 1995 y situándose en 6% del PIB en 2004 (gráfico 2.12).

Los mercados de bonos domésticos en América Latina también han experimentado un brote de crecimiento significativo, especialmente después de 1994. Los montos en circulación de bonos domésticos de los sectores privado y público aumentaron desde 14 y 7% del PIB en 1994, respectivamente, a 21 y 11% del PIB en 2004 (gráfico 2.12). Los mercados de bonos en la región están claramente dominados por la negociación y emisión de deuda del sector público, con la notoria excepción de Perú. El desarrollo de los mercados de bonos gubernamentales fue fomentado por un desplazamiento general de la financiación monetaria a financiación con deuda de los déficits del sector público durante los años noventa y la necesidad de esterilizar grandes entradas de capital. En los últimos seis años, aproximadamente, los

Gráfico 2.12 Desarrollo del mercado de capitales en América Latina



Fuentes: BIS; base de datos mercados emergentes S&P; Banco Mundial.

Nota: los datos sobre el desarrollo del mercado de acciones son promedios para Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y República Bolivariana de Venezuela. Los datos sobre el desarrollo del mercado de bonos son promedios para Argentina, Brasil, Chile, México y Perú.

mercados de bonos gubernamentales locales se han disparado aún más, a pesar de la reducción en los requerimientos de endeudamiento de los sectores públicos (reflejando posiciones fiscales más fuertes), debido a un desplazamiento más bien generalizado en la obtención de fondos gubernamentales de fuentes externas hacia los mercados locales.

Como se mencionó en las secciones anteriores, la evolución reciente de los mercados de capitales en América Latina debe verse dentro del contexto global que proporcionó la dirección general para el desarrollo del mercado regional. Una vez ubicado en este contexto, el crecimiento observado en los mercados de capitales domésticos en América Latina aparece eclipsado, no solamente por los resultados en los países industriales, en particular los grandes centros financieros, sino también por desarrollos en otros mercados emergentes, notoriamente de Asia oriental.

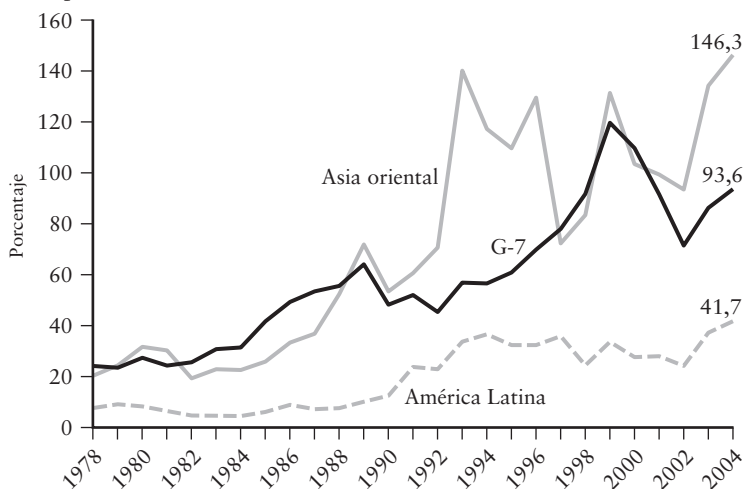
En efecto, la triplicación de la capitalización del mercado accionario en América Latina desde 1990 aun deja a la región en un nivel muy modesto al compararlo con otras regiones. Al 42% del PIB en 2004, la capitalización del mercado accionario en los países de América Latina es pálida en relación con niveles del 94 y 146% en los países del G-7 y de Asia oriental, respectivamente (gráfico 2.13). Las diferencias son más impactantes al comparar la actividad comercial entre regiones. Aunque el comercio ha crecido exponencialmente en los países desarrollados y en Asia oriental, los países de América Latina parecen estar atrapados en una trampa de baja liquidez. En términos del PIB, el valor actual negociado en las bolsas de valores de América Latina apenas corresponde al monto del comercio observado en los países de Asia oriental y G-7 a principios de la década de 1980. Desde entonces, el valor transado en estos países ha aumentado significativamente, llegando al 92% del PIB en los países del G-7 y al 105% en Asia oriental en 2004 (gráfico 2.13).¹⁷

Los mercados de bonos domésticos en los países desarrollados y en desarrollo también han experimentado un aumento significativo en años recientes. Este crecimiento fue especialmente pronunciado en

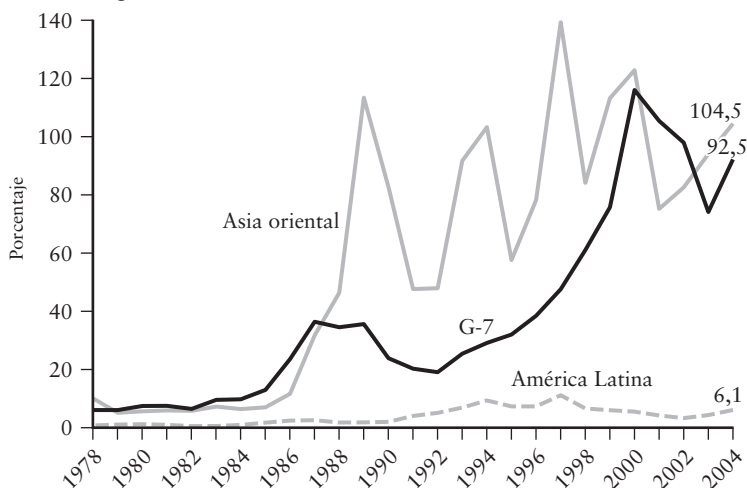
17 También estimamos las cifras para Asia oriental, excluyendo Hong Kong (China) ya que éste puede servir como un centro financiero regional para corporaciones de China continental y de otros países asiáticos. Aunque esto reduce los valores promedio para los países de Asia oriental, estos países aún muestran una capitalización y negociación más alta del mercado accionario que los países de América Latina. Excluyendo Hong Kong (China), la capitalización promedio para los países de Asia oriental incluida en las cifras se mantuvo en 82,6% del PIB en 2004, mientras que su valor transado en ese año alcanzó 77% del PIB.

Gráfico 2.13 Desarrollo del mercado de acciones en regiones selectas, 1978-2004

a. Capitalización de mercado/PIB



b. Valor negociado domésticamente/PIB



Fuentes: base de datos de mercados emergentes S&P; Banco Mundial.

Nota: G-7 es el promedio de Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Reino Unido y Estados Unidos. Asia oriental es el promedio de Hong Kong (China), Indonesia, República de Corea, Malasia, Filipinas, Taiwán (China) y Tailandia. Los datos para América Latina son el promedio de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y República Bolivariana de Venezuela.

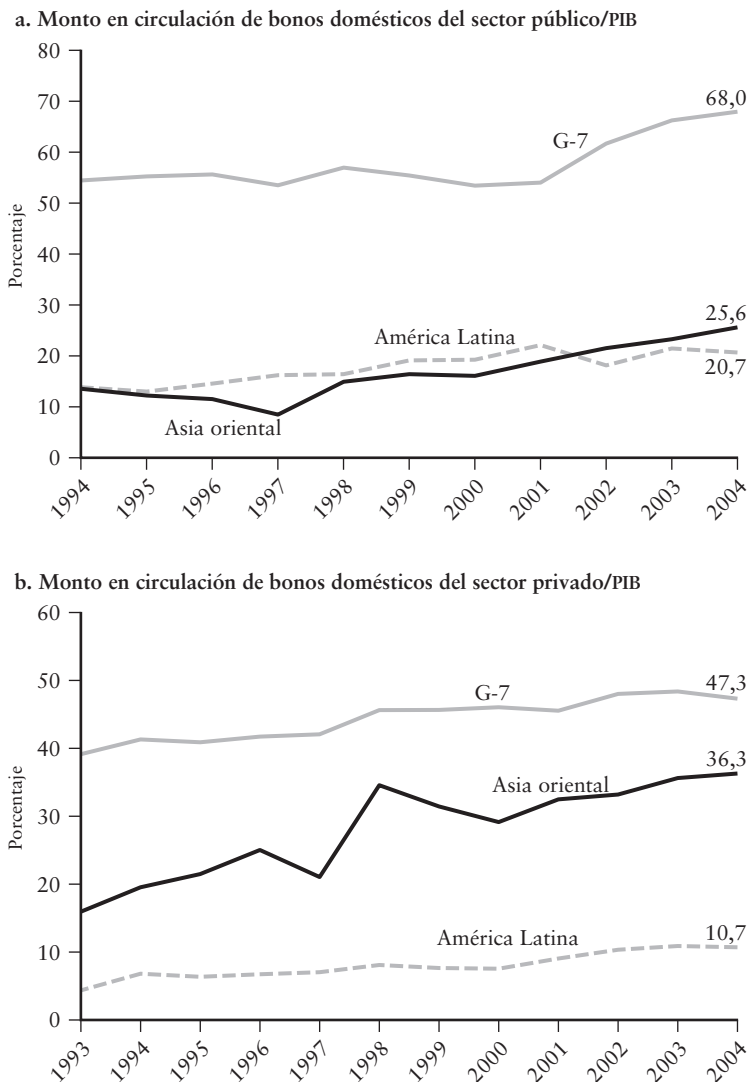
Asia oriental, en donde (como se mencionó anteriormente) luego de la crisis de 1997 los gobiernos y el sector corporativo en forma creciente se cambiaron a financiación con bonos. En América Latina, la mayor parte del progreso se ha logrado en los mercados domésticos para los bonos gubernamentales. Los mercados de bonos del sector público en algunos de los mercados más grandes en la región presentan un nivel de desarrollo similar al de los países de Asia oriental, aunque aquellos son típicamente mucho menos líquidos (gráfico 2.14). Por otra parte, a pesar de su crecimiento reciente los mercados de América Latina para los bonos corporativos aún se encuentran en un menor estado de desarrollo en comparación con aquellos en los países desarrollados y Asia oriental. De hecho, con la excepción de Chile, no hay mercados de bonos privados domésticos significativos en América Latina. Esta situación contrasta con la de los países desarrollados y de Asia oriental, donde la financiación de las firmas a través de la deuda corporativa se ha ampliado significativamente y es bastante considerable (gráfico 2.14).

La falta de desarrollo de los mercados de bonos y acciones en América Latina relativa a otras regiones no se ha visto compensada por el mayor crecimiento relativo del crédito bancario al sector privado. De hecho, en términos de PIB, el crédito bancario al sector privado se ha estancado en América Latina durante los últimos 15 años, mientras que éste se amplió significativamente en los países desarrollados y de Asia oriental. El crédito al sector privado por las instituciones financieras se mantuvo alrededor del 25% del PIB en 2004 en América Latina, comparado con 76% en Asia oriental y 126% en los países desarrollados (gráfico 2.15).

Principales características del desarrollo doméstico del mercado de capitales

Los mercados financieros latinoamericanos continúan dominados por los bancos y están caracterizados por operaciones de corto plazo, iliquidez, y, en un buen número de países, por la dolarización. Los mercados de acciones y de bonos privados no han logrado desarrollar una seria alternativa para los préstamos bancarios. Como se mencionó, el aumento en el tamaño y en el índice de rotación en los mercados de bonos locales se explica en su mayoría por los instrumentos gubernamentales. Aunque muchos países han hecho esfuerzos para ampliar los vencimientos de los bonos y para desarrollar curvas de rendimiento significativas para los bonos gubernamentales, los vencimientos han permanecido relativamente cortos, salvo en unos pocos países, notoria-

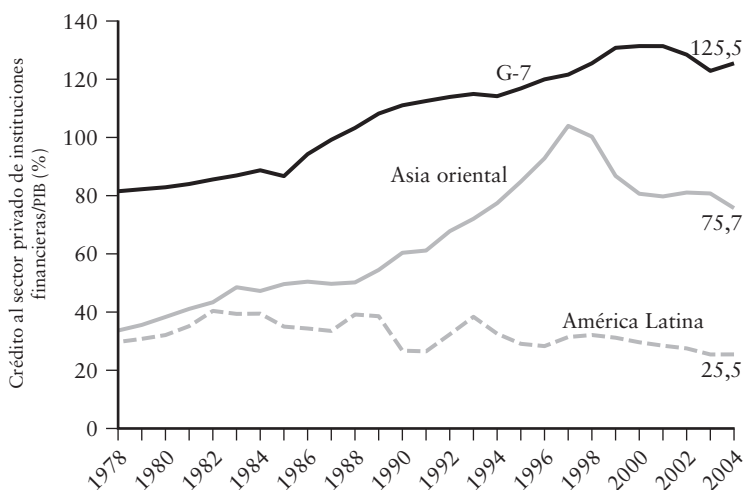
Gráfico 2.14 Desarrollo del mercado de bonos en regiones seleccionadas, de 1990 hasta el 2004



Fuentes: BIS; Banco Mundial.

Nota: G-7 es el promedio de Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Reino Unido y Estados Unidos. El Asia oriental es el promedio de Hong Kong (China), República de Corea, Malasia, Taiwán (China) y Tailandia. América Latina es el promedio de Argentina, Brasil, Chile, México y Perú.

Gráfico 2.15 Desarrollo del mercado de crédito, 1978-2004



Fuente: Banco Mundial.

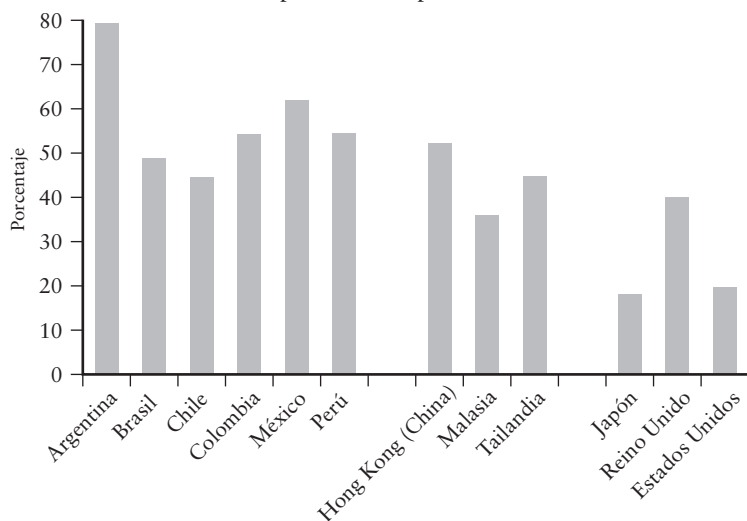
Nota: G-7 es el promedio de Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Reino Unido y Estados Unidos. El Asia oriental es el promedio de Indonesia, República de Corea, Malasia, Filipinas y Tailandia. Los datos para América Latina son el promedio de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y República Bolivariana de Venezuela.

mente Chile, México y Colombia. La iliquidez es otra limitante seria de los mercados latinoamericanos de títulos valores. Este es claramente el caso para todos los instrumentos de deuda y accionarios privados registrados en bolsa, pero aun la liquidez que existe para la deuda pública en diversos países de América Latina es insuficiente.

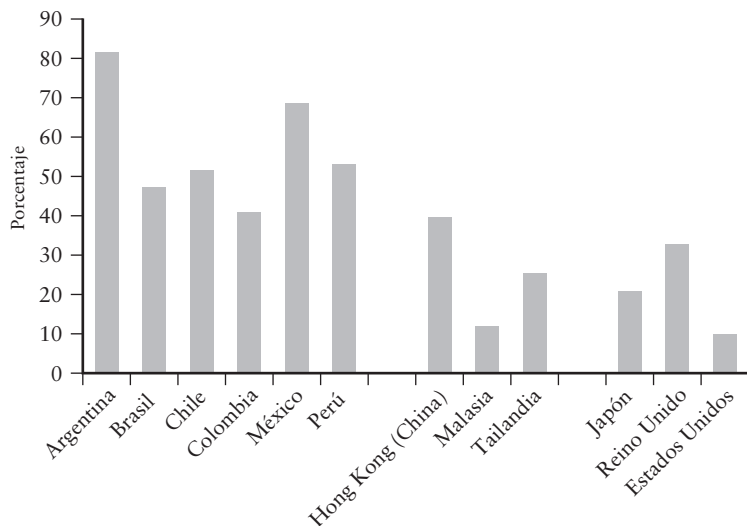
Aun cuando los mercados de capitales para los títulos valores privados están razonablemente desarrollados (como en el caso de Chile), éstos están altamente concentrados. Solamente un puñado de compañías de alto grado participan activamente en los mercados domésticos de bonos y acciones. En Chile y Argentina, por ejemplo, tres compañías explican casi el 50% de la capitalización doméstica del mercado. En México, una firma (Telmex) representa alrededor del 25% de la capitalización de mercado, y entre el 20 y 40% de la negociación (Yermo, 2003). Como lo indica el gráfico 2.16, en la mayoría de los países en América Latina las primeras diez compañías explican más del 50% del valor negociado, comparado con menos del 10% en Estados Unidos. Además, en la forma descrita más adelante en esta sección, los merca-

Gráfico 2.16 Concentración del mercado de acciones de las primeras 10 firmas en mercados seleccionados, 2004

a. Primeras 10 firmas. Participación en la capitalización de mercado total



b. Primeras 10 firmas. Participación en la capitalización del total negociado



Fuente: Federación Mundial de Bolsas de Valores.

dos de acciones locales parecen encogerse frente a una persistente migración de los emisores corporativos hacia los centros financieros internacionales.

Como se analizará en más detalle en el capítulo 4, la falta de liquidez adecuada es una de las principales limitantes en los mercados de capitales latinoamericanos. Aunque la actividad de negociación en los mercados de acciones domésticos ha aumentado significativamente desde principios de la década de 1990, ésta es aún muy baja al compararla con otras regiones. La iliquidez es generalizada y refleja la concentración en la oferta y en la demanda de títulos valores. Por el lado de la oferta, sólo unas pocas firmas pueden emitir títulos valores en los montos que cumplen con los umbrales mínimos para alcanzar liquidez significativa; el lado de la demanda está dominado por unos pocos inversores institucionales, que tienden a seguir estrategias de inversión de comprar y mantener, y concentran la mayoría de tenencias en deuda gubernamental. La iliquidez en los mercados secundarios obstaculiza la revelación de precios, que con frecuencia es considerada la función que más distingue a los mercados de títulos valores relativa a los bancos. La iliquidez debilita la confiabilidad del método de valuación de mercado y de valor razonable (*ver* anexo del capítulo 2). Además, esta magnifica los efectos de los *shocks* en las fluctuaciones de precios de los activos.

A pesar de un desarrollo significativo de los mercados de instrumentos de deuda gubernamental, estos mercados están fragmentados y son relativamente ilíquidos, con las pocas ya mencionadas excepciones de Chile (donde la deuda del sector público es principalmente deuda del banco central), México y Colombia. La iliquidez en los mercados de bonos públicos está generalizada particularmente en los países pequeños. De hecho, con frecuencia lo que se llama “mercados de títulos valores” en estos países es casi exclusivamente un mercado de dinero basado en *repos* en la bolsa de valores centralizada, donde la deuda del sector público se utiliza como el instrumento subyacente más común.¹⁸

18 Las transacciones *repo* comprenden la venta de un activo bajo un acuerdo de recompra del activo en una fecha futura. Los intereses se pagan ajustando los precios de venta y de recompra. Los títulos valores sirven como garantía colateral para lo que efectivamente es un préstamo de efectivo y, en forma inversa, el efectivo sirve como colateral para un préstamo de títulos valores. Una característica clave de los *repos* es que pueden ser utilizados bien sea para obtener fondos o para obtener títulos valores. Esta última característica es valiosa para los participantes del mercado porque les permite obtener los títulos valores que necesitan para cumplir con otras obligaciones contractuales, es decir, para hacer entrega de un contrato a futuro. Adicionalmente, los *repos* pueden ser uti-

Los mercados de bonos domésticos en América Latina se caracterizan por un alto grado de operaciones de corto plazo. Aunque en años recientes se han hecho esfuerzos para prolongar los vencimientos de la deuda para reducir el riesgo de renovación en épocas de crisis, la deuda de corto plazo permanece relativamente alta. De acuerdo con Mihaljek, Scatigna y Villar (2002), en 2000, el 37% de los instrumentos de deuda doméstica en América Latina fueron de corto plazo (con vencimientos hasta de un año), presentando una reducción desde el 53% en 1995, pero están aún por encima de Asia oriental (22%) y de Europa central (15%). Aunque los emisores de bonos del sector público y privado pueden lograr vencimientos a más largo plazo en los mercados internacionales (véase el gráfico 2.17), la mayoría de los bonos de economías emergentes emitidos en el exterior están denominados en moneda extranjera, con lo cual se expone a los gobiernos y a las firmas al riesgo cambiario.¹⁹

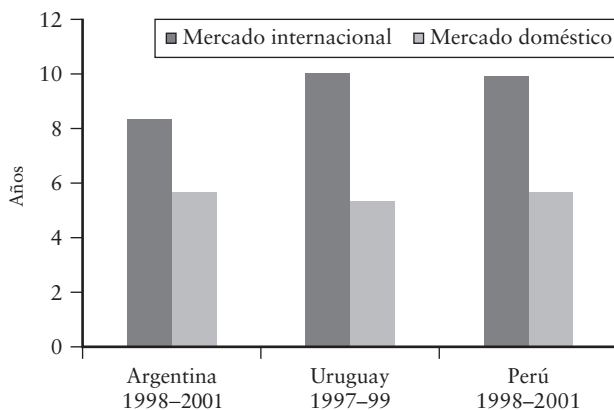
Solamente en períodos más recientes algunos países de América Latina han podido emitir bonos denominados en moneda doméstica en los mercados internacionales. Esto es en parte reflejo de mejores bases y parcialmente consecuencia de condiciones financieras internacionales favorables. Esto ha atraído la atención de los hacedores de política y de la comunidad académica, ya que abre la esperanza de que los países puedan ciertamente liberarse y romper con la maldición del “pecado original” (“*original sin*”) —es decir, la incapacidad para emitir deuda de largo plazo en moneda local en los mercados extranjeros. Entre el 2003 y 2004 Uruguay emitió US\$540 millones en bonos globales denominados en moneda local, mientras Colombia obtuvo US\$825 millones en dos emisiones de deuda que fueron comprados en su mayoría por inversores internacionales. Más recientemente, en septiembre de 2005, el gobierno brasileño colocó exitosamente bonos globales por valor de US\$1.5 mil millones denominados en moneda local. Deben resaltarse dos características comunes de estas emisiones, a saber: su vencimiento de mediano plazo y la significativa participación

lizados para apalancar, para proveer fondos para las posiciones largas en títulos valores y para proveer fondos para las posiciones cortas con el fin de cubrir los riesgos de tasa de interés. Debido a que los repos son instrumentos colateralizados de corto vencimiento, los mercados de *repos* tienen fuertes vínculos con los mercados de títulos valores, con los mercados de derivados y con otros mercados de corto plazo, como son los mercados interbancarios y los mercados monetarios (véase BIS, 1999).

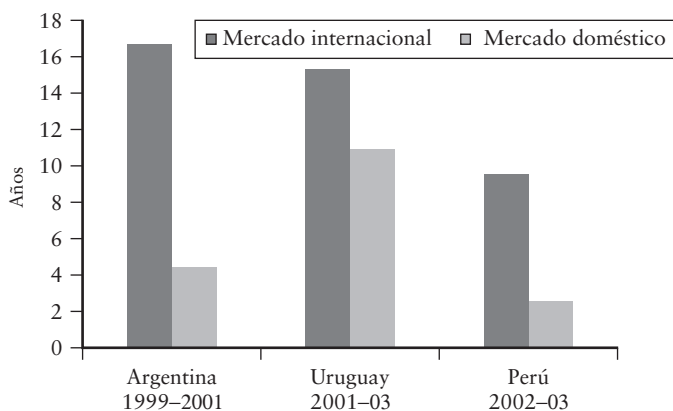
19 Véase en De la Torre y Schmukler (2004) un análisis de las emisiones, de la duración, moneda y jurisdicción en los mercados emergentes dentro de un marco conceptual integrado.

Gráfico 2.17 Promedio de vencimiento de bonos en América Latina, por jurisdicción

a. Vencimiento promedio de bonos corporativos en dólares, por jurisdicción



b. Vencimiento promedio de los bonos del gobierno en dólares, por jurisdicción



Fuente: Bloomberg.

Nota: Los bonos de vencimiento inferior a un año se excluyen de la muestra. Los diferentes períodos de tiempo son desplegados debido a limitaciones en la disponibilidad de los datos.

de inversores internacionales.²⁰ Estas experiencias han dado lugar a expectativas acerca de un cambio de tendencia en la voluntad de los inversores extranjeros de invertir en instrumentos en moneda doméstica de los mercados emergentes, lo que podría ayudar a reducir la exposición de las economías latinoamericanas al riesgo de moneda.²¹

Es aún muy pronto para decir si esta tendencia positiva constituye un cambio durable en el apetito de los inversores por los instrumentos de moneda doméstica o es solamente un fenómeno temporal (Borensztein, Eichengreen y Panizza, 2006). Por una parte, muchos países de América Latina han mejorado significativamente sus bases macroeconómicas, manteniendo superávit fiscales, reduciendo sus razones de deuda sobre el PIB y mejorando sus posiciones de solvencia. También, la mayoría de los países de América Latina actualmente mantienen un nivel mucho más alto de reservas que durante los años noventa y tienden a tener menos deuda de corto plazo. Además, ha habido un progreso significativo con la adopción de regímenes flexibles de tasa de cambio y esquemas confiables de objetivos de inflación a lo largo de la región. Todos estos factores deben hacer los instrumentos en moneda local más atractivos para los inversores, tanto locales como internacionales. Por otra parte, se podría argumentar razonablemente que el mayor apetito por los instrumentos de moneda local entre los inversores extranjeros es en gran medida consecuencia de la coyuntura internacional actual. En efecto, las bajas tasas de interés en los países desarrollados y la abundante liquidez en los mercados financieros globales ha estimulado a los inversores a buscar oportunidades de inversión más arriesgadas en las economías emergentes. La apreciación sostenida en la tasa de cambio en América Latina en años recientes ha hecho que los instrumentos de moneda local sean más atractivos. También, parte de la mejora en las bases económicas en los países de América Latina es consecuencia de factores externos, así como de mejores términos de intercambio y un mayor crecimiento económico global. No es claro, por consiguiente, si el apetito por los bonos en moneda local entre los inversores internacionales se mantendrá si las condiciones internacionales empeoran y la liquidez global disminuye.

20 Véase en FMI (2005), Tovar (2005) y NU-Cepal (2005) descripciones más detalladas de estos temas.

21 El mayor interés de inversores en la deuda de moneda local de los mercados emergentes ha llevado a la creación de índices para hacer seguimiento al desempeño de los portafolios de bonos en moneda local. En 2005 JPMorgan inauguró el Índice de Bonos del Gobierno-Mercados Emergentes (GBI-EM), que hace seguimiento al desempeño de los mercados de bonos en moneda local en 19 economías emergentes, incluyendo diversos países de América Latina (Brasil, Chile, Colombia y México).

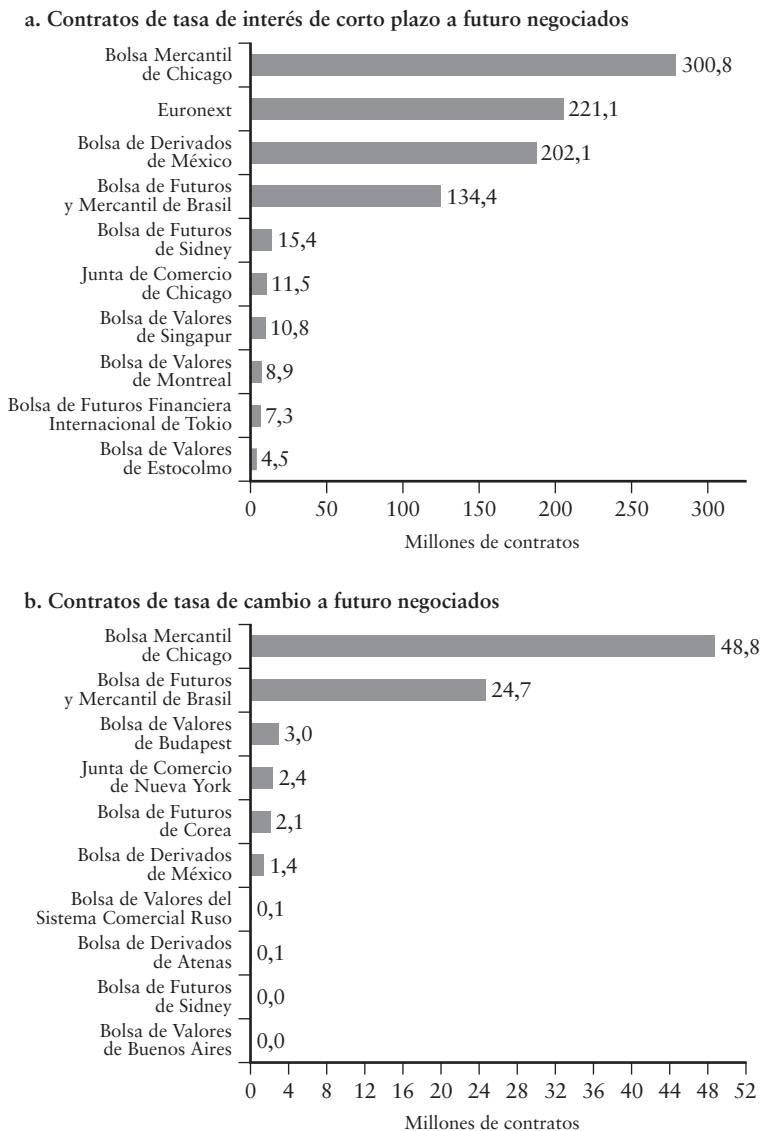
Los mercados de derivados han explotado la escena internacional durante las décadas recientes, pero éstos se quedan rezagados en muchos países emergentes. Los derivados en mercados emergentes explican solamente el 1% del monto nocional total en circulación en los mercados de derivados en todo el mundo (FMI, 2002). La mayoría de la actividad de los mercados de derivados globales se realiza a través de mercados extrabursátiles (OTC), cuyo monto nocional en circulación alcanzó US\$252 miles de millones en diciembre de 2004, comparado con US\$47 miles de millones en circulación en las bolsas de valores organizadas. En los países de América Latina más pequeños, sin embargo, los mercados de derivados negociados en bolsa tienden a ser más significativos en relación con los mercados extrabursátiles.

Las bolsas de valores de derivados más grandes en la región están ubicadas en Argentina (Matba, Rofex), Brasil (BM&F, Bovespa) y México (MexDer). Adicionalmente, mercados relativamente líquidos de derivados de tasa de cambio también existen en Chile y, en menor escala, en Perú (Fernández, 2002).²² Algunos de estos mercados en América Latina muestran una actividad significativa. La Bolsa de Valores comercial y de futuros de Brasil (*Brazilian Mercantile & Futures Exchange, BM&F*) y el mercado de Derivados Mexicano (MexDer) no sólo son las bolsas de futuros líderes en América Latina, sino que además están entre las bolsas más grandes del mundo en términos del volumen negociado de contratos de futuros de tasa de interés de corto plazo y de tasa de cambio (gráfico 2.18).²³ La primera presenta una paradoja: la liquidez en BM&F es muy alta, a pesar de que el mercado subyacente en efectivo es relativamente ilíquido.

22 Véase en Glaessner (2003) un análisis más profundo de los mercados de derivados en las economías emergentes y su uso en la implementación de las políticas económicas.

23 Los mercados de derivados han medido tradicionalmente su actividad en términos del número de contratos negociados. Esto genera dificultades al comparar volúmenes entre bolsas, puesto que cada bolsa define los tamaños de los contratos de manera que se ajuste a sus usuarios y no hay razón para que los contratos de una bolsa sean comparables con los de otra bolsa. Para resolver este problema se han propuesto diversas medidas alternativas (es decir, el valor nocional en circulación, la velocidad de negociación y los valores equivalentes de riesgo); sin embargo, debido a la falta de disponibilidad de datos, las comparaciones generalmente se limitan al número de contratos vigentes. Se justifica mencionar que al considerar el valor nocional en circulación, el BM&F está aún dentro de las bolsas más grandes del mundo para futuros de tasa de cambio. Por otra parte, la calificación relativa de MexDer es significativamente más baja en términos de valor nocional en circulación (véase en IOMA 2004 y en Burghardt, 2004, un desarrollo de este tema).

Gráfico 2.18 Negociación de contratos a futuro, 2004



Fuente: World Federation of Exchanges.

Nota: el tamaño de los contratos puede diferir entre bolsas de valores.

Para los países más grandes de América Latina, los mercados de derivados extrabursátiles han ganado un *momentum* importante, que excede con frecuencia el crecimiento de los mercados de derivados basados en bolsas de valores, no sólo a nivel doméstico sino también internacionalmente.²⁴ En México, por ejemplo, el mercado de derivados extrabursátil doméstico –que negocia en opciones de moneda, *forwards*, *swaps* entre monedas y *swaps* de tasa de interés denominadas en pesos– es seis veces más grande en términos de volumen negociado que el negociado en bolsa (MexDer), con la característica adicional de que está mucho más integrado al mercado internacional. Para finales de 2005, el *Bank for International Settlements (BIS)* estimó que el monto nocional en circulación en el mercado extrabursátil ascendió a US\$530 mil millones. En forma similar, en Chile, el mercado de derivados de moneda es un mercado de *non-deliverable forwards* que negocia exclusivamente mediante operaciones extra-bursátiles (“*Over-the-Counter*”, OTC).

El desarrollo de las transacciones de productos estructurados, que ayudan a convertir los activos ilíquidos en títulos valores negociables, ha sido una innovación financiera importante de las décadas pasadas. Las transacciones de productos estructurados han crecido significativamente en los países desarrollados, donde las emisiones llegan a cerca de US\$3,6 mil millones en 2005 (de los cuales alrededor del 85% representan a Estados Unidos). Las transacciones de productos estructurados se originaron con la venta de títulos valores respaldados en hipotecas de vivienda (*mortgage-backed securities, MBS*) en Estados Unidos en los años setenta y, aunque los títulos valores respaldados en hipotecas aún representan la mayor parte de lo negociado en Estados Unidos y Europa, el mercado se ha ampliado significativamente en términos del tipo de activos titularizados, los cuales varían desde instrumentos en efectivo (por ejemplo, préstamos, bonos, tarjetas de crédito por cobrar) hasta productos sintéticos (por ejemplo, *swaps* de *default* crediticio). En el caso de las economías emergentes, el desarrollo de estos tipos de transacciones se inició en forma relativamente lenta a principios de la década de 1990 y fue obstaculizada por la falta de una

24 Los *non-deliverable forwards* (NDFs) son transacciones *forward* cuya liquidación se hace mediante un pago en efectivo en dólares de E.U., de manera que ninguna moneda local cambia de manos. Estos tipos de contratos se utilizan en su mayoría para las monedas de mercados emergentes y los principales participantes en el mercado son los grandes bancos internacionales. Las monedas más importantes en el mercado NDF son el peso argentino, el real brasileño, las principales monedas de Asia y el florín húngaro. Véase Schmukler y Servén (2002).

estructura legal adecuada.²⁵ El volumen de transacciones ha aumentado significativamente en años recientes, pero los mercados de productos estructurados en la mayoría de las economías emergentes son aún relativamente pequeños.²⁶ Entre los países en desarrollo, Asia oriental tiene los mercados más grandes, con una emisión que totaliza US\$30,1 mil millones en 2005, con la mayor parte de la República de Corea, donde las emisiones de productos estructurados alcanzaron US\$26 mil millones. En América Latina, la emisión estuvo dominada inicialmente por transacciones entre países, pero los mercados domésticos han crecido significativamente en años recientes, llegando la emisión total a US\$14,5 mil millones en 2005 (véase gráfico 2.19). Brasil y México son los mercados más grandes en la región. Los títulos valores respaldados con activos (*Asset-backed securities*, ABS) son el tipo más popular de contrato en los países de América Latina, representando más de la mitad de las transacciones en 2005, seguido por titularizaciones del flujo de futuros (22% del total de transacciones) y las transacciones relacionadas con los bienes raíces (17%).²⁷

En contraste con el subdesarrollo relativo de los mercados de productos estructurados, se ha encontrado que los mercados de *repos* en los países emergentes son bastante activos y mucho más líquidos. De hecho, parece ser una característica común que la mayoría de los activos son comprados y mantenidos hasta el vencimiento, mientras que los mercados de *repos* se utilizan para el manejo de liquidez. En la mayoría de los países de América Latina, los instrumentos de deuda gubernamental son prácticamente el único activo subyacente para esta clase de transacciones.²⁸ Las operaciones *repo* representan una propor-

25 Véase en Alles (2001) una discusión general de los elementos del marco legal que pueden impedir el desarrollo del mercado de productos estructurados en los países en desarrollo.

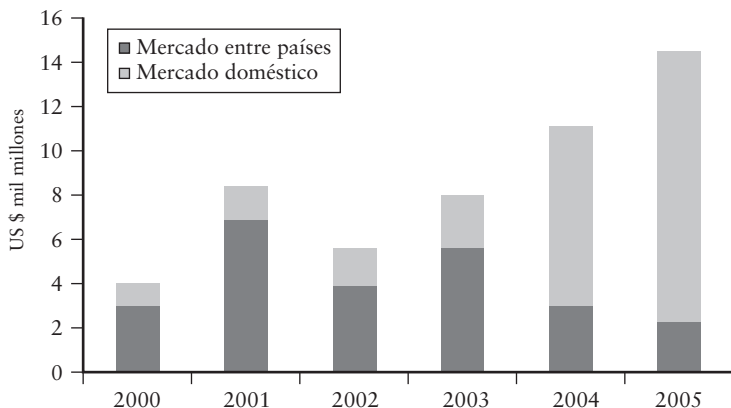
26 Véase en Meddin (2004) algunas generalidades de los mercados de productos estructurados en los mercados emergentes y el papel que éstos juegan en el fomento del desarrollo del mercado de capitales.

27 Las transacciones ABS generalmente incluyen créditos para consumo, préstamos para autos, cuentas por cobrar comerciales, cuentas a cobrar de tarjetas de crédito por cobrar o préstamos bancarios como colaterales. Las transacciones de flujos futuros son respaldadas por flujos futuros esperados y estables que surgen de un activo financiero o de una firma. Los títulos valores respaldados por hipotecas son las transacciones más comunes relacionadas con los bienes raíces.

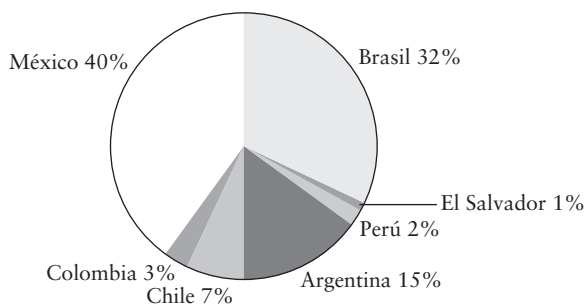
28 En la mayoría de los países esto se debe a la falta de desarrollo de los mercados de bonos del sector privado. En otros, como México, las regulaciones solamente permiten el uso de los títulos valores del gobierno como colateral para las operaciones *repo*.

Gráfico 2.19 Mercados de productos estructurados en América Latina

a. Contratos de productos estructurados emitidos en América Latina



b. Distribución de las emisiones de productos estructurados, por país, 2005



Fuente: Servicio de Inversores de Moody.

ción sustancial de la negociación en bonos en la mayoría de los países de la región y en muchos casos las transacciones de *repos* exceden el volumen negociado del instrumento subyacente. En Brasil; por ejemplo, el mercado de *repos* es el mercado más líquido –con el 60% del valor diario promedio negociado en todos los mercados, seguido por los *swaps* y futuros, que representan el 20% (Glaessner, 2003). Como se mencionó anteriormente, en algunos de los países más pequeños de la región, como Costa Rica, El Salvador y Guatemala, el llamado “mercado de títulos valores” es casi exclusivamente un mercado de *repos* (siendo los papeles del gobierno generalmente el único activo subya-

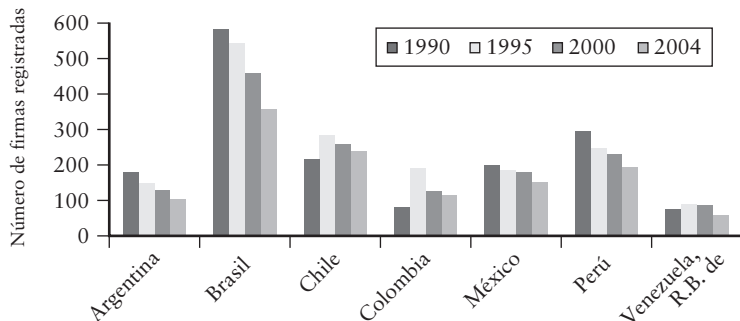
cente) en el cual las transacciones, por razones legales y regulatorias, se realizan obligatoriamente a través de una bolsa de valores centralizada.

Una tendencia significativa en América Latina durante la última década ha sido el retiro del registro en los mercados de acciones domésticos por parte de los grandes emisores. El número de firmas registradas en los mercados de acciones más grandes de la región ha disminuido desde principios de los años noventa, excediendo consistentemente el número de retiros del registro en bolsa al de nuevas incorporaciones (gráfico 2.20). Esta reducción en el número de firmas registradas ha estado asociada principalmente con la migración creciente de las firmas latinoamericanas hacia los mercados internacionales, generalmente a través de los *depository receipts DR*. La actividad de fusiones y adquisiciones es otra razón detrás del retiro de registro del mercado de acciones, donde la compañía adquiriente elige con frecuencia registrar y negociar sus acciones en un centro financiero importante. Por ejemplo, el retiro de registro de YPF (la compañía argentina de petróleo anteriormente estatal) del Merval se debió a su adquisición por parte de Repsol de España en 1999 y el retiro del registro de White Martins (el proveedor de gas industrial más grande de Suramérica) de Bovespa fue consecuencia de su adquisición por parte de Praxair en 2000. Los retiros de registro también han estado asociados con la forma en que fueron implementados los programas de privatización (Claessens, Djankov y Klingebiel, 2001), estando los retiros de registro del mercado de acciones relacionados con los esquemas de privatización masiva adoptados por algunos países de Europa del este (por ejemplo, la República Checa y la República Eslovaca) a principios de los años noventa. En esos casos, el resurgimiento inicial en el número de registros fue seguido por retiros pronunciados en la segunda mitad de la década de 1990, a medida que los grandes operadores internacionales compraron y adquirieron el control sobre las compañías privatizadas. En contraste, otros países de Europa del este (Estonia, Hungría, Letonia, Polonia y Eslovenia), que no optaron por la privatización masiva sino que comenzaron con tan solo un pequeño número de las acciones registradas, experimentaron un aumento en el registro de acciones a medida que los mercados se desarrollaron, aunque más recientemente éstos también han experimentado un descenso en las compañías registradas, aunque a un ritmo más lento.

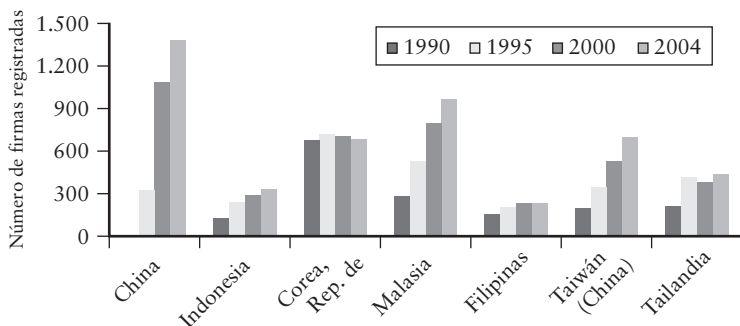
Una comparación regional de los datos de listado de compañías durante los últimos 15 años muestra un patrón sorprendente (gráfico 2.20). El retiro de registro en bolsa es mucho más común y ocurre con mayor frecuencia en América Latina que en Asia oriental. Al mismo tiempo, se observa un aumento en los registros en los mercados de ac-

Gráfico 2.20 Mercado de acciones. Registros entre 1990 y 2004

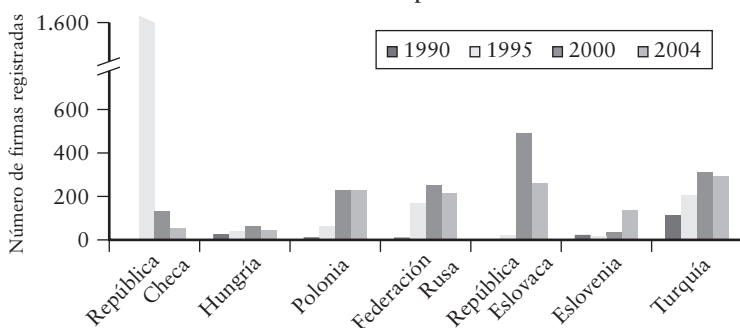
a. Mercados de acciones domésticos en América Latina



b. Mercados de acciones domésticos en el sureste asiático



c. Mercados de acciones domésticos en Europa del este



Fuente: S&P - Base de datos de Mercados Emergentes.

Nota: las cifras son valores de fin de año. Los datos para 1990 de Hungría, Polonia y la Federación Rusa corresponden a 1991.

ciones en Asia oriental. Se han presentado diferentes explicaciones para esta tendencia divergente entre América Latina y otras regiones. Por ejemplo, a diferencia de los mercados de acciones estadounidenses y europeos, que tuvieron un buen desempeño durante la década de 1990 y por tanto atrajeron emisores hacia ellos, a los mercados de acciones en Hong Kong (China) y en Tokio, los candidatos naturales para atraer a las compañías extranjeras a migrar dentro de Asia, no les ha ido bien en años recientes (Banco Mundial, 2004a).

El retiro de registro en bolsa es una dimensión importante del fenómeno más amplio de la internacionalización del mercado de acciones, el cual se analiza en mayor detalle más adelante en este capítulo. En el capítulo 3, investigamos empíricamente los determinantes parciales de este fenómeno de internacionalización y su impacto sobre la negociación y liquidez de los mercados de acciones domésticos.

Adicionalmente a la disminución de registros en el mercado de acciones, también ha habido una caída significativa en la emisión accionaria en América Latina desde 1998. La crisis económica global de 1998, inducida por la crisis rusa, restringió gravemente el acceso corporativo a los mercados de capitales, tanto internamente como en el exterior. Dada la restricción inicial del crédito bancario y la escasez global en los mercados accionarios, las firmas se han desplazado cada vez con mayor frecuencia en forma creciente hacia la emisión de bonos como una fuente alternativa de financiación. Con la baja de las tasas de interés después de 2000, la emisión de bonos corporativos privados ha aumentado, notoriamente en Chile y México. En años recientes, ha habido alguna actividad en términos de emisión local de acciones en la región, obteniendo cerca de US\$6 mil millones a través de los mercados de acciones domésticos en 2005, pero en general la actividad de obtención de capital es aún relativamente baja en la región (Banco Mundial, 2006).

Durante las décadas pasadas, los inversores institucionales (especialmente los fondos mutuos y de pensiones, pero en algunos países también las compañías de seguros) han aumentado significativamente su participación en los mercados de capitales domésticos en América Latina y han ayudado a crear una demanda más estable, principalmente por instrumentos de renta fija. Los fondos de pensión administrados privadamente juegan un papel principal en términos de tamaño y dominan el lado inversor de los mercados de títulos valores, especialmente en aquellos países de América Latina en los que se han llevado a cabo reformas del sistema de pensión al estilo de Chile (*véase* el gráfico 2.9). Las compañías de seguros, que proporcionan seguro de vida, incapacidad y longevidad en los nuevos sistemas, también han experimentado un crecimiento significativo. En contraste, la base de inverso-

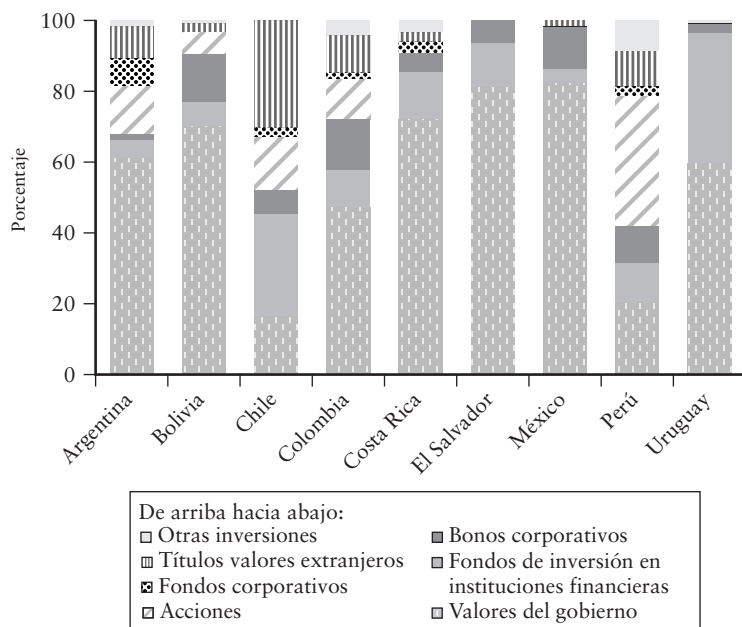
res minoristas en América Latina es extremadamente pequeña.²⁹ Por ejemplo, para el caso de México se ha estimado que los inversores minoristas en los mercados de títulos valores representaban menos del 1% de la población a finales de los años noventa, comparado con 44% en Estados Unidos y 27% en Francia. El pequeño tamaño de la base de inversores minoristas en América Latina refleja en parte el hecho de que una gran parte de la población en la región carece de la riqueza financiera para realizar inversiones en mercados de títulos valores, mientras que personas con un alto patrimonio neto tienen acceso directo a los instrumentos de inversión extranjeros (generalmente estadounidenses). Además, la industria local de fondos mutuos, que es crucial para el surgimiento de una base de inversores minoristas, permanece subdesarrollada en la mayoría de los países de la región.

Una característica sorprendente de los inversores institucionales en América Latina es que sus tenencias de activos están concentradas predominantemente en bonos gubernamentales (gráfico 2.21). Esto se debe en parte a que los costos transicionales de las reformas pensionales (es decir, la transición del sistema de reparto a un sistema manejado privadamente) han sido en gran medida financiados, en la mayoría de los casos, a través de deuda.³⁰ La financiación a través de deuda ha sido facilitada a través de regulaciones sobre las inversiones de los fondos de pensión que con frecuencia exigen asignaciones mínimas del portafolio a papeles gubernamentales y en la mayoría de los casos limita las inversiones en clases específicas de activos del sector privado, particularmente los bonos corporativos, acciones y títulos valores extranjeros de elevado riesgo. La inversión en títulos valores extranjeros, por ejemplo, se encuentra aún estrechamente acotada en Colombia, El Salvador, México y Uruguay. Aunque los límites sobre las inversiones de los fondos de pensión pueden asegurar un mercado para los bonos del gobierno, éstos, pueden, en el largo plazo, menoscabar los beneficios potenciales asociados con un sistema de pensión para el creci-

29 Los inversores minoristas, en contraste con los inversores institucionales, son individuos que compran pequeñas cantidades de títulos valores para su propia tenencia. Los inversores minoristas también son llamados con frecuencia inversores pequeños o individuales.

30 Gill, Packard y Yermo (2005) argumentan, por ejemplo, que debido la excesiva regulación sobre las inversiones de los fondos de pensión, los inversores institucionales en América Latina —a diferencia de sus contrapartes en los países de la OCDE— no se constituyeron en una fuerza de cambio independiente para la innovación financiera hasta el momento.

Gráfico 2.21 Composición de los portafolios de los fondos de pensión obligatorios en América Latina, fin de año 2005



Fuentes: AIOS; Federación Internacional de Administradores de Fondos de Pensión (FIAP).

miento económico y el desarrollo del mercado de capitales.³¹ En efecto, las regulaciones actuales tienden a reforzar el comportamiento de manada (que se manifiesta en una gran similitud entre los portafolios de cada fondo) al igual que la preferencia por estrategias de inversión de “comprar y conservar”, que puede ir en detrimento de la liquidez de los mercados de títulos valores (Gill, Packard y Yermo, 2005). Las regulaciones sobre la inversión también refuerzan la concentración en el mercado de capitales, sesgando indebidamente las inversiones en favor de los títulos valores de calificación más alta, como lo demuestra Zervos (2004) para los casos de Chile y México. Debe notarse, sin embargo, que aún en países con límites al portafolio menos restrictivos, los fondos de pensión tienden a elegir los papeles gubernamentales por sobre los instrumentos privados. Esto podría deberse al hecho de que,

31 La sobre-regulación gubernamental sobre los fondos de pensión también podría debilitar su independencia ante interferencias políticas (Yermo, 2003).

durante los años noventa, los retornos sobre los bonos soberanos de mercados emergentes superaron el desempeño de otras clases de activos en muchos mercados, aun si éstos se miden en términos ajustados por riesgo (Broner, Lorenzoni y Schmukler, 2004).

Experiencias de país: Chile y México

Aunque los mercados de capitales en toda América Latina comparten ciertos rasgos comunes y presentan un estado global desalentador, como fue antes descrito, algunos países, más notoriamente Chile, han tenido algo de éxito en el desarrollo de sus mercados domésticos de títulos valores y han avanzado más que el promedio regional en términos de desarrollo del mercado de capitales. Otra historia de éxito regional en el período más reciente es México, donde los mercados de capitales, especialmente el mercado de renta fija, ha experimentado un crecimiento significativo, a pesar de que éstos permanecen subdesarrollados en relación con países comparables de ingreso medio.

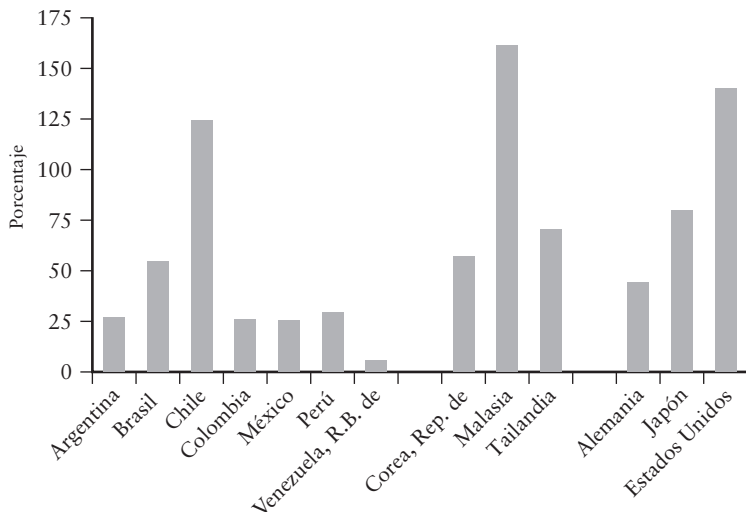
En esta sección se analizan en mayor detalle las peculiaridades de los mercados de títulos valores latinoamericanos a través de las experiencias de Chile y México. Una mirada más cercana muestra que, aunque estos países pueden ser considerados historias de éxito regional, aún presentan algunos de los rasgos que caracterizan los mercados de capitales a lo largo de América Latina, especialmente la falta de liquidez y la alta concentración de emisores e inversores.

Somos conscientes de que la elección de estos dos países es algo arbitraria y tiene sus limitaciones. En efecto, un estudio más completo debe también caracterizar una discusión de otros mercados de capitales latinos importantes, particularmente el de Brasil (por amplio margen, el mercado regional más grande en términos absolutos y donde los mercados de bonos gubernamentales, de derivados y de *repos* son particularmente vibrantes) y el de Colombia (donde el mercado por bonos soberanos ha registrado un desarrollo notorio, en gran parte debido a una mejora sustancial en los sistemas y procedimientos gubernamentales de manejo de deuda).

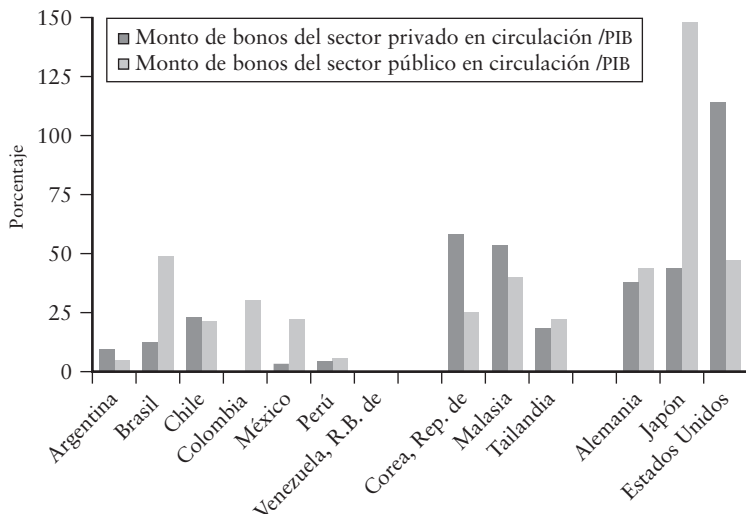
Chile. El tamaño de los mercados de títulos valores en Chile excede el promedio regional y se compara favorablemente con mercados en algunos países de Asia oriental y con países desarrollados (gráfico 2.22). Adicionalmente, el rango de productos relacionados con títulos valores disponibles en el mercado chileno es bastante amplio comparado con la norma regional e incluye cantidades crecientes de títulos valores de largo plazo, papeles comerciales de corto plazo y productos

Gráfico 2.22 Desarrollo de los mercados de capitales domésticos de países seleccionados, fin de año 2004

a. Capitalización del mercado accionario doméstico / PIB



b. Capitalización del mercado de bonos doméstico / PIB



Fuentes: BIS, S&P Base de datos de mercados emergentes, Banco Mundial.

estructurados. El desarrollo del sector financiero de Chile no sólo es un reflejo de un ingreso per cápita más alto e instituciones y políticas macroeconómicas más sólidas, sino también el resultado de reformas sustanciales al sector financiero. El mayor desarrollo financiero en Chile comparado con el resto de la región esta probablemente relacionado al hecho de que, mientras la mayoría de los países de América Latina implementaron reformas macroeconómicas y del mercado de capitales durante los años noventa, en Chile muchas de esas reformas fueron emprendidas mucho antes, durante la década de los años ochenta.³²

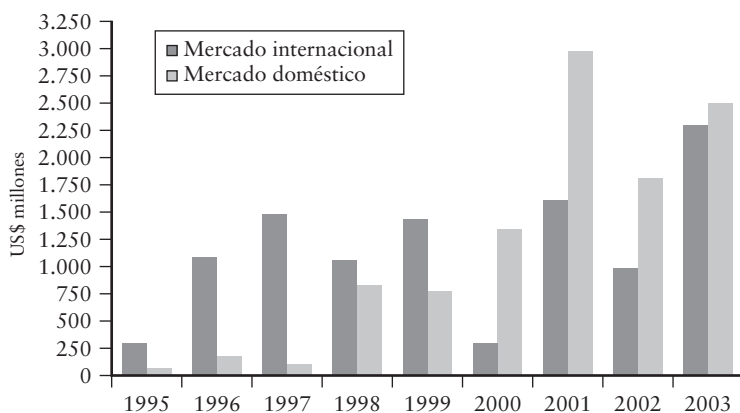
El mercado primario chileno para los títulos valores privados de renta fija está relativamente bien desarrollado. El mercado de bonos del sector privado en Chile es el más grande en América Latina, donde el monto en circulación de bonos del sector privado alcanza un 23% del PIB en 2004, y ha habido una creciente innovación financiera en la forma de titularización de efectos por cobrar y de flujos de efectivo futuros. Este desarrollo del mercado privado de renta fija fue fomentado no solamente por la estabilidad macroeconómica sino también por la estrategia gubernamental de manejo de deuda. El gobierno chileno ha mantenido un superávit fiscal desde 1986 (con la única excepción de 1999, cuando se registró un déficit fiscal equivalente a cerca de 1,5% del PIB) y por consiguiente no ha necesitado emitir instrumentos de deuda para financiar sus gastos. No obstante, éste ha seguido una estrategia explícita de emisión de bonos en los mercados internacionales y locales con el fin de desarrollar un punto de referencia de riesgo soberano y una curva de rendimiento doméstica para facilitar el desarrollo de los mercados locales de deuda del sector privado y la colocación de deuda privada en el exterior. Los bonos del gobierno chileno tienen los mayores vencimientos promedio en América Latina, los cuales varían dentro de un rango entre 90 días y 20 años. De acuerdo con Walker (1998) el establecimiento de una unidad de indexación exitosa, la Unidad de Fomento (UF), también ha jugado un papel significativo en el desarrollo del mercado de renta fija en Chile, permitiendo la creación de un mercado de bonos a mediano y largo plazo que, de otra forma, no existiría y generando patrones de retorno relevantes

32 Algunas reformas que tuvieron un impacto significativo en el desarrollo del mercado de títulos valores, como la creación de una unidad de indexación confiable (Unidad de Fomento, UF), fueron implementadas aún antes (las UF fueron creadas en 1967) y tardaron bastante en dar sus frutos (*véase* en Herrera y Valdés, 2003, una descripción de la experiencia chilena con la indexación del IPC). La UF es una unidad de indexación que se ajusta en relación al cambio del índice de precios al consumidor respecto del mes anterior.

no disponibles en el mercado doméstico o internacional.³³ Actualmente, más de la mitad de todos los activos financieros en Chile y casi todos los instrumentos de deuda de mediano y largo plazos son indexados utilizando UF.

Las colocaciones de deuda corporativa en el mercado local han aumentado significativamente en años recientes como resultado de tasas de interés en niveles bajos y expectativas de apreciación cambiaria (luego de una marcada depreciación a principios de la década del 2000), que hizo más atractivo para los emisores domésticos cambiar la deuda denominada en dólares por deuda denominada en pesos. La emisión doméstica de bonos corporativos alcanzó US\$2,5 mil millones en 2003, desde 70,5 millones en 1995 (gráfico 2.23). Este crecimiento ha estado acompañado por una extensión gradual de los vencimientos. En años recientes, las colocaciones corporativas en el rango de 15 a 20 años se ha vuelto común y las emisiones con vencimientos de menos de un año han desaparecido casi por completo. Las firmas chilenas también han disfrutado un acceso significativo a los mercados de bonos internacio-

Gráfico 2.23 Emisión de bonos por parte de las firmas chilenas, 1995-2003



Fuente: Zervos (2004).

33 Otros países de América Latina, especialmente Brasil, han emitido títulos valores indexados por la inflación. Sin embargo, ninguno ha tenido tanto éxito como Chile.

nales. El monto de los instrumentos de deuda emitidos en los mercados internacionales aumentó de US\$300 millones en 1995 a US\$2,3 mil millones en 2003 (gráfico 2.23).

Las operaciones de productos estructurados en Chile fueron legalizadas en 1993 pero la legislación fue muy restrictiva y la primera emisión de bonos titularizados tuvo lugar sólo tres años más tarde. En 1999 las autoridades liberalizaron el marco regulatorio con el fin de permitir la titularización de todo tipo de instrumentos de deuda. Esto contribuyó a una expansión significativa en las operaciones de productos estructurados, donde la emisión aumentó de US\$173 millones en 2000 a US\$873 millones en 2005. La creación de subsidiarias de titularización de compañías de seguros y bancos comerciales ha sido uno de los principales factores detrás del reciente crecimiento y la competencia ha conducido a una creciente innovación en términos de las estructuras y activos titularizados.

Chile es el único país en la región que ha podido desarrollar un mercado significativo de títulos valores hipotecarios, con existencias de productos relacionados con hipotecas que representan alrededor del 15% del PIB. Los títulos valores hipotecarios más comunes son las letras hipotecarias, o bonos emitidos por bancos contra préstamos hipotecarios incluidos dentro del balance general. Los inversores tienen un derecho prioritario contra esta garantía colateral –aun anterior a los depositantes– en el evento de una quiebra del emisor.³⁴ La reforma pensional tuvo un impacto significativo en el mercado de títulos valores hipotecarios; los administradores de fondos de pensión y, especialmente, las compañías de seguros de vida que proporcionan anualidades a pensionados se han convertido en los principales inversores en estos títulos valores.

Como fue mencionado, el tamaño del mercado de acciones de Chile se compara favorablemente no sólo con los mercados en otras economías emergentes sino también con mercados en los países desarrollados. La capitalización de mercado se mantuvo en 124% del PIB al final del año 2004. A pesar de su gran tamaño, el mercado de acciones chileno ha experimentado un descenso en el número de firmas regis-

34 Cada bono hipotecario debe corresponder al monto de un préstamo hipotecario en los libros del banco emisor. El banco realmente no presta dinero directamente al prestatario. En lugar de ello, éste proporciona el bono al prestatario, el cual es vendido luego por el banco en el mercado (normalmente tomado por el valor nominal) en nombre del prestatario. El banco emisor cobra una tarifa por sus servicios. Si, debido al prepago, el préstamo asociado es cancelado, entonces el banco emisor debe retirar los bonos del mercado por un monto equivalente.

tradas durante la última década, desde 284 firmas en 1995 hasta 246 en 2005. Esta reducción ha estado asociada con la creciente migración de las firmas chilenas a los mercados internacionales, con 25 de las primeras 40 compañías locales registradas en los mercados de E.U. a través de los *American Depositary Receipts* ADR y la escasez de nuevas emisiones accionarias después de 1998. En años recientes, se ha registrado un mayor interés en la emisión accionaria local y en las ofertas públicas iniciales (*initial public offerings*, IPO), consiguiendo US\$951 millones a través de emisiones accionarias durante 2004. La IPO más grande en la historia de la Bolsa de Valores de Santiago tuvo lugar en 2004, cuando Cencosud (un minorista local) registró el 20% de sus acciones, consiguiendo US\$332 millones.³⁵

El uso de derivados en Chile, con la notoria excepción de los *forwards* de moneda extranjera, permanece limitado. Luego de la adopción de un régimen flexible de tasa de cambio en 1999, el mercado local de *forwards* de tipo de cambio se amplió rápidamente y se encuentra ahora bastante desarrollado.³⁶ Un factor importante que guió el crecimiento de este mercado en años recientes ha sido la creciente inversión extranjera por parte de los fondos de pensión. En línea con los requerimientos regulatorios, los fondos de pensión deben cubrir el 80% del riesgo cambiario. Por tanto, los fondos de pensión se han convertido en grandes participantes en la venta de contratos *forward* (es decir, éstos venden divisas a cambio de pesos en el mercado *forward*). A julio de 2005, los fondos de pensión tenían cerca de US\$3 mil millones en estos contratos. El uso de otros derivados aún es limitado o inexistente. En particular, no hay un mercado para los derivados de tasas de interés, lo cual complica el manejo del riesgo de tasa de interés, especialmente para las compañías de seguros de vida, cuya correspondencia activos-pasivos es altamente sensible a cambios en la tasa de interés.

35 La emisión Cencosud fue la primera IPO llevada a cabo simultáneamente en Chile y en los mercados internacionales. Además, en lugar de apuntar esta emisión a los inversores institucionales (los fondos de pensión en particular), como es el caso de la mayoría de las emisiones en el mercado chileno, la emisión estuvo dirigida a los inversores minoritarios. A septiembre de 2005, Cencosud contaba con alrededor de 3.000 accionistas.

36 En 1984 Chile adoptó una banda de tasa de cambio de ajuste gradual, cuyo centro o valor de referencia fue ajustado periódicamente para reflejar la diferencia entre las tasas de inflación domésticas y extranjeras. Éste fue aumentado gradualmente con el tiempo, excepto por una reversión temporal en 1998. Este sistema fue abandonado en septiembre de 1999, cuando se adoptó un régimen de tasa de cambio flotante.

Chile se ha embarcado en una serie de reformas legislativas en años recientes para solucionar algunas de las limitaciones de sus mercados de títulos valores. La Ley de Ofertas Públicas y Gobierno Corporativo (“Ley de OPA”), decretada al final de 2000, mejoró la protección a los accionistas minoritarios regulando el mercado por el control corporativo, exigiendo que las transacciones que involucran un cambio de control de más del 25% de las acciones de una compañía pública sean realizadas a través de una oferta pública a todos los accionistas en términos iguales y con requerimientos de revelación crecientes y sanciones contra el uso de información privilegiada. La ley también garantizó igual tratamiento a los tenedores de ADR, particularmente en lo que respecta a procedimientos de votación y exigió que las mayores firmas registradas en la bolsa formaran un comité donde una mayoría de los miembros no estuvieran relacionados con el contralor.³⁷ En 2001 el gobierno introdujo un paquete de reforma (al cual se hace referencia generalmente como Mercados de Capitales I) tendiente a estimular la competencia en los mercados financieros y a reducir los costos financieros. Las ganancias de capital sobre las transacciones de acciones mas negociadas quedaron exentas de impuestos, y diversas barreras tributarias y administrativas al ahorro voluntario y al desarrollo de los mercados de títulos valores y crediticios fueron eliminadas. Además, el manejo de los fondos mutuos y de las inversiones realizadas por compañías de seguros fueron liberalizados. Por otra parte, un mercado de acciones para compañías emergentes fue creado dentro de la Bolsa de Valores de Santiago, con requerimientos de registro menos estrictos, aunque éste ha tenido poco éxito hasta el momento. Un segundo paquete de reforma legislativa, tendiente a profundizar en las reformas de gobierno corporativo y a fortalecer la regulación y la supervisión, fue preparado por el gobierno en 2003 y está siendo analizado ahora por el Congreso de Chile.

A pesar de su gran tamaño y de su rango relativamente amplio de productos disponibles relacionados con títulos valores, los mercados de capitales en Chile presentan algunas limitaciones importantes. En primer lugar, aunque ha habido algún progreso en años recientes, la liquidez es bastante baja en la mayoría de los mercados de títulos valores,

37 Una evaluación de 2003 realizada por el Banco Mundial encontró que Chile tenía un buen puntaje en su observancia de los Principios de la OCDE de Gobierno Corporativo (14 de 23 principios fueron calificados como “observados” u “observados en gran parte”). Esto reflejó, al menos parcialmente, las mejoras introducidos por la “Ley de OPA” (véase Banco Mundial, 2003c). Además véase en Linnenberg y Waitzer (2004) una descripción más detallada de las reformas introducidas por esta ley.

con las notorias excepciones del mercado *forward* de tasa de cambio y del mercado de dinero basado en *repos*. La negociación en bonos del sector público ha aumentado sustancialmente en años recientes, como resultado de los esfuerzos gubernamentales para facilitar el surgimiento de una curva de rendimiento, pero permanece por debajo de aquella de otros países.³⁸ La liquidez en bonos hipotecarios es muy limitada y prácticamente no existe un mercado secundario para los bonos corporativos. El mercado de acciones es extremadamente ilíquido, a pesar de su gran capitalización. En segundo lugar, el acceso al mercado chileno está bastante segmentado y tiene una diversificación limitada del riesgo de crédito. En particular, el conjunto de firmas que puede acceder a los mercados de capitales locales a través de emisiones de deuda o acciones es bastante limitado. La emisión de bonos está concentrada en las firmas más grandes y la mayoría de las emisiones corresponden a emisores altamente calificados (en la categoría de calificación AAA a la A). De hecho, no existe actualmente un mercado activo de bonos de alta calificación en Chile.

Aunque la baja liquidez es en cierta medida el resultado de brechas en la infraestructura del mercado, los factores estructurales juegan un papel importante.³⁹ La iliquidez es en parte un reflejo de la concentración en la oferta y en la demanda. Por el lado de la oferta, la concentración en la propiedad de las firmas resulta en un bajo grado de libre flotación de acciones (o un volumen de acciones disponibles para ser transadas).⁴⁰ Los accionistas en control poseen alrededor del 70% de las acciones de las 60 firmas más negociadas y el nivel de concentración es aún más alto entre compañías que son negociadas menos activamente.⁴¹ El volumen real de acciones disponibles para ser transadas de algunas de las firmas más grandes se ha estimado entre el 7%

38 En 2002 las autoridades chilenas iniciaron una estrategia para normalizar la curva de rendimiento desarrollando liquidez en títulos valores del gobierno en vencimientos de referencia clave (2, 5, 10 y 20 años). Este proceso ha tenido bastante éxito, a medida que los bancos han empezado a negociar sistemáticamente estos títulos valores, especialmente aquellos con vencimientos de 2 y 5 años.

39 Véase en Glaessner (2003) una discusión más detallada.

40 “Libre flotación” puede definirse como el porcentaje de las acciones de una compañía que están disponibles para compra en el mercado. Excluye la participación de accionistas en control, gerencia de la compañía, gobierno y socios estratégicos.

41 Cabe aclarar que los grupos de negocios y los conglomerados son la estructura corporativa predominante en Chile, en donde alrededor del 70% de las compañías no financieras registradas en bolsa pertenecen a uno entre cerca de 50 conglomerados.

y el 16%. Por el lado de la demanda, la gran mayoría de fondos invertibles se canaliza principalmente a través de los fondos de pensión y las compañías de seguros de vida, que tienden a seguir estrategias de “comprar y mantener”. Puesto que los fondos de pensión han crecido, logrando una posición dominante en los mercados de capitales domésticos, estas estrategias se han institucionalizado, puesto que las grandes ventas en bloque pueden tener un impacto negativo sobre los precios. Adicionalmente, como fue mencionado, ha ocurrido una migración significativa de emisiones y de volumen negociado al exterior, lo cual ha afectado adversamente la liquidez en el mercado de acciones doméstico (véase en el capítulo 3 alguna evidencia sobre esto). En 2000, cerca del 50% de la actividad total de negociación (medida por valor negociado) de las acciones chilenas tuvo lugar en las bolsas de valores de E.U.

La falta de amplitud en términos de emisores de deuda y de acciones también se explica por factores especiales de oferta y demanda. Por el lado de la oferta, sólo unas pocas firmas y emisiones cumplen los umbrales de tamaño mínimo requeridos para lograr una liquidez adecuada. La concentración del control obstaculiza el deseo de hacer pública la compañía ya que esto supone una dilución del mismo. Además, las firmas grandes y solventes pueden conseguir capital en los mercados internacionales, en muchos casos en mejores términos que en el mercado local, reduciendo la oferta de títulos valores domésticos. Por el lado de la demanda, los fondos obligatorios de pensiones están sujetos a regulaciones de inversión, particularmente regulaciones sobre calificación crediticia, que limitan su capacidad para invertir en emisores de menor calificación. También, el marco global regulatorio y de supervisión y los costos en términos de reputación asociados con la incursión de pérdidas pueden haber inducido a los gerentes de los fondos a evitar inversiones más arriesgadas, concentrándose en las firmas grandes y mas conocidas.

México. El desarrollo de los mercados de capitales en México en años recientes, especialmente sus mercados de renta fija, puede ser considerado como una historia de éxito en muchos aspectos. Después de la crisis de 1994-95 el gobierno adoptó diversas medidas para desarrollar el mercado local de bonos, incluyendo reformas macroeconómicas y estructurales y la introducción de una clara estrategia de manejo de deuda, que ha demostrado ser bastante efectiva.⁴² El gobierno

42 Véase en Jeanneau y Pérez Verdia (2005) una descripción detallada de las iniciativas adoptadas por el gobierno mexicano para fomentar el desarrollo del mercado de bonos doméstico.

reformó el mercado primario para la deuda del sector público abriendo gradualmente subastas de instrumentos gubernamentales a un rango más amplio de inversores e introdujo un esquema de creación de mercado para la deuda gubernamental con el fin de aumentar la liquidez del mercado secundario. La capacidad de pronóstico y la transparencia en el manejo de deuda han aumentado mediante el anuncio de estrategias anuales de manejo de deuda y utilizando calendarios trimestrales de subastas que especifican las emisiones particulares que serán subastadas cada semana. Todos estos esfuerzos, junto con un entorno macroeconómico más estable, han permitido al gobierno aumentar la emisión en el mercado doméstico, reduciendo así su dependencia de la financiación extranjera. Desde 2001 todo el déficit fiscal ha sido financiado en el mercado local. En 2004 el endeudamiento doméstico se utilizó para repagar deuda externa por valor de US\$1,8 mil millones. Esto ha resultado en un aumento significativo en el monto vigente de los bonos del gobierno domésticos, del 8% del PIB en 1994 a más del 22% en 2004.⁴³ El gobierno mexicano también ha podido ampliar exitosamente los vencimientos del mercado doméstico, emitiendo bonos de tasa fija a 3, 5, 10 y 20 años. Esto ha ayudado a desarrollar una curva de rendimiento de referencia, que ha abierto una fuente significativa de financiación de largo plazo para el sector privado.

El crecimiento del mercado de capitales ha sido también fomentado por la reforma pensional de 1997, que creó una base de inversores institucionales de rápido crecimiento y la reforma al sector financiero de 2001 que, entre otras cosas, eliminó obstáculos e inconsistencias legales, aumentó la protección a los accionistas minoritarios y otorgó poderes de inspección y exigibilidad más fuertes a la entidad reguladora de títulos valores (la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, CNBV). Esta reforma también incluyó enmiendas a la ley de fondos mutuos, permitiendo el desarrollo de una amplia variedad de vehículos de inversión colectivos y que los fondos ofrecieran estructuras diferentes de honorarios y comisiones a las diversas clases de inversores. Históricamente, las prácticas mexicanas de gobierno corporativo han presentado graves limitaciones en las áreas de conflictos de interés, responsabilidades de los directores y derechos de los accionistas, lo cual condujo a la percepción de una extensa actividad de uso de informa-

43 Estos datos no incluyen bonos emitidos por la agencia de seguros de depósito (Instituto para la Protección al Ahorro Bancario, IPAB), que asciende a cerca del 4% del PIB. El IPAB ha estado emitiendo bonos de tasa flotante con garantías gubernamentales para financiar sus operaciones y los costos de la crisis bancaria de 1994-95.

ción privilegiada.⁴⁴ La reforma de 2001 consideró muchos de estos temas, mejorando la protección a los accionistas minoritarios reduciendo la propiedad requerida para nombrar un revisor fiscal al 10% y permitiendo a los accionistas privados con un 15% de patrimonio presentar demandas derivadas, independientemente de los derechos de votación. Las acciones sin voto fueron limitadas a un máximo del 25% de las acciones públicas disponibles para ser transadas de una compañía y a las firmas que ya excedieran este límite les sería dado un marco de tiempo limitado durante el cual deberían intercambiar las acciones sin voto.⁴⁵ Reformas legislativas adicionales para mejorar la protección del inversionista fueron implementadas en 2005, incluyendo el requisito de que las firmas establecieran comités de gobierno corporativo y de auditoría independientes, permitiendo que los accionistas minoritarios nombren a miembros de la junta con sólo el 10% de los votos y obligando a las firmas a informar a los inversores cuando ellos hicieran caso omiso del consejo independiente de la junta.

El mercado local de bonos corporativos, aunque aún es relativamente pequeño, ha experimentado un crecimiento significativo en los últimos años. La emisión de deuda corporativa denominada en pesos alcanzó cerca de US\$12 mil millones en 2004, desde sólo US\$593 millones en 1999. Este crecimiento se ha visto acompañado por una ampliación de los vencimientos; hay un número creciente de compañías que emiten deuda de tasa fija en pesos con vencimientos de más de tres años. El rápido desarrollo del mercado de bonos corporativos ha sido fomentado no solamente por los esfuerzos del gobierno para establecer una curva de rendimiento de referencia y una reforma pensional que creó una demanda estable por estos títulos valores (cerca del 20% de los portafolios de los fondos de pensión se invierten en bonos corporativos), sino también por la creación de nuevos instrumentos de deuda (FMI, 2005). Las leyes de títulos valores de 2001 introdujeron un nuevo instrumento (Certificados Bursátiles, CB) que combina las características atractivas de los instrumentos ya disponibles en el mercado (bonos y documentos de deuda de mediano plazo) con el fin de acomodar las necesidades de emisores e inversores.⁴⁶ Los CB ofrecen

44 Véase en Banco Mundial (2003c) una evaluación de las prácticas de gobierno corporativo en México y Capaul (2003) para una comparación del gobierno corporativo en México con otros países de América Latina.

45 Véase en Martínez y Werner (2002a) un recuento más detallado de las reformas al sector financiero de 2001.

46 Los documentos de deuda (*debentures*) ofrecen una protección significativa al inversor en caso de *default*, pero su emisión es muy costosa. Por otra parte, los

la velocidad y la facilidad de emisión de los bonos de mediano plazo, más los programas flexibles de amortización y los convenios de los títulos valores, y se han convertido en el instrumento dominante en el mercado, representando más del 90% de la emisión total de deuda corporativa en 2004.

Las operaciones de productos estructurados en el mercado local, que solían ser extremadamente raras, han experimentado un crecimiento significativo en años recientes. Las compañías mexicanas con ingresos denominados en dólares generalmente han aprovechado los mercados internacionales a través de operaciones estructuradas entre países, particularmente la titularización de exportaciones por cobrar. Este tipo de operación les permite exceder la calificación en moneda extranjera del país y, por consiguiente, acceder al capital extranjero en mejores términos. Sin embargo, en años recientes, las transacciones de productos estructurados entre países han disminuido, debido a que las mejoras en las condiciones financieras internacionales y el logro de la condición de grado de inversión por parte del gobierno mexicano han permitido que las firmas aprovechen cada vez más los mercados de bonos directamente.⁴⁷ El desarrollo del mercado doméstico de renta fija también ha ofrecido una fuente de financiación alternativa. El mercado local de productos estructurados ha experimentado un fuerte crecimiento en años recientes, y México se ha convertido en el mercado más grande en América Latina para este tipo de transacción, representando más del 40% de la emisión doméstica total en la región en 2005 (véase gráfico 2.19). El volumen de transacciones ha aumentado de sólo US\$65 millones en 2000 a US\$4,9 mil millones en 2005, concentrando la mayor parte de la actividad en cuentas titularizadas por cobrar, carreteras de peaje y el sector hipotecario y de construcción de vivienda. Diversas reformas al sistema financiero para la vivienda, dominado por el sector público, han generado un rápido crecimiento en

bonos a mediano plazo son fáciles de emitir pero ofrecen poca protección al inversionista. Además, los bonos de mediano plazo están restringidos a vencimientos entre uno y siete años y sólo pueden ser repagados al vencimiento (pago *bullet*). Los documentos de deuda (*debentures*), sin embargo, no tienen vencimientos máximos ni mínimos y su programa de amortización es bastante flexible.

47 Un importante desarrollo reciente en transacciones de productos estructurados entre paísespaíses ha sido la creación de transacciones respaldadas por activos en moneda local. De hecho, el total de las tres transacciones entre paísespaíses realizadas durante 2005, que representaron un total de US\$310 millones, fueron titularizaciones de préstamos hipotecarios a largo plazo para construcción residencial. Los descalces cambiarios en estas transacciones fueron mitigados a través de swaps de moneda.

las transacciones relacionadas con bienes raíces.⁴⁸ En 2001 el gobierno creó la Sociedad Hipotecaria Federal (SHF), un banco de desarrollo de vivienda que proporciona financiación de segundo nivel para los bancos y las firmas financieras no bancarias (Sociedades Financieras de Objeto Limitado, o Sofoles) y también ha obligado a desarrollar el mercado hipotecario secundario.⁴⁹ SHF ha jugado un papel importante en el crecimiento de los títulos valores respaldados con hipotecas de vivienda, proporcionando seguro hipotecario y garantías de crédito parcial y ayudando a estandarizar la originación hipotecaria. El desarrollo del mercado MBS también ha sido fomentado por la titularización de hipotecas originadas por Infonavit (Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores), la agencia de viviendas de bajos ingresos en México.⁵⁰ Aparte del mercado MBS, también hay un mercado activo para la titularización de préstamos a los constructores.

Los mercados de derivados también han experimentado un crecimiento importante en años recientes. Los instrumentos de cobertura contra riesgo cambiario, como los futuros y *forwards* de moneda, son cada vez más populares luego del cambio a un régimen de tasa de cambio flexible. El mercado de derivados más grande de México es el mercado extrabursátil. Los instrumentos más negociados en este mercado son las opciones y los *forwards* de moneda, los *swaps* entre monedas y los *swaps* de tasa de interés en pesos. El monto notional vigente en el mercado extrabursátil llegó a US\$530 mil millones al final del año 2005. Como se mencionó anteriormente, existe también un mercado activo para los derivados de tasa de interés en la Bolsa de Derivados Mexicana (MexDer).⁵¹ Los derivados de tasa de interés han sido po-

48 El mercado hipotecario en México está dominado por agencias públicas. En 2004, Infonavit, la agencia de vivienda pública más grande proporcionó cerca del 60% de todas las hipotecas, mientras que la Sociedad Hipotecaria Federal proporcionó fondos para un 12% adicional.

49 La Sociedad Hipotecaria Federal fue creada para manejar FOVI (Fondo de Operación y Financiamiento Bancario a la Vivienda), un fondo del gobierno federal previamente manejado por el banco central. Los préstamos SHF de segundo nivel a los originadores de hipotecas privadas terminarán por ley en 2009, cuando su misión sea restringida a proporcionar productos de garantía.

50 Infonavit fue creado en 1972 para financiar viviendas de bajos ingresos. Los fondos se obtuvieron de contribuciones de empleadores del sector privado del 5% de los sueldos brutos de sus empleados. A partir de la reforma pensional, Infonavit ha sido integrado al sistema de pensión. Los fondos se acumulan en cuentas individuales y tienen un retorno garantizado mínimo.

51 MexDer ofrece futuros sobre acciones, índices de acciones y monedas extranjeras, al igual que opciones sobre acciones, índices de acciones y fondos transados en bolsa. Sin embargo, la mayoría de la negociación en MexDer corres-

pulares para la cobertura de riesgos tomados en los mercados de *forwards*. Algunos bancos también utilizan estos instrumentos para cumplir con las regulaciones que requieren un equilibrio entre pasivos y activos de corto plazo. La actividad en MexDer creció rápidamente entre 2001 y 2004, pero experimentó una fuerte reducción (el monto vigente notional cayó más del 50%) en 2005 cuando uno de los principales originadores de actividad del mercado desplazó sus operaciones fuera del país.

El mercado de acciones de México es el segundo más grande en la región por tamaño absoluto, después del mercado brasileño, pero la capitalización de mercado representa solamente el 25% del PIB. El mercado ha atraído un interés significativo entre los inversores extranjeros, especialmente de E.U., quienes, a marzo de 2005, poseían más de la mitad del mercado desde tan sólo el 19% en 1996. La participación del inversor extranjero también ha resultado en una migración significativa de las firmas mexicanas a los mercados internacionales, y cerca del 50% de las firmas registradas en el mercado local se han registrado en el exterior o han obtenido capital accionario en los mercados internacionales. Esta migración, junto con la escasez de nuevas emisiones accionarias, ha resultado en una reducción de las firmas registradas domésticamente de 199 en 1990 a 152 en 2004.⁵²

A pesar de su crecimiento significativo en años recientes, los mercados de títulos valores en México están aún relativamente subdesarrollados y presentan muchas de las limitaciones de los mercados de capitales a lo largo de la región. El acceso al mercado se limita a unos pocos emisores de alto grado y la liquidez del mercado secundario es limitada. Los inversores institucionales, notoriamente los fondos de pensión, dominan el lado de la demanda y sus tenencias se concentran en deuda gubernamental.⁵³

ponde a futuros de tasa de interés, en particular contratos sobre la tasa de interés de equilibrio interbancaria a 28 días (TIE).

52 El mercado ha atraído sólo unos pocos nuevos registros en bolsa. En años recientes, han habido menos de 10 ofertas públicas iniciales entre 1998 y 2004.

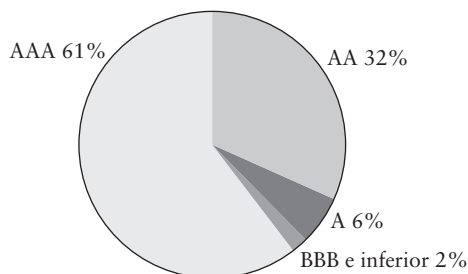
53 Las regulaciones de inversión exigen que los fondos de pensión inviertan al menos el 51% de sus activos en títulos valores indexados por inflación. Hasta diciembre de 2001 sólo los títulos valores del gobierno y del banco central eran elegibles para inversión bajo esta regla, creando un piso de inversión para los títulos valores gubernamentales. Sin embargo, las tenencias en los fondos de pensión de deuda gubernamental han excedido significativamente este piso, llegando a alrededor del 80% del total de activos a finales de 2005.

54 Véase en Banco Mundial (2002a) una descripción detallada de los asuntos que afectan la liquidez en los mercados mexicanos de títulos valores.

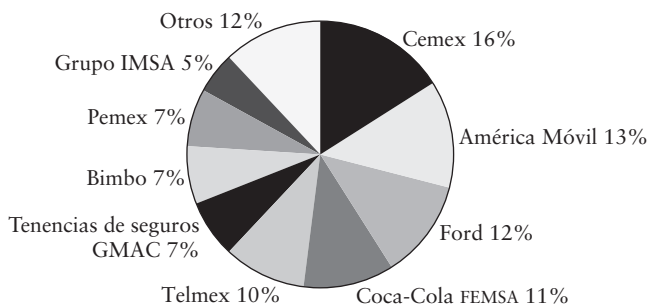
Los fondos de pensión enfrentan estrictas restricciones de calificación, siéndoles permitido invertir únicamente en instrumentos de deuda calificados como AA o superiores. Esto ha conducido a una alta concentración de las emisiones en bonos y emisores de alta calificación, con más del 90% de la emisión total de bonos corporativos en el período 2001-03 en el rango de calificación AA a AAA (gráfico 2.24). El conjunto de firmas que pueden acceder a los mercados de capitales locales a través de emisiones de deuda o de acciones es bastante limitado. Por ejemplo, sólo nueve firmas representaban cerca del 90% del monto total en circulación de bonos corporativos en el mercado doméstico a octubre de 2003. En el mercado de acciones, sólo diez firmas representaron cerca del 70% del valor negociado durante 2004.

Gráfico 2.24 Concentración del mercado de bonos corporativos en México

a. Monto acumulado de bonos corporativos emitidos en el mercado local, por calificación del crédito, 2001-03



b. Monto vigente de los bonos corporativos en el mercado local, por emisor, octubre de 2003



Fuentes: Bolsa Mexicana de Valores; JPMorgan; Zervos (2004).

Aunque ha habido algún progreso en años recientes, la liquidez se mantiene bastante baja en la mayoría de los mercados de títulos valores.⁵⁴ La actividad en el mercado de bonos del sector público ha aumentado, principalmente como resultado de la introducción de agentes primarios que tienen la obligación de hacer ofertas-demandas continuas, pero el desarrollo del mercado es aún reducido y la liquidez permanece concentrada en títulos valores de corto plazo. La mayor parte de la negociación de deuda gubernamental se realiza a través del mercado de *repos*, siendo el volumen negociado en este mercado cerca de dos veces y media el volumen negociado en el mercado subyacente de deuda gubernamental. El mercado de bonos del sector privado permanece ilíquido y se caracteriza por una alta fragmentación, la cual, al diluir mucho la liquidez, amplifica la volatilidad de los precios. A pesar de la participación significativa de los inversores extranjeros, la negociación en el mercado de acciones local permanece baja, llegando a sólo 6,3% del PIB durante 2004. La iliquidez del mercado de acciones es agravada por una alta concentración y fragmentación. La propiedad de las compañías registradas en bolsa está altamente concentrada y tiene un volumen limitado de acciones disponibles para ser transadas.⁵⁵ Las firmas registradas en bolsa emiten muchos tipos diferentes de acciones no fungibles para evitar que el control corporativo se diluya, creando así una alta fragmentación de los títulos valores y aumentando la iliquidez.⁵⁶ Como se mencionó anteriormente, ha habido una migración significativa de emisores y de negociación hacia el

55 La Porta *et al.* (1998) analizan la concentración de accionistas en las mayores 10 firmas privadas no financieras en 49 países y encuentran que México tiene la segunda más alta concentración de todos los países encuestados (después de Grecia), donde los primeros tres accionistas tienen el 64% de la propiedad en promedio. Con respecto al monto de acciones disponibles para ser transadas, aunque hay muchas dificultades en estimarlo en forma precisa, los funcionarios gubernamentales creen que éste se encuentra dentro del 12% y el 15% (Banco Mundial, 2003c).

56 En 1989 se implementaron cambios regulatorios para promover la inversión extranjera sin perder el control en favor de los inversores extranjeros, lo cual condujo a la creación de estructuras dobles de tenencia de acciones. En el mercado de acciones mexicano hay actualmente diversas clases de acciones: las acciones "A" tienen pleno derecho a voto y están reservadas para los inversores mexicanos; las acciones "B" tienen pleno derecho a voto y son de propiedad abierta; y las acciones "O" son acciones de instituciones financieras con propiedad abierta y pleno derecho a voto. De acuerdo con Martínez y Werner (2002a), las acciones con derecho a voto restringido representan alrededor del 40% del valor de mercado y el 45% de la negociación en el mercado de acciones mexicano.

exterior, lo cual ha también reducido la actividad del mercado doméstico. Las transacciones en el exterior de acciones registradas en bolsas mexicanas, en su mayoría a través de ADR, representaron más de dos tercios del valor total negociado durante 2005.

Participación en los mercados de capitales internacionales

Tal como ya fue descrito en la sección acerca del contexto global en este capítulo, la globalización se ha profundizado durante las últimas décadas con mayores flujos de capital entre países, vínculos más fuertes entre los mercados financieros y mayor presencia comercial de las firmas financieras extranjeras alrededor del mundo. Un elemento importante de esta tendencia de globalización ha sido la internacionalización de los servicios financieros, es decir el uso de intermediarios financieros internacionales por parte de los inversores y emisores locales. Muchas firmas de mercados emergentes registran ahora sus acciones en los mercados globales. Como parte de este proceso de globalización, los *Depositary Receipts*, DR se han convertido en instrumentos cada vez más populares.⁵⁷ La negociación en DR en las bolsas de valores de E.U. se ha expandido de US\$75 mil millones en 1990 a US\$1.000 millones en 2005 y actualmente hay más de 1.900 programas de ADR, emitidos por firmas de 73 países, comparado con 352 programas en 1990. Los mercados de bonos internacionales también han crecido en forma significativa, desde un monto total en circulación de US\$1,6 mil millones en 1990 a US\$14 mil millones en 2004. La participación de los países en desarrollo en estos mercados ha aumentado exponencialmente en los 15 últimos años, desde un monto total en circulación de US\$100,3 mil millones en 1990 a US\$801,9 mil millones en 2004.

57 Hay diferentes maneras de “registrar” las acciones domésticas en los mercados financieros internacionales. Una de ellas es registrar en forma “cruzada” la acción en otra bolsa de valores. Las compañías europeas tienden a utilizar este método de internacionalización con mayor frecuencia. Una forma muy popular de internacionalización entre las firmas de mercados emergentes ha sido a través de los American depositary receipts (ADR) o Global Depositary Receipts (GDR). Estos son instrumentos derivados denominados en moneda extranjera, emitidos por bancos internacionales, como el Banco de Nueva York o Citibank, que representan títulos valores domésticos en poder de un custodio local. Estos programas varían su tamaño de acuerdo a la demanda, puesto que la emisión de los DR y la reconversión hacia las acciones subyacentes sólo conlleva un pequeño costo de transacción (*véase* Levy Yeyati, Schmukler y van Horen, 2006).

Las firmas y los gobiernos latinoamericanos han participado activamente en los mercados internacionales de acciones y bonos. Esta participación ha sido significativa no sólo en términos del PIB, sino también en relación con la actividad doméstica de los mercados de bonos y acciones. De hecho, para muchos países, la negociación de acciones, la obtención de capital accionario y la emisión de bonos en los mercados internacionales es más alta que la actividad del mercado doméstico de títulos valores. Además, el grado de internacionalización de los mercados latinoamericanos de títulos valores excede en la mayoría de los casos aquel de los países desarrollados y de Asia oriental.⁵⁸

La participación de las firmas latinoamericanas en los mercados internacionales de acciones generalmente ha tomado la forma de registros cruzados en el mercado de E.U. a través de ADR. La Compañía de Teléfonos de Chile (CTC), la compañía nacional de telecomunicaciones, fue la primera gran firma latinoamericana en registrar cruzadamente sus acciones en la Bolsa de Valores de Nueva York en julio de 1990. Esto fue seguido por una privatización exitosa de Teléfonos de México (Telmex) a través de una oferta pública que incluía un tramo ADR en mayo de 1991. La respuesta del inversor a estas ofertas demostró la existencia de una demanda significativa por acciones latinoamericanas en mercados extranjeros, animando a la mayoría de las grandes firmas en la región a buscar un registro cruzado en el mercado de E.U.⁵⁹ Las firmas latinoamericanas representaban más del 20% del valor total negociado en el mercado ADR en 2005 y algunas firmas regionales, como America Movil (México), Petrobras (Brasil) y CVRD (Brasil), se encuentran dentro de las negociadas más activamente, excediendo su valor transado los US\$20 mil millones.

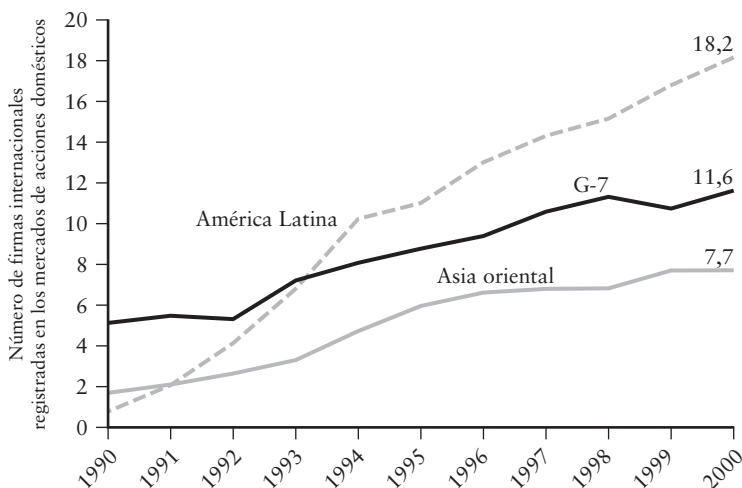
La actividad de las firmas latinoamericanas en los mercados de capitales internacionales ha crecido exponencialmente desde principios de la década de 1990. El número de firmas con actividad internacional aumentó de sólo 11 firmas en 1990 a 249 en 2000, representando el 18,2% de las firmas totales registradas en los mercados de acciones

58 En la forma antes mencionada, las comparaciones sobre el grado de internacionalización están basadas en medidas como emisión internacional y actividad de negociación de las firmas locales. No analizamos si quienes participan en los mercados domésticos e internacionales son los inversores domésticos o internacionales. De hecho, la actividad extranjera podría ser fácilmente inducida por los inversores domésticos. Estas consideraciones quedan para futuras investigaciones.

59 Cabe aclarar que los inversores en títulos valores de América Latina en los mercados extranjeros incluyen no solamente los inversores extranjeros sino también los residentes que tienen ahorros en el exterior.

domésticos (véase gráfico 2.25).⁶⁰ La capitalización de mercado de firmas con actividad internacional aumentó desde un promedio de 0,7% del PIB en 1990 a 12,9% en 2000 (véase gráfico 2.26). El volumen negociado de las firmas latinoamericanas en el mercado internacional ha crecido de menos del 0,1% del PIB en 1990 a 5,4% en 1996 y 5,7% en 2000 (véase gráfico 2.26). El capital obtenido en el exterior tam-

Gráfico 2.25 Internacionalización de los mercados de acciones en regiones seleccionadas, 1990-2000

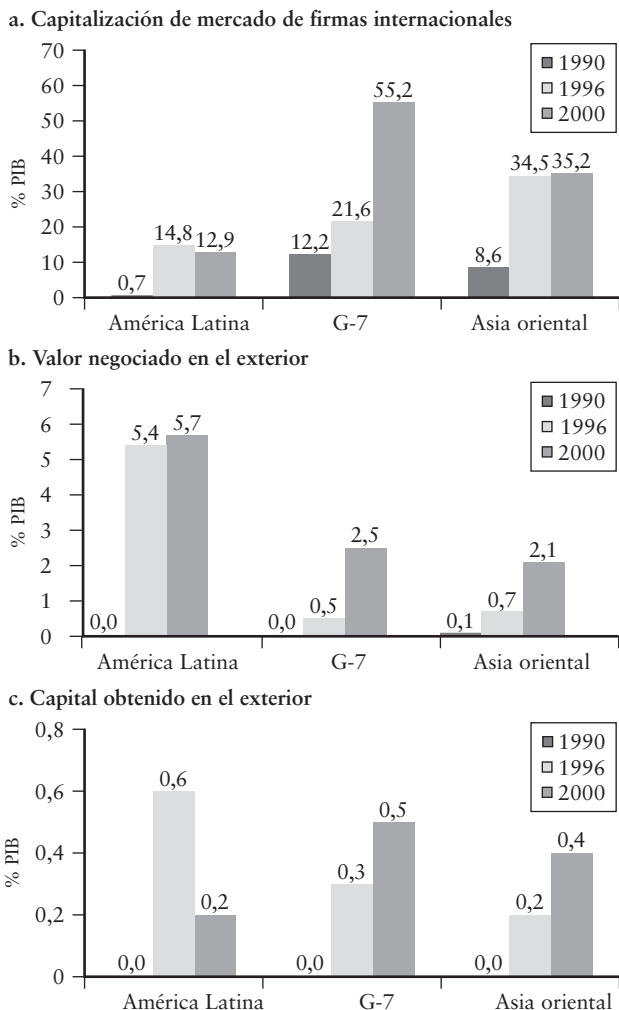


Fuentes: Banco de Nueva York; Euromoney; LSE; Nasdaq; NYSE; Base de datos de mercados emergentes de S&P; Federación Mundial de Bolsas de Valores.

Nota: G-7 es el promedio de Canadá, Francia, Alemania, Italia y Japón. El Reino Unido y Estados Unidos no están incluidos porque son considerados centros financieros internacionales. Asia oriental es el promedio de Hong Kong (China), Indonesia, República de Corea, Malasia, Filipinas, Taiwán (China) y Tailandia. América Latina es el promedio de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y República Bolivariana de Venezuela. Las firmas internacionales son aquellas que han tenido al menos un programa activo de DR en cualquier momento del año, que han obtenido capital en los mercados internacionales en el año actual o en años anteriores, o que están registradas en la Bolsa de Valores de Londres, de Nueva York o el Nasdaq.

60 Las compañías con actividad internacional son aquellas que han tenido al menos un programa activo de DR en cualquier momento del año, que han obtenido capital en los mercados internacionales en el año actual o en años anteriores, o que están registradas en la Bolsa de Valores de Londres, de Nueva York o el Nasdaq.

Gráfico 2.26 Internacionalización de los mercados de acciones relativa al PIB, años seleccionados



Fuentes: Banco de Nueva York; Bloomberg; Euromoney; LSE; Nasdaq; NYSE; Worldscope; Banco Mundial.

Nota: G-7 es el promedio de Canadá, Francia, Alemania, Italia y Japón. El Reino Unido y Estados Unidos no están incluidos porque son considerados centros financieros internacionales. Asia oriental es el promedio de Hong Kong (China), Indonesia, República de Corea, Malasia, Filipinas, Taiwán (China) y Tailandia. América Latina es el promedio de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y República Bolivariana de Venezuela. Las firmas internacionales son aquellas que han tenido al menos un programa activo de DR en cualquier momento del año, que han obtenido capital en los mercados internacionales en el año actual o en años anteriores, o que están registradas en la Bolsa de Valores de Londres, de Nueva York o el Nasdaq.

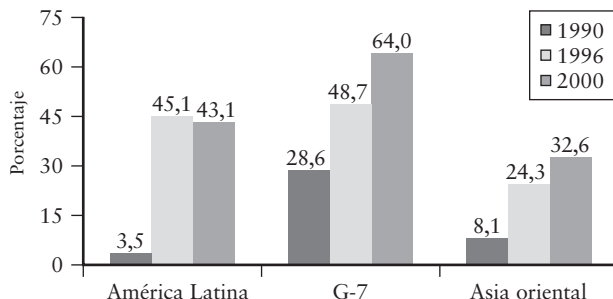
bién ha aumentado significativamente aunque éste ha sido menos estable y la financiación externa generalmente se ha secado en períodos de crisis. En términos del PIB, el capital obtenido en los mercados extranjeros aumentó de menos del 0,1% en 1990 a 0,6% en 1996, disminuyendo a 0,2% en 2000 (*véase* gráfico 2.26).

La participación de las firmas latinoamericanas en los mercados accionarios internacionales ha sido significativa comparada con aquella de firmas de otras regiones. Tal como indica el gráfico 2.25, la participación de las firmas registradas en bolsa con actividades internacionales es significativamente más alta en América Latina que en los países en desarrollo y Asia oriental. Sin embargo, la capitalización de mercado de las firmas internacionales como porcentaje del PIB es más baja en América Latina que en otras regiones (*véase* gráfico 2.26). Esto se explica por el hecho de que la capitalización global del mercado accionario en términos de PIB es significativamente más baja en América Latina, como se describe en la sección 4. El volumen negociado de acciones de las firmas latinoamericanas en los mercados internacionales es significativamente más alta en términos de PIB que aquella de firmas de otras regiones, situándose en el 5,7% en 2000, comparado con 2,5% para los países en desarrollo y 2,1% para Asia oriental (*véase* gráfico 2.26).

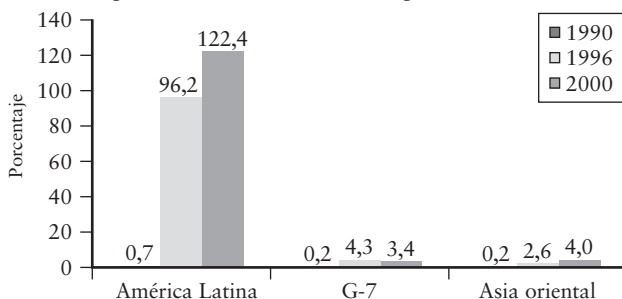
Para muchos países en la región, el volumen negociado internacionalmente y la obtención de capital son significativamente más altas que la actividad del mercado doméstico. El gráfico 2.27 muestra la actividad internacional relativa a la doméstica. La capitalización de mercado de firmas internacionales como porcentaje de la capitalización doméstica en América Latina ha aumentado de 3,5% en 1990 a 43,1% en 2000 y es más alta que aquella de los países de Asia oriental. El volumen negociado en los mercados internacionales de acciones en 2000 excedió el doméstico en más del 20%. El alto grado de actividad internacional en América Latina se contrasta con el de los países en desarrollo y de Asia oriental, donde el volumen negociado en los mercados internacionales es casi insignificante relativo a la actividad doméstica, situándose en 3,4% en los países desarrollados y 4,0% en Asia oriental en 2000. El capital accionario obtenido en el exterior también ha adquirido gran importancia en los países de América Latina, llegando al 91,9% del capital obtenido domésticamente en 2000, comparado con 32,5 y 17,1% en los países desarrollados y de Asia oriental, respectivamente. Sin embargo, es necesario considerar que la obtención de capital en el exterior depende en gran medida de las condiciones internacionales del mercado y ha desaparecido casi completamente durante períodos de crisis, situándose en sólo 6% del capital doméstico obtenido en 1995 y menos del 2% en 1998.

Gráfico 2.27 Internacionalización de mercados de acciones relativa a la actividad doméstica. Años seleccionados

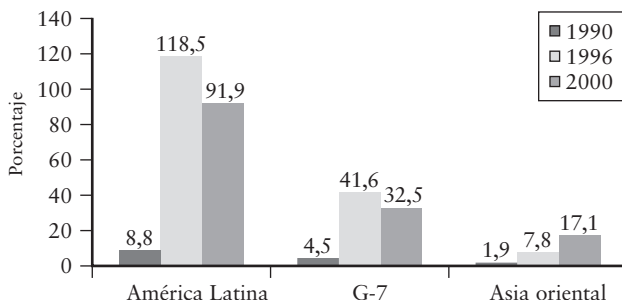
a. Capitalización de mercado de firmas internacionales/Capitalización de mercado total



b. Valor negociado en el exterior /Valor negociado internamente



c. Capital obtenido en el exterior /Capital obtenido internamente



Fuentes: Banco de Nueva York; Bloomberg; Euromoney; LSE; Nasdaq; NYSE; Federación Mundial de Bolsas de Valores; Worldscope; Banco Mundial.

Nota: G-7 es el promedio de Canadá, Francia, Alemania, Italia y Japón. El Reino Unido y Estados Unidos no están incluidos porque son considerados centros financieros internacionales. Asia oriental es el promedio de Hong Kong (China), Indonesia, República de Corea, Malasia, Filipinas, Taiwán (China) y Tailandia. América Latina es el promedio de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y República Bolivariana de Venezuela. Las firmas internacionales son aquellas que han tenido al menos un programa activo de DR en cualquier momento del año, que han obtenido capital en los mercados internacionales en el año actual o en años anteriores, o que están registradas en la Bolsa de Valores de Londres, de Nueva York o el Nasdaq.

Como se mencionó anteriormente, la internacionalización creciente de los mercados accionarios latinoamericanos ha estado asociada con una reducción en el número de registros y actividad del mercado de acciones doméstico, planteando preguntas significativas relacionadas con la sostenibilidad de los mercados locales.⁶¹ La internacionalización puede afectar el desarrollo doméstico del mercado de acciones adversamente a medida que una participación importante de la capitalización de mercado y del volumen negociado migra al exterior, reduciendo la liquidez de las compañías restantes y la capacidad de obtener nuevos fondos.⁶² La internacionalización en gran escala puede, por tanto, hacer más difícil sostener mercados de acciones locales completos. Esto podría aumentar la segmentación, puesto que firmas más grandes y conocidas pueden ser capaces de acceder a los mercados internacionales, pero las firmas de tamaño mediano podrían no ser capaces de salir al exterior.⁶³ Si la internacionalización afecta adversamente los mercados de acciones domésticos, estas firmas podrían ver reducido su acceso al capital a medida que los mercados domésticos se encogen.

Los gobiernos y las firmas latinoamericanas también han participado muy activamente en los mercados de bonos internacionales, con aumentos en el monto total de bonos internacionales en circulación de la región de US\$61,5 mil millones en 1990 a cerca de US\$359,1 mil millones en 2004. Cerca del 71% del monto en circulación corresponde a bonos del gobierno. En términos del PIB, el monto promedio en circulación de bonos del sector público provenientes de países de América Latina en los mercados internacionales ha aumentado significativamente, desde el 10% en 1994 hasta el 18,1% en 2004 (*véase* gráfico 2.28). Los bonos del sector privado en los mercados internacionales

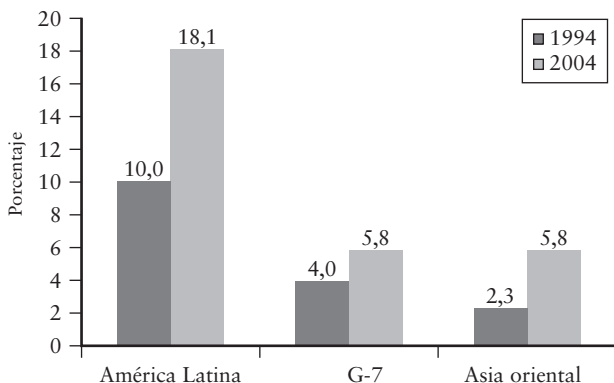
61 Diversas publicaciones han expresado preocupación acerca de mercados que resultan ilíquidos (por ejemplo, Bovespa 1996; *Financial Times* 1998; *Latin Finance* 1999; *The Economist* 2000; y la Federation des Bourses de Valeurs 2000).

62 *Véase* un análisis del impacto de la internacionalización sobre los mercados de acciones domésticos, en Moel (2001) y Levine y Schmukler (2006, próximo a publicarse).

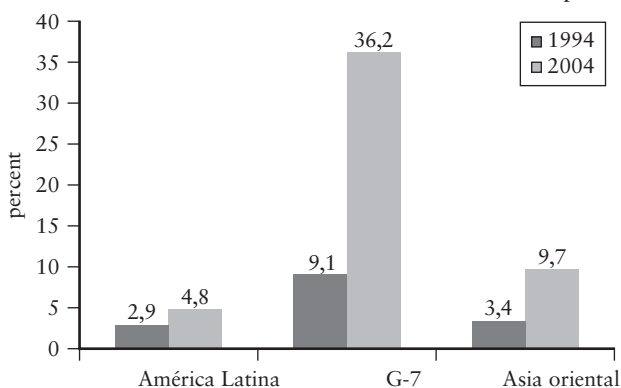
63 Dados los costos fijos de salir al exterior, la necesidad de cumplir con un umbral de tamaño mínimo y los costos de información para inversores, el tamaño podría ser un factor importante para determinar el acceso a los mercados de capitales internacionales. La literatura empírica ha encontrado que las firmas más grandes, con mayores oportunidades de crecimiento y mayor proporción de ventas en el exterior, tienen mayor probabilidad de acceder a los mercados internacionales (*véase* Pagano, Roell y Zechner, 2002, y Claessens y Schmukler, 2006).

Gráfico 2.28 Internacionalización de los mercados de bonos relativa al PIB, años seleccionados

a. Monto en circulación de bonos internacionales del sector público / PIB



b. Monto en circulación de bonos internacionales del sector privado / PIB



Fuentes: BIS; Banco Mundial.

Nota: G-7 es el promedio de Canadá, Francia, Alemania, Italia y Japón. El Reino Unido y los Estados Unidos no están incluidos por ser considerados centros financieros internacionales. Asia oriental es el promedio de Indonesia, República de Corea, Malasia, Filipinas y Tailandia. América Latina es el promedio de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y República Bolivariana de Venezuela.

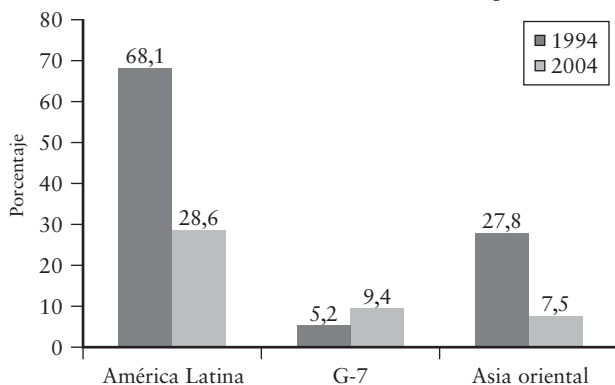
también han crecido durante este período, pero su aumento ha sido menor a aquél de los bonos gubernamentales.

El monto en circulación de los bonos gubernamentales en América Latina es significativamente más alto en términos del PIB que en otras regiones, situándose en 18,1% en 2004, comparado con 5,8% en los países del G-7 y de Asia oriental (*véase* gráfico 2.28). La tendencia de los gobiernos latinoamericanos a obtener préstamos en los mercados extranjeros podría explicarse por el hecho de que en muchos casos los préstamos extranjeros pueden ser menos costosos que los préstamos domésticos (o al menos parece ser así) y que los mercados extranjeros ofrecen vencimientos más largos (*véase* gráfico 2.17). Sin embargo, los bonos emitidos en el exterior generalmente están denominados en moneda extranjera, exponiendo a los gobiernos al riesgo cambiario, ya que los ingresos por ventas gubernamentales generalmente se relacionan con valores en moneda doméstica. El alto nivel de instrumentos de deuda gubernamental en los mercados internacionales se contrasta con el monto en circulación relativamente bajo de bonos del sector privado. Los bonos internacionales del sector privado en América Latina representaron 4,8% del PIB en 2004, comparado con 36,2 y 9,7% en los países desarrollados y de Asia oriental, respectivamente (*véase* gráfico 2.28).

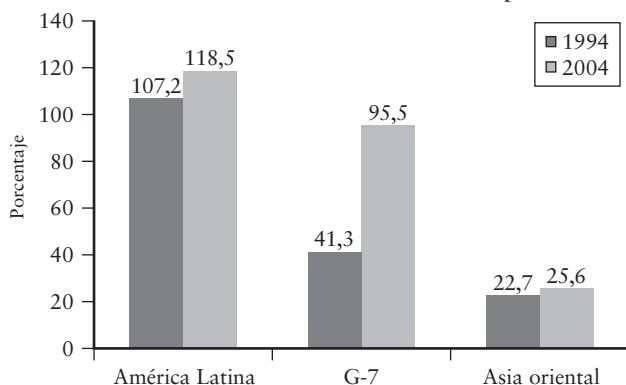
El gráfico 2.29 muestra los montos en circulación de los bonos públicos y privados en los mercados internacionales en relación con el mercado doméstico. El panel superior muestra que ha habido una disminución significativa en la razón de bonos del sector público internacionales a domésticos en América Latina. Esta observación es motivada principalmente por México (y por Brasil en un grado mucho menor), donde el mercado de bonos gubernamentales doméstico ha crecido en forma significativa en años recientes, mientras que también ha habido una reducción en el endeudamiento externo. A pesar de esta disminución, los países de América Latina aún exhiben un monto más alto de bonos gubernamentales internacionales relativo a domésticos que en otras regiones, llegando esta razón al 28,6% en 2004, comparado con 9,4% en los países desarrollados y 7,5% en Asia oriental. En forma similar, para el caso de bonos privados, América Latina muestra un grado de internacionalización más alto que los países de Asia oriental y G-7.

Gráfico 2.29 Internacionalización de los mercados de bonos relativa a la actividad doméstica, años seleccionados

a. Monto en circulación de los bonos internacionales del sector público / Monto en circulación de los bonos domésticos del sector público



b. Monto en circulación de los bonos internacionales del sector privado / Monto en circulación de los bonos domésticos del sector privado



Fuentes: BIS; Banco Mundial.

Nota: G-7 es el promedio de Canadá, Francia, Alemania, Italia y Japón. El Reino Unido y los Estados Unidos no están incluidos por ser considerados centros financieros internacionales. Asia oriental es el promedio de República de Corea, Malasia y Tailandia. América Latina es el promedio de Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México. Los datos para los bonos del gobierno domésticos excluyen Argentina debido a problemas de medición después de la devaluación de moneda y el *default*.

Conclusiones

Los mercados financieros globales sufrieron cambios significativos durante las últimas décadas. El sistema financiero global se amplió sustancialmente desde principios de la década de 1970 y experimentó su auge en particular durante los años noventa. La intermediación a través de las instituciones financieras y los mercados de títulos valores se amplió a una tasa asombrosa y el espectro de servicios e instrumentos financieros alcanzó nuevas dimensiones. América Latina no fue inmune a estos desarrollos globales y lo sucedido en los mercados de capitales domésticos fue en gran medida una reacción a las fuerzas globales vinculadas a la globalización financiera y a la innovación.

Este capítulo ha tratado de proporcionar una mejor comprensión del estado actual de desarrollo de los mercados de capitales latinoamericanos domésticos a la luz de la ola reciente de globalización financiera. Después de documentar los desarrollos en los mercados financieros internacionales y el creciente proceso de globalización, describimos la forma en la cual los países en desarrollo, y en particular América Latina, respondieron a estos cambios en todo el mundo. Los hacedores de política a lo largo de la región llevaron a cabo una agenda de reforma extensa en un esfuerzo por atraer los flujos de capital y emular el papel que los mercados de capitales han jugado en los países industrializados para el desarrollo económico.

Un análisis de la evolución de los mercados de capitales en América Latina en las últimas décadas muestra que las altas expectativas generadas por las reformas no se han cumplido. Aunque los mercados domésticos de títulos valores en la región han crecido sustancialmente desde principios de los años noventa, los desarrollos regionales han sido eclipsados por los resultados de los países industriales y de Asia oriental. Una mirada más detallada revela un panorama aún más desalentador. Los mercados de capitales latinoamericanos continúan estando dominados por los bancos y se caracterizan por las operaciones de corto plazo y por la iliquidez y, en muchos países, por un alto grado de dolarización. Aunque los mercados de bonos han alcanzado un aumento significativo en volumen, la mayoría de éste se explica por los instrumentos gubernamentales. Los mercados de bonos y de acciones del sector privado muestran un alto grado de concentración en la oferta y en la demanda y carecen de una adecuada liquidez.

Debido a que el desempeño de los mercados de capitales no puede ser entendido completamente sin tener en cuenta las tendencias recientes en la globalización financiera, analizamos también la participación de los países de América Latina (gubernamental y corporativa) en los mercados internacionales de títulos valores. Encontramos que las fir-

mas y gobiernos latinoamericanos se han unido activamente a los mercados internacionales de acciones y de bonos y que su participación ha sido muy significativa, en relación con el PIB y la actividad del mercado doméstico de títulos valores. Además, el grado de internacionalización en los mercados de capitales latinoamericanos excede en la mayoría de los casos el de los países desarrollados y de Asia oriental.

El mal estado de desarrollo de los mercados de capitales en América Latina y su alto grado de internacionalización dan lugar a diversas preguntas que son relevantes para la futura agenda de reforma. ¿Es el desarrollo de los mercados de títulos valores en los países de América Latina lo que debería ser, dadas sus características fundamentales? ¿Es el deficiente desarrollo de los mercados de títulos valores en la región consecuencia de una falta de reformas en relación con otras regiones? ¿Han tenido las reformas el impacto esperado sobre los mercados de capitales domésticos? ¿Es el alto grado de internacionalización resultado de las características fundamentales de los países de América Latina? ¿Cómo ha afectado la internacionalización a los mercados domésticos de títulos valores? Todas estas preguntas serán investigadas en detalle en el siguiente capítulo.

Anexo. Cuando la “valuación de mercado” se convierte en “valuación por modelos”

La iliquidez en los mercados de títulos valores es una limitación importante pues ésta menoscaba lo que se considera una contribución distintiva de los mercados de capitales al desarrollo financiero: la revelación continua de precios. En los mercados altamente ilíquidos, las importantes prácticas de “valuación de mercado” y de “contabilidad de valor razonable” se convierten en algo inherentemente difícil.

De hecho, es ampliamente reconocido que el valor contable es una medida muy cruda del valor económico. El precio de compra de un activo se convierte en un detalle histórico de poca importancia dada la inflación y el proceso de reajuste continuo de los precios de los activos a la luz de cambios en los valores de éstos. Por tanto, la mejor medida del valor de un activo está dada por el precio de mercado, siempre y cuando ese mercado cumpla con los estándares mínimos de liquidez y transparencia.

Por tanto la idea de valuación de mercado, es decir, el uso de precios del mercado secundario como medida de valor, se ha convertido en una práctica común. Sin embargo, para que la valuación de mercado sea el mejor estimador del valor, es esencial que existan mercados

líquidos y transparentes. Si los mercados son ilíquidos, o si los precios de mercado no se observan en forma precisa, los precios de mercado observados pueden ser malos estimadores del valor. La valuación de mercado de los activos ilíquidos constituye un auténtico desafío para las autoridades en mercados emergentes donde la iliquidez es generalizada. Para obtener un “valor razonable” en ausencia de precios frecuentemente transados, las autoridades en los mercados emergentes se ven forzadas a depender de los “agentes de precios” que producen precios utilizando diferentes métodos y modelos. Las técnicas de “valuación por modelos” se basan, dependiendo del instrumento, en matrices de precios, modelos de valuación, precios basados en fórmulas, al igual que en analogías con cotizaciones confiables de instrumentos similares. La valuación basada en modelos no está libre de problemas. Dependiendo de la disponibilidad de datos confiables y relevantes, de la importancia de los supuestos hechos y de la complejidad y subjetividad del proceso de valoración general, las inversiones ilíquidas pueden estar sujetas a diversos grados de riesgo de error en la estimación del valor.

La experiencia mexicana en el desarrollo de una metodología para la valoración de títulos valores es instructiva (Glaessner, 2003). Inicialmente las autoridades promulgaron regulaciones estableciendo la forma en la cual debía realizarse la valoración y la valuación de mercado, pero éstas no especificaron un marco bien definido. Esto resultó en confusión e incertidumbre. A modo de recurso, las autoridades establecieron un comité técnico de alto nivel que incluía especialistas del mercado, de las agencias regulatorias, del banco central y de otras agencias gubernamentales. Adicionalmente, se establecieron subcomités especiales para investigar problemas específicos, como las fuentes de información que serían utilizadas y la forma de evaluar la integridad de los precios de las transacciones. A modo de control, se facultó a la autoridad reguladora bancaria y financiera (la CNBV) para excluir ciertas transacciones con el fin de corregir la manipulación de precios.⁶⁴ Inicialmente, se aplicó un modelo de valuación a los títulos valores más líquidos y luego se amplió a títulos valores menos líquidos. Con el tiempo, este enfoque ha conducido a una convención de valoración ampliamente aceptada y al establecimiento gradual de agentes de precios privados e independientes, limitados por estrictos estándares.

64 Generalmente, la manipulación se define como una serie de transacciones diseñadas para aumentar o bajar el precio de un título valor o para dar la apariencia de negociación con el fin de inducir a otros a comprar o a vender.

Factores detrás del desarrollo e internacionalización de los mercados de capitales

EN EL CAPÍTULO ANTERIOR SE MOSTRÓ que los mercados de capitales han crecido considerablemente en las economías desarrolladas y en desarrollo durante las últimas dos décadas, aunque con una alta heterogeneidad entre regiones y países. Este crecimiento tuvo lugar en un contexto de globalización financiera creciente –mayores flujos de capital entre países, sustancial inversión directa extranjera en el sector financiero y una creciente emisión de títulos valores en el exterior. En este capítulo analizamos los factores detrás de los procesos de desarrollo doméstico del mercado de capitales y de la internacionalización de la actividad financiera. Aunque este libro está enfocado en la experiencia de América Latina, los análisis en este capítulo utilizan toda la muestra de países disponible. Esto ayuda a entender en forma más completa los efectos de las bases económicas y de las reformas sobre los mercados de capitales.

Comenzamos enfocándonos en los mercados de capitales locales y estudiamos dos tipos de factores que motivan su desarrollo. Primero, analizamos el papel de factores macroeconómicos e institucionales, como estabilidad monetaria, políticas fiscales, ingreso y entorno legal. ¿Cómo se relacionan las bases económicas con el desarrollo del mercado de capitales? Abordamos esta pregunta analizando la evidencia entre países sobre mercados de bonos y acciones durante un extenso período. En el caso de los mercados de bonos, estudiamos no solamente su tamaño sino también su estructura de monedas y de vencimientos, ya que estos temas han suscitado un interés significativo dentro de los hacedores de política y la comunidad académica, dada su relevancia en las recientes crisis financieras. Analizamos la forma en la cual los factores institucionales se relacionan con la composición mone-

taria de los mercados de bonos del gobierno y también la razón por la cual los mercados emergentes tienden al endeudamiento de corto plazo, a pesar de que este tipo de deuda aumente su exposición a las crisis de liquidez.

En segundo lugar, estudiamos el papel específico de las reformas. El capítulo 2 mostró que durante las dos últimas décadas los países en desarrollo emprendieron amplias reformas para fomentar el desarrollo del mercado de capitales. En este capítulo se investiga empíricamente la forma en la cual estas reformas están relacionadas con el desarrollo del mercado de acciones doméstico. Este análisis está motivado por la idea de que las reformas promueven el desarrollo doméstico del mercado de capitales y que los mercados en algunos países no se han desarrollado debido a la falta de éstas. Este tipo de estudio se complementa con el análisis de las bases económicas. La evidencia entre países podría no ser muy útil para los hacedores de política interesados en el desarrollo del mercado de capitales, ya que algunas variables son completamente exógenas y/o no se hallan bajo su control. Aun los análisis de datos de panel pueden ser tan sólo de ayuda limitada para los hacedores de política, ya que puede existir poca variación a lo largo del tiempo en el entorno macroeconómico e institucional y los resultados de panel podrían, por consiguiente, estar dominadas por las diferencias entre países. Intentamos solucionar estos problemas al desviar la atención de una estimación de corte transversal de la relación entre las bases económicas y el desarrollo del mercado de capitales y enfocarnos, en lugar de ello, en los cambios en el desarrollo del mercado de acciones alrededor de las reformas dentro del país.

Analizamos luego la internacionalización de las actividades del mercado de acciones (registro en bolsa, obtención de capital y actividad de negociación en el exterior). Similarmente al análisis de desarrollo del mercado de capitales antes descrito, nuestro estudio evalúa la forma en la cual las bases y las reformas económicas se relacionan con el grado de internacionalización en un país. Nuestro principal interés es entender si los factores que motivan el desarrollo del mercado doméstico de capitales también afectan el proceso de internacionalización y, de ser así, en qué dirección. El resultado no es obvio en principio. Por una parte, un buen entorno doméstico podría estimular a las empresas a desarrollar sus actividades en el mercado de acciones local relativo a los mercados en el exterior, debilitando así el proceso de internacionalización. Por otra parte, un mercado doméstico transparente y de buen funcionamiento podría inducir a los inversores internacionales a ofrecer mejores términos de financiación para las empresas locales, fortaleciendo así el proceso de internacionalización. Además, analizamos la forma en la cual el proceso de internacionalización del

mercado de acciones afecta la actividad de negociación y la liquidez de los mercados locales. Si la internacionalización estimula la migración de las transacciones hacia mercados en el exterior o produce una caída en la negociación agregada que reduce las economías de escala, entonces esto podría obstaculizar la actividad del mercado doméstico. Si, por otra parte, la internacionalización promueve la integración del mercado y mejora la transparencia del mismo, la actividad del mercado doméstico podría experimentar un aumento.

Finalmente, utilizando la evidencia sobre las bases y reformas económicas, estudiamos además el estado de los mercados de capitales en América Latina. ¿Por qué han crecido los mercados de capitales latinoamericanos menos de lo esperado? ¿Hay una brecha entre el grado de reforma en los países de América Latina y los resultados reales? ¿O es el estado de los mercados de títulos valores en América Latina lo que debería ser, dadas las bases económicas y el grado de reforma? Estas preguntas tienen implicaciones importantes para el debate de política y para la agenda de reforma. Para arrojar alguna luz sobre estos temas, estudiamos la forma en la cual las bases y las reformas se relacionan con el desarrollo de los mercados de capitales en América Latina en relación con otros países.

Aunque consideramos que el tipo de análisis presentado en este capítulo es muy informativo, éste también presenta diversas limitaciones, como fue mencionado en el capítulo 1. En primer lugar, estamos mirando un aspecto particular de la internacionalización —el uso de los mercados de capitales internacionales por parte de los emisores e inversores de títulos valores locales. Segundo, nos concentramos solamente en los mercados de capitales y en ciertos indicadores para captar su desarrollo. Tercero, omitimos el estudio de la forma en la cual otros agentes del sistema financiero (principalmente, los bancos) afectan el ahorro agregado a medida que cambian los indicadores mencionados del mercado de capitales. Cuarto, para comprobar los determinantes detrás de los indicadores del desarrollo de los mercados de capitales solamente estimamos ecuaciones en su forma reducida, sin hacer explícitas las relaciones estructurales implícitas y los canales de transmisión. Quinto, aunque el trabajo empírico presentado aquí ha tratado de incluir técnicas en el análisis para lidiar con asuntos como causalidad invertida y omisión de variables, sería bienvenida una mayor investigación en esta dirección para entender mejor la dirección de la causalidad y el papel de otros factores. Por tanto, las relaciones presentadas en este capítulo deben tomarse más como asociaciones entre variables de interés y no necesariamente como vínculos de causalidad. A pesar de estas limitaciones, este libro describe y considera en forma completa aspectos clave del desarrollo del mercado de capitales, inclu-

yendo la actividad local e internacional en los bonos y acciones de los países emergentes. Esta clase de enfoque ha estado, en su mayor parte, ausente en estudios previos.

El resto del capítulo se organiza así: en la siguiente sección analizamos la forma en la cual el desarrollo de los mercados de capitales locales se ve afectado por las bases económicas y por las reformas. Se estudia luego el efecto de estos factores sobre la internacionalización del mercado de acciones y se analiza la forma en la cual el proceso de internacionalización afecta a los mercados locales. En las últimas dos secciones evaluamos el estado de los mercados de capitales en América Latina y concluimos.

Factores detrás del desarrollo del mercado de capitales

Muchos factores están asociados con el desarrollo de los mercados de capitales. En esta sección analizamos la relación entre las bases económicas e institucionales y los mercados de capitales. También analizamos la forma en la cual las reformas están relacionadas con los mercados de capitales.

El papel de las bases económicas e institucionales

En años recientes, con la acumulación de evidencia sobre el hecho de que el desarrollo financiero no solamente está correlacionado con una economía saludable sino que realmente tiende a ocasionar crecimiento, un creciente interés ha surgido en entender los determinantes del desarrollo del mercado financiero. La literatura ha resaltado el papel de muchos factores, incluyendo las políticas fiscales y monetarias, los niveles de ingreso y el entorno institucional y legal.¹ Aunque la mayoría de estos factores están asociados con los mercados de acciones y de bonos, se justifica hacer una diferenciación entre estos dos tipos de instrumentos con el fin de analizar las distintas variables que pueden afectar a cada uno de ellos.² Por ejemplo, las características intrínse-

1 Véase en Claessens, Klingebiel y Schmukler (2006) un análisis empírico del papel de las bases en el desarrollo del mercado de acciones.

2 Para una discusión sobre las similitudes y diferencias entre los mercados de acciones y de bonos, véase Herring y Chatusripitak (2001).

cas de los bonos hace que esta clase de instrumentos dependan de factores como las leyes de quiebra y regímenes cambiarios, que no ejercen un efecto tan grande sobre el desarrollo de los mercados de acciones. Las acciones, por otra parte, no generan descalces en el balance general, ni desde una perspectiva de vencimiento ni de moneda, debido al hecho de que este tipo de instrumento no expone al emisor a pagos obligatorios independientes de su desempeño económico particular.

En lo que sigue analizamos la relevancia de cuatro grupos de variables que pueden afectar los mercados de acciones y de bonos. Éstos son el nivel de ingreso, las políticas macroeconómicas, las instituciones y el tamaño de la economía. Luego analizamos temas específicos de los mercados de bonos, como la composición de moneda y la estructura de vencimientos.

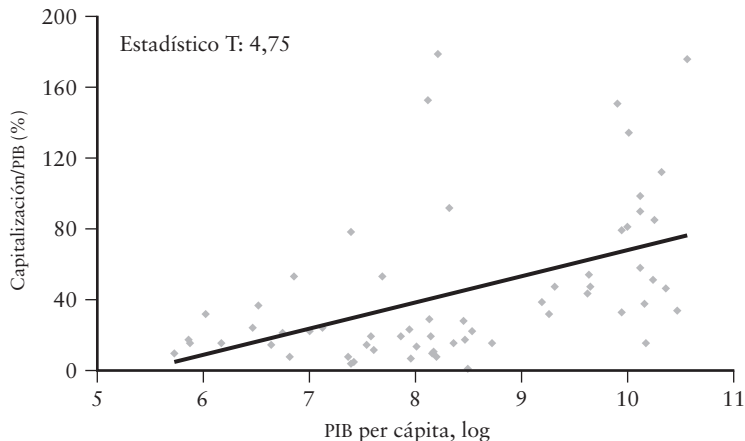
Primero, la evidencia sugiere que países más desarrollados tienden a tener, sistemáticamente, mercados financieros más grandes. El gráfico 3.1 ilustra la relación entre el desarrollo del mercado de acciones doméstico y el PIB per cápita. Específicamente, el panel superior muestra una gráfica de dispersión bivariada del PIB per cápita y del valor negociado domésticamente como porcentaje del PIB, y el panel inferior presenta los mismos datos utilizando la capitalización de mercado como una medida del desarrollo del mercado de acciones.³ En ambos casos hay una relación estadística significativa y positiva entre el nivel de ingresos y el desarrollo del mercado de acciones. El gráfico 3.2 presenta datos similares para el caso de los mercados de bonos. El panel superior muestra la relación entre la capitalización del mercado doméstico de bonos del gobierno y el PIB per cápita, y el panel inferior presenta datos similares para los bonos privados.⁴ Como sucede en el caso de los mercados de acciones, existe una fuerte relación positiva entre el desarrollo de los mercados de bonos domésticos (para los bonos de los sectores privado y gubernamental) y el ingreso. Estas relaciones pueden explicarse de diversas formas. Los países más ricos tienden a tener instituciones de mejor calidad, incluyendo mejores derechos de propiedad y estado de derecho, que podrían afectar el desarrollo financiero (en la forma analizada más adelante). Además, países desarrollados menos tienden a tener entornos de inversión más volátiles y una mayor participación del gobierno en la economía, lo

3 Los datos son promedios de 1990 hasta 2004. Véase un listado de los países incluidos en el análisis en el cuadro 1 del anexo.

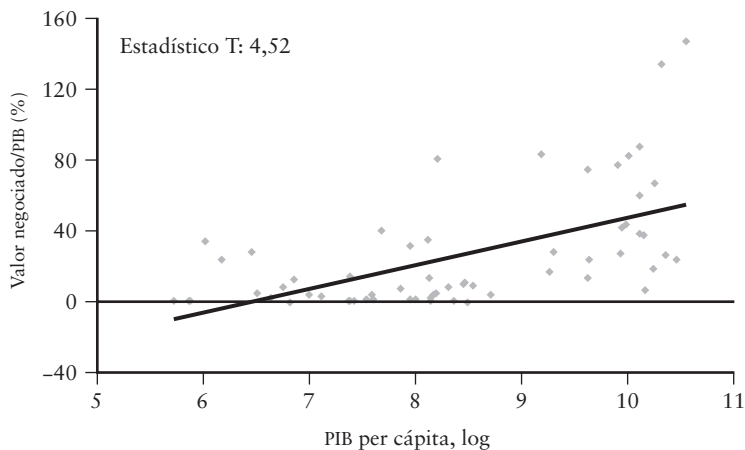
4 Los datos son promedios entre 1994 y 2004. Véase la lista de países en el cuadro 1 del anexo.

Gráfico 3.1 Relación entre el desarrollo del mercado doméstico de acciones y el nivel de ingreso

a. Capitalización del mercado doméstico y PIB per cápita



b. Valor negociado domésticamente y PIB per cápita

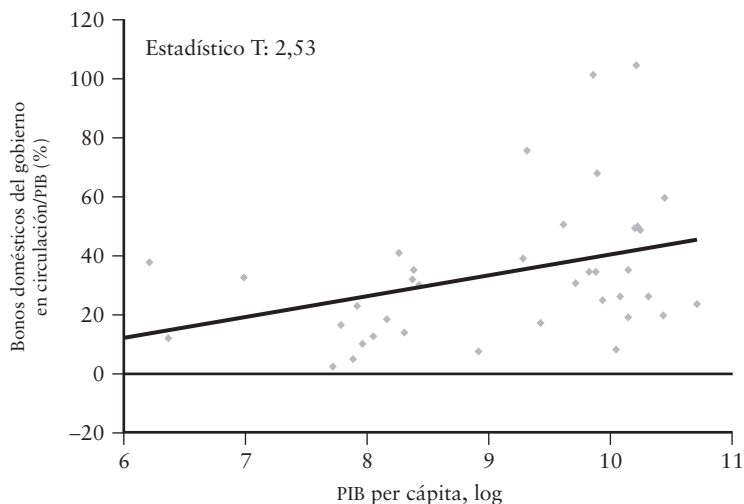


Fuentes: Estadísticas S&P del mercado de acciones; Banco Mundial.

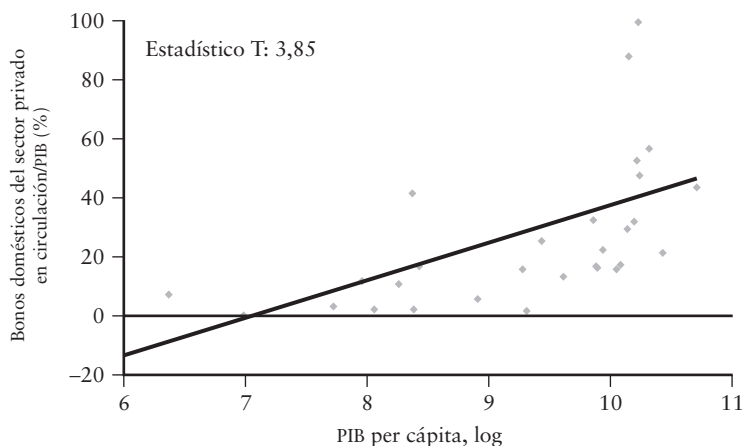
Nota: un valor de 8 es equivalente a un PIB per cápita de US\$2.981. Los datos son promedios para el período 1990-2004. Véase la muestra de los países incluidos en el cuadro 1 del anexo.

Gráfico 3.2 Relación entre el desarrollo del mercado doméstico de bonos y el nivel de ingreso

a. Bonos domésticos del gobierno y PIB per cápita



b. Bonos domésticos del sector privado y PIB per cápita



Fuentes: BIS; Banco Mundial.

Nota: un valor de 8 es equivalente a un PIB per cápita de US\$2.981. Los datos son valores promedios para el período 1994-2004. Véase la muestra de los países incluidos en el análisis en el cuadro 1 del anexo.

cual podría afectar a los mercados financieros.⁵ Estos resultados están extensamente documentados en la literatura académica (*véase*, por ejemplo, Beck, Demirgüç-Kunt y Levine, 2001a). Además, hay evidencias de que el desarrollo económico está asociado no solamente con el desarrollo financiero sino también con un desplazamiento hacia sistemas financieros basados en mayor medida en el mercado (*véase*, por ejemplo, Demirgüç-Kunt y Levine, 2001).

Segundo, las políticas monetarias y fiscales, al igual que la estabilidad macroeconómica general, también están relacionadas positivamente con el desarrollo del mercado de capitales. La razón es que la creación de contratos financieros se hace más difícil en entornos de alta inflación. Las empresas y los individuos encuentran más difícil planear cuando los valores futuros a realizarse son inciertos y, por consiguiente, es menos probable que éstos se involucren en contratos financieros cuando la inflación se predice en forma imperfecta. Adicionalmente, las altas tasas de inflación (aun si son esperadas) pueden agravar las fricciones del mercado de crédito, llevando al racionamiento del crédito y a una menor inversión. Las altas tasas de inflación también distorsionan los precios relativos y crean incentivos en favor de los proyectos de corto plazo, desestimulando las inversiones de largo plazo. En el caso de los mercados de bonos, esto puede resultar en estructuras de deuda de tasa variable, de corto plazo o de deuda dolarizada, como un medio para reducir la exposición a cambios inesperados en las tasas de inflación. Las políticas fiscales también pueden afectar el desarrollo del mercado de capitales. Un elevado déficit fiscal puede aumentar la volatilidad macroeconómica, reduciendo los incentivos para involucrarse en contratos financieros. Además, la necesidad de evitar la financiación mediante emisión monetaria del déficit puede conducir al gobierno a colmar los mercados financieros, desplazando las actividades financieras privadas (efecto de “*crowding out*”). Por otra parte, si el gobierno tiene necesidades de financiación modestas, éste puede tener poco incentivo para desarrollar un mercado activo de bonos del gobierno. Esto puede afectar negativamente el desarrollo del mercado de bonos corporativos, puesto que mercados de bonos soberanos de buen funcionamiento son claves para proporcionar puntos de referencia –incluyendo una curva de rendimiento para activos presu-

5 Observe que en el análisis estadístico, aun tras incluir en el análisis medidas de volatilidad macroeconómica y el entorno legal, se encuentra que el PIB per cápita está asociado en forma positiva y significativa con el desarrollo del mercado de capitales, sugiriendo que el nivel de ingreso capta aspectos no medidos por estas variables explicativas (*véase*, por ejemplo, Claessens, Klingebiel y Schmukler, próximo a publicarse).

miblemente libres de riesgo— sin los cuales el precio de los bonos corporativos no puede ser fijado adecuadamente. Adicionalmente a los factores mencionados, el grado de distorsión de los precios, del comercio y de la tasa de cambio, pueden también afectar la disposición de los agentes para involucrarse en contratos financieros.

La literatura ha resaltado el papel de todos los factores ya descritos y los análisis empíricos encuentran evidencia en su apoyo.⁶ La mayoría de los estudios reportan una relación negativa, aunque no lineal, entre inflación y desarrollo financiero.⁷ Hay también evidencia de un impacto negativo de las distorsiones de precios y del déficit fiscal sobre los mercados financieros. El gráfico 3.3 ilustra la relación entre déficit fiscal y desarrollo del mercado de acciones. El panel superior muestra una relación significativa y negativa entre el valor negociado y el déficit fiscal, y el panel inferior muestra una relación similar entre capitalización de mercado y el déficit.⁸

Tercero, un entorno legal e institucional más amplio juega un papel importante en el desarrollo de los mercados financieros. Las leyes y los mecanismos de exigibilidad que protegen a los inversores, definen los derechos de propiedad de manera clara, y reconocen los arreglos contractuales privados son cruciales para el funcionamiento adecuado de los mercados financieros. Una literatura extensa y creciente acerca de leyes y finanzas enfatiza el papel de las instituciones legales al explicar las diferencias en el desarrollo financiero entre países.⁹ La evidencia empírica muestra que regulaciones que protegen a los acreedores y a los inversores minoritarios están asociadas con mercados financieros más desarrollados y más activos, con mayores valuaciones, menor

6 Véase, por ejemplo, Bencivenga y Smith (1998), Boyd, Levine y Smith (2001), Boyd y Smith (2001), Huybens y Smith (1999) y BID (1995).

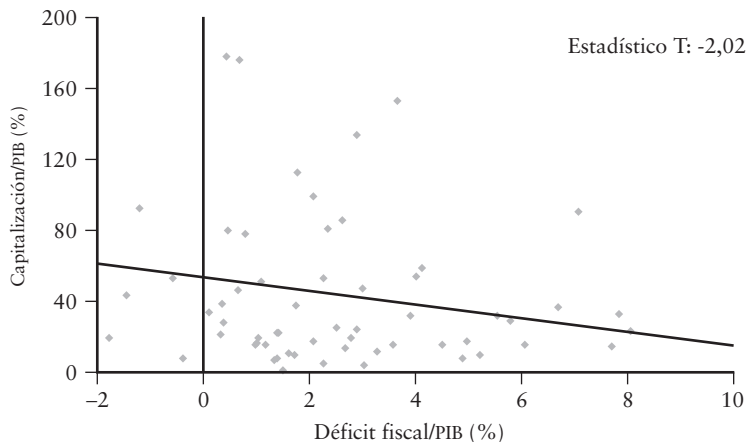
7 La literatura teórica sobre fricciones del mercado de crédito, finanzas y crecimiento, sugiere que la relación entre inflación y el desarrollo del sector financiero puede estar caracterizada por umbrales (véase, por ejemplo, Boyd y Smith 1998, y Huybens y Smith, 1998, 1999). Una vez que la inflación excede un nivel crítico, los aumentos subsiguientes en la tasa de inflación pueden no tener un impacto adicional en la actividad del sector financiero. Boyd, Levine y Smith (2001) confirman econométricamente que niveles más altos de inflación están asociados con sistemas bancarios y mercados de acciones más pequeños, menos activos y menos eficientes. Los autores resaltan también la relación no lineal entre inflación y desempeño del sector financiero.

8 En el caso de los mercados de bonos, la evidencia muestra una relación positiva entre el déficit y los mercados de bonos del gobierno (casi como un asunto de definición) y una relación no significativa entre el déficit y los mercados de bonos privados, consistente con la anterior discusión.

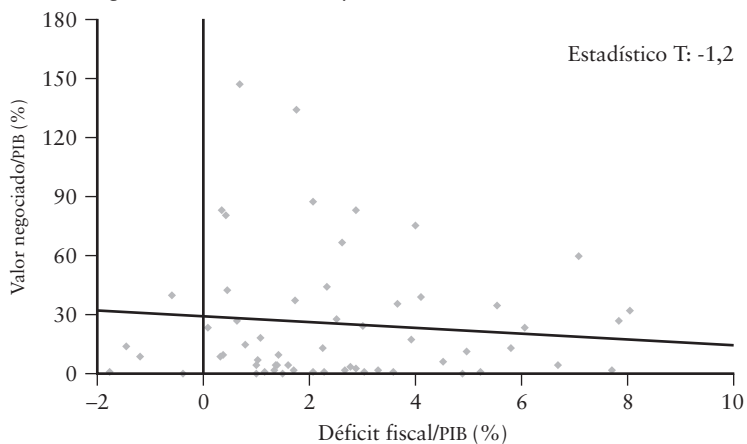
9 Véase un repaso en Beck y Levine (2004).

Gráfico 3.3 Relación entre el desarrollo del mercado de acciones doméstico y el déficit fiscal

a. Capitalización del mercado doméstico y déficit fiscal



b. Valor negociado domésticamente y déficit fiscal



Fuentes: Estadísticas S&P de los mercados de acciones, Banco Mundial.

Nota: los datos son valores promedio para el período 1990-2004. Véase la muestra de países incluida en el análisis en el cuadro 1 del anexo.

concentración de la propiedad y del control, y mayores pagos de dividendos.¹⁰ El gráfico 3.4 ilustra la relación entre las leyes y regulaciones de títulos valores y el desarrollo del mercado de acciones. El panel superior muestra que los países con leyes que mejor protegen a los inversores contra la expropiación de parte de los accionistas en control tienen mercados de acciones más desarrollados, medido mediante capitalización de mercado sobre el PIB. El panel inferior muestra que los países cuyas regulaciones sobre títulos valores exigen mayor revelación de información también tienen mercados de acciones más grandes.

A un nivel más básico, algunos estudios analizan los factores que motivan las leyes y regulaciones implícitas en el desarrollo financiero. Algunos autores enfatizan el papel de las diferentes tradiciones legales al explicar las diferencias entre países en la protección a los inversores y acreedores y el entorno de respeto a los contratos.¹¹ Otros cuestionan que la herencia legal sea un factor crucial al explicar las instituciones legales enfatizando, en lugar de esto, que son las políticas las que determinan la medida en la cual los sistemas legales protegen los derechos de propiedad.¹² Desde esta perspectiva, aquellos en el poder dan forma a las leyes y a las regulaciones que afectan el desarrollo financiero para proteger sus intereses. Adicionalmente, algunos investigadores resaltan el papel de las diferencias culturales al dar forma a las actitudes hacia el desarrollo financiero, mientras que otros enfatizan que las diferencias geográficas han jugado un papel crítico en dar forma a las instituciones, incluyendo aquellas relacionadas con los mercados financieros.¹³

Finalmente, otro factor que puede afectar el desarrollo del mercado de capitales es el tamaño de la economía. Los mercados de títulos valores pueden ganar eficiencia ampliando su volumen y el número de participantes a través de los efectos por el lado de la oferta (economías de escala y alcance) y de la demanda (externalidades de red).¹⁴ Hay más información disponible en las economías más grandes, lo que reduce los costos de información para los inversores extranjeros y loca-

10 Véase, por ejemplo, Claessens, Klingebiel y Schmukler (2002); Johnson, McMillan y Woodruff (2002), y La Porta *et al.* (1997, 1998, 2000, 2002).

11 Véase, por ejemplo, La Porta *et al.* (1997, 1998).

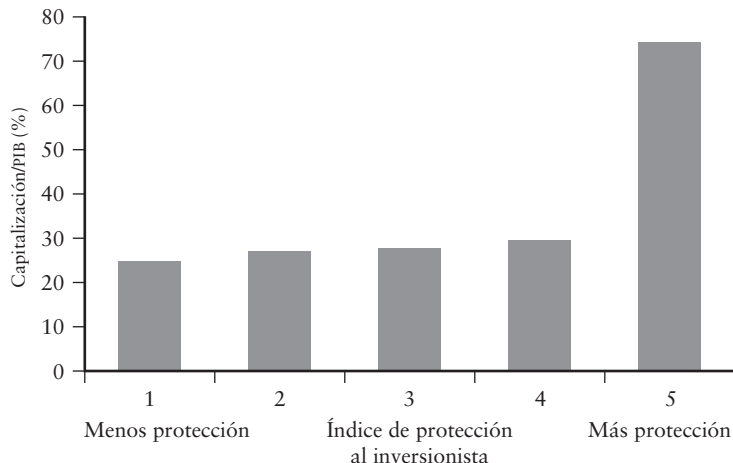
12 Véase, por ejemplo, Haber, Razo y Maurer (2003); Pagano y Volpin (2001); Rajan y Zingales (2003a), y Roe (1994).

13 Véase, por ejemplo, Acemoglu, Johnson y Robinson (2001, 2002); Diamond (1997), y Stulz y Williamson (2003).

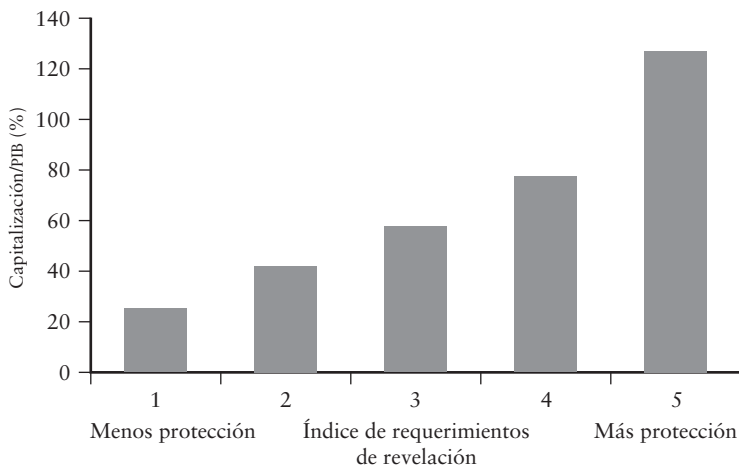
14 Los efectos de red son una característica intrínseca de la negociación de títulos valores: los beneficios de participar en un mercado dado aumentan con el número de participantes (Economides, 1993, 1996; Di Noia, 1999). Esto genera

Gráfico 3.4 Relación entre el desarrollo del mercado de acciones doméstico y las regulaciones del mercado de títulos valores

a. Capitalización del mercado doméstico y protección al inversionista, quintiles



b. Capitalización del mercado doméstico y requerimientos de revelación, quintiles



Fuentes: Banco Mundial (2006); La Porta, López-de-Silanes y Shleifer (2006); Estadísticas S&P de los mercados de acciones.

Nota: Los países en 3.4a están agrupados en cinco categorías de acuerdo a su nivel de protección a los inversores contra de la expropiación de parte de agentes dentro de la firma en la forma medida por el índice de protección al inversionista del Banco Mundial (2006). Los países en 3.4b son agrupados en cinco categorías de acuerdo con su grado de requerimiento de revelación de información, en la forma medida por el índice de revelación de La Porta, López-de-Silanes y Shleifer (2006). Un valor más alto del índice implica una mejor protección de los accionistas y una mayor revelación de información. Los datos son promedios para el período 1990-2004. Véase la tabla anexa 1 para la muestra de países incluida en el análisis.

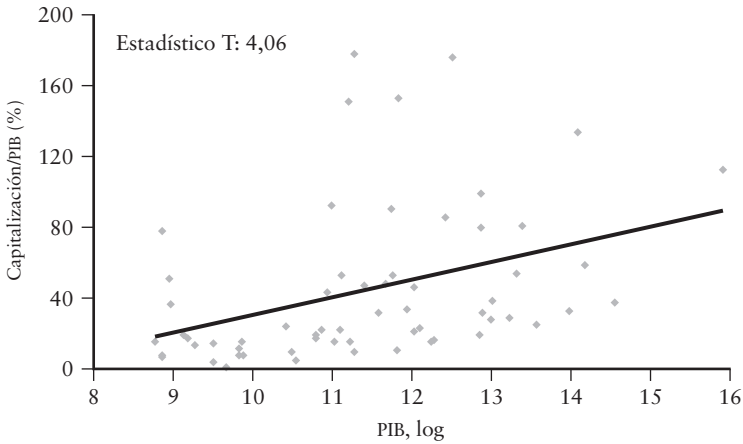
les. También, las economías más grandes tienden a tener empresas más grandes, que es más probable que cumplan el umbral de tamaño mínimo necesario para alcanzar una adecuada liquidez. Las economías de escala también podrían ser importantes para crear la infraestructura para los mercados de capitales, porque los costos de establecer sistemas de compensación y liquidación, y de desarrollar el marco legal para emitir y negociar instrumentos financieros son en su mayoría fijos. El gráfico 3.5 ilustra la relación entre el desarrollo del mercado de acciones y el tamaño de la economía, mostrando que los países más grandes tienden a tener mercados de acciones más grandes y más activos. El gráfico 3.6 presenta una relación positiva similar entre el PIB y los mercados de bonos domésticos gubernamentales y privados. La relación positiva entre tamaño y desarrollo del mercado de capitales plantea la pregunta de si muchas economías emergentes son lo suficientemente grandes para sostener bolsas de valores completamente equipadas.¹⁵ Algunos estudios empíricos, de hecho, sugieren que hay algunos umbrales de tamaño por debajo de los cuales los mercados de capitales no pueden desarrollarse. Por ejemplo, Shah y Thomas (2001) sugieren que un PIB de US\$20 mil millones parece ser un umbral mínimo por debajo del cual no parecen desarrollarse mercados de acciones activos. Con respecto a los mercados de bonos, McCauley y Remolona (2000) encuentran que puede existir un umbral de alrededor de

retroalimentación positiva, porque el mercado líquido atrae más participantes y cada participante nuevo trae consigo oportunidades de negociación adicionales y liquidez, beneficiando a todos los participantes del mercado y haciendo el mercado más atractivo para otros. Estas externalidades de red implican una tendencia hacia la concentración, explicando la durabilidad de los mercados de negociación dominados nacionalmente (Domowitz y Steil, 1999). Hay, además, evidencia de economías de escala en las bolsas de valores, particularmente en la ejecución de órdenes de transacción (Malkamaki, 1999).

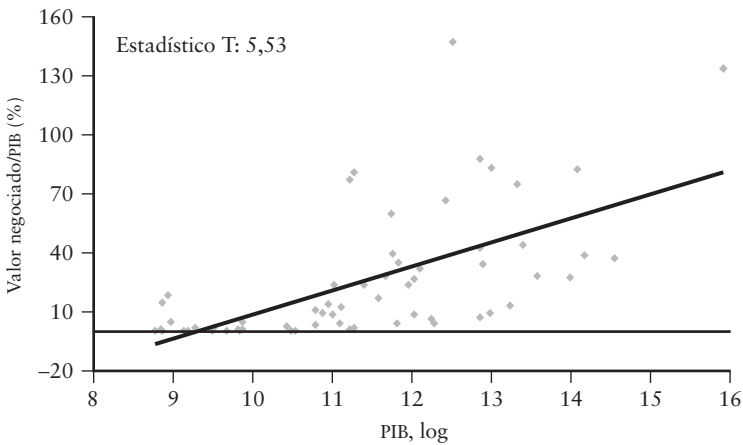
- 15 Claessens, Djankov y Klingebiel (2001) argumentan que los mercados de acciones en muchas economías de transición podrían no ser capaces de alcanzar las economías de escala necesarias para competir con los mercados externos. Además, sugieren que a medida que la globalización y el cambio tecnológico aumentan la escala requerida para que las bolsas operen en forma competitiva, más países pueden encontrar difícil mantener un mercado independiente. Con respecto a los mercados de bonos, Del Valle (2003) sostiene que muchas de las economías más pequeñas en América Latina carecen del tamaño para apoyar la infraestructura necesaria para operar los mercados locales y que, por ende, las autoridades deben explorar mecanismos alternativos, como ventas privadas de instrumentos financieros, acceso a los mercados internacionales y soluciones regionales. Véase en Bossone, Honohan y Long (2001) una discusión de los principales problemas relacionados con los sistemas financieros y sus implicaciones de política.

Gráfico 3.5 Relación entre el desarrollo del mercado de acciones doméstico y el tamaño de la economía

a. Capitalización del mercado doméstico y PIB



b. Valor negociado domésticamente y PIB

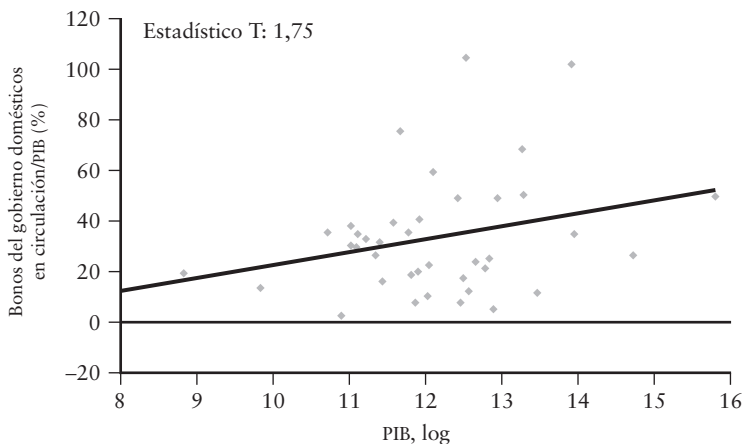


Fuentes: S&P Estadísticas del mercado de acciones; Banco Mundial.

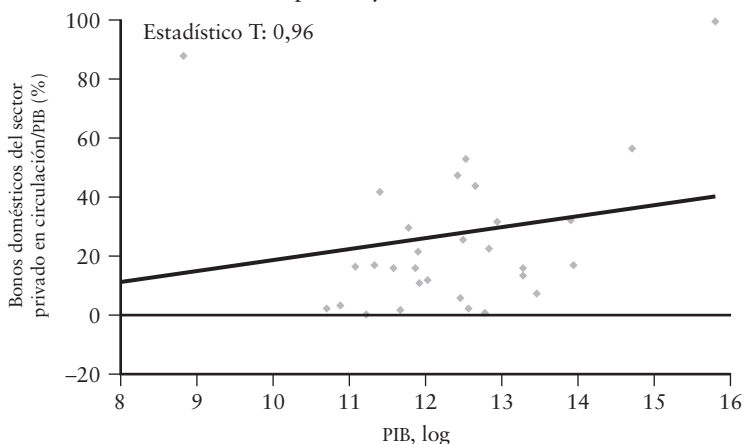
Nota: como punto de referencia, un valor de 12 es equivalente a un PIB de US\$163 mil millones. Los datos son valores promedio para el período 1990-2004. Véase la muestra de países utilizada en el análisis en el cuadro 1 del anexo.

Gráfico 3.6 Relación entre el desarrollo del mercado de bonos doméstico y el tamaño de la economía

a. Bonos del gobierno domésticos y PIB



b. Bonos domésticos del sector privado y PIB



Fuentes: BIS; Banco Mundial.

Nota: Un valor de 12 es equivalente a un PIB de US\$163 mil millones. Los datos son valores promedio para el período 1994-2004. Véase la tabla anexa 1 para la muestra de países incluida en el análisis.

US\$100-200 mil millones en deuda gubernamental doméstica, por debajo del cual sostener un mercado líquido de bonos del gobierno puede no ser fácil.

En el caso de los mercados de bonos, como ya se analizó, diversos aspectos, además de su tamaño, han recibido atención. Una de estas características es la composición de moneda de los bonos. Para algunos países, particularmente los mercados emergentes, la deuda en moneda extranjera puede ser menos costosa que la deuda en moneda doméstica (o al menos así parece serlo), induciendo a los gobiernos y a las empresas a endeudarse en esta moneda. Pero la deuda en moneda extranjera expone a los emisores al riesgo cambiario, en la medida que sus ingresos por ventas estén compuestos típicamente por valores en moneda doméstica. Esta falta de correspondencia aumenta la probabilidad de las crisis financieras y abre la posibilidad a la ocurrencia de corridas autocumplidas.¹⁶

Una rama de la literatura ha surgido que analiza específicamente la elección de moneda de la deuda y resalta el fenómeno del “pecado original” (“*original sin*”), definido como la incapacidad de los gobiernos y de las empresas de los mercados emergentes para endeudarse en el exterior en moneda doméstica y para endeudarse a largo plazo a tasas fijas en moneda doméstica en el mercado local.¹⁷ Esta literatura generalmente encuentra que sólo un pequeño número de factores institucionales y macroeconómicos explican la capacidad de los países para emitir instrumentos denominados domésticamente en mercados extranjeros (“pecado original internacional”) y la deuda en moneda doméstica de largo plazo en los mercados domésticos (“pecado original doméstico”). Por ejemplo, Eichengreen, Hausmann y Panizza (2003), y Hausmann y Panizza (2003) encuentran que sólo el tamaño del país es relevante para explicar el grado de “pecado original internacional”.

Aunque la literatura acerca del “pecado original” resta importancia a los factores macroeconómicos e institucionales específicos y argumenta que es difícil señalar las causas exactas detrás de la incapacidad de los gobiernos para emitir bonos en moneda doméstica, ésta resalta el papel de los factores internacionales y la dependencia intertemporal al endeudarse en divisas. En presencia de costos de transacción internacionales, los inversores tienen incentivos limitados para mantener deuda en moneda local emitida por países pequeños, puesto que éstos

16 Véase, por ejemplo, Jeanne (2000) y Krugman (1999).

17 Véase, Chamon y Hausmann (2005); Eichengreen y Hausmann (1999, 2003); Eichengreen, Hausmann y Panizza (2003) y Hausmann, Panizza y Stein (2001).

ofrecen beneficios limitados de diversificación relativos a los costos de transacción. Esto implica que los países más grandes tienen una ventaja al emitir deuda en moneda local, consistente con los resultados mencionados antes. Adicionalmente, esta literatura argumenta que factores históricos han jugado un papel significativo para ayudar a los países a resolver el “pecado original” y que las externalidades de red han dado lugar a una dependencia intertemporal, puesto que una vez se utiliza una moneda en alguna transacción internacional su uso resulta más ventajoso para otros agentes e inversores. La literatura acerca de dependencia intertemporal y la evidencia del “pecado original” implican que hay pocas opciones de política disponibles para los países emergentes que necesitan conseguir financiación de largo plazo en moneda local, ya que los hacedores de política no pueden alterar las condiciones iniciales, y mejoras en las políticas e instituciones pueden no afectar significativamente su capacidad para emitir deuda en moneda doméstica.

Para entender mejor los determinantes del desarrollo del mercado de bonos, reconsideramos las hipótesis presentadas por la literatura del “pecado original” y analizamos la evidencia empírica sobre el papel del tamaño y de la composición de moneda. Partimos de la literatura del “pecado original” al enfocarnos en la denominación de moneda de los bonos del gobierno sin distinguir el lugar de emisión. En un mundo con una creciente integración financiera, los inversores no están restringidos al mercado doméstico y pueden comprar bonos en los mercados internacionales externos. Entonces, además de las consideraciones legales y regulatorias ya discutidas, la distinción entre los mercados domésticos e internacionales es cada vez más borrosa.

La evidencia sugiere que hay diversos factores institucionales y económicos que se relacionan con la composición de moneda de la deuda gubernamental y con el tamaño de los mercados de bonos en moneda doméstica y extranjera, lo cual contrasta con la literatura del “pecado original”. Estos factores se relacionan con los mercados de bonos del gobierno en moneda doméstica y extranjera, en una forma similar. En particular, los países con menores tasas de inflación más bajas, mayor gasto fiscal e instituciones más democráticas, tienden a tener mercados de bonos del gobierno en moneda doméstica y extranjera más desarrollados. Debido a que la inflación se asocia típicamente con inestabilidad macroeconómica y, ocasionalmente, con *defaults* sobre la deuda gubernamental, ésta puede reducir la demanda del inversionista por bonos denominados en cualquier moneda. Un elevado gasto del gobierno implica una mayor demanda por financiación. La importancia del gasto puede reflejar también un deseo subyacente de los ciudadanos por un papel distributivo más grande por parte del gobierno, tanto

dentro de un período dado, a través de mayores gastos, y entre generaciones y a lo largo del tiempo, a través de mayores déficits y mayores existencias de deuda. La observación de que los países con instituciones más democráticas tienen mercados de bonos en moneda doméstica y extranjera más grandes en relación con su PIB, sugiere que estas instituciones son relevantes para los inversores, argüiblemente porque éstas están asociadas con una mayor credibilidad del Estado, mejor calidad de toma de decisiones, aceptación más fácil de las políticas gubernamentales por parte del público y contratos más legítimos.¹⁸ Instituciones democráticas fuertes implican mejores sistemas de verificación y de balance que pueden reducir los riesgos (percibidos) de *default* de parte del gobierno, incluyendo el “*default*” a través de *shocks* monetarios.¹⁹ Los resultados también indican que el nivel de demanda del inversor extranjero está asociada con mercados de bonos del gobierno más grandes en moneda doméstica y extranjera. Estos resultados se presentan en el marco de un análisis econométrico formal en Claessens, Klingebiel y Schmukler (próximo a publicarse).²⁰

En lo que respecta al tamaño económico, la literatura del “pecado original” encuentra que éste tiene un impacto significativo, aunque asimétrico, sobre los mercados de bonos del gobierno en moneda doméstica y extranjera. El panel superior del gráfico 3.7 muestra que economías más grandes tienen un mayor nivel de bonos del gobierno denominados en moneda doméstica respecto al PIB, y el panel inferior muestra una relación negativa entre el tamaño de la economía y la emisión de bonos en moneda extranjera. Los resultados también indican que los países con sistemas bancarios relativamente más grandes tienen mercados de bonos gubernamentales en moneda doméstica de mayor tamaño. El gráfico 3.8 ilustra estas últimas relaciones. La im-

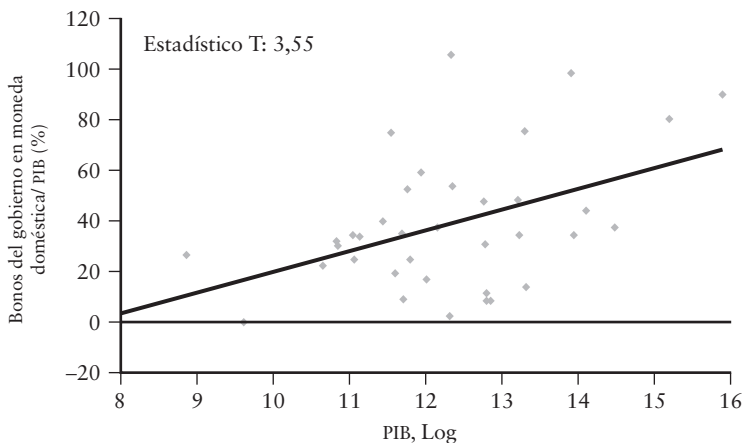
18 Este resultado también confirma la evidencia de Acemoglu, Johnson y Robinson (2001); Isham, Kaufmann (1995), y muchos otros con respecto al papel de las instituciones en determinar la calidad del manejo macroeconómico.

19 Una explicación pertinente a los inversores extranjeros es que la deuda de gobiernos no democráticos puede ser fácilmente declarada como “no deseable” y ser repudiada *ex post* (véase Kremer y Jayachandran 2002). Como consecuencia, los inversores estarían, *ex ante*, menos dispuestos a prestar a esos países. Para una discusión sobre repudio de deuda y sus efectos sobre la sostenibilidad de la deuda, véase Bulow y Rogoff (1989) y Eaton y Gersovitz (1981).

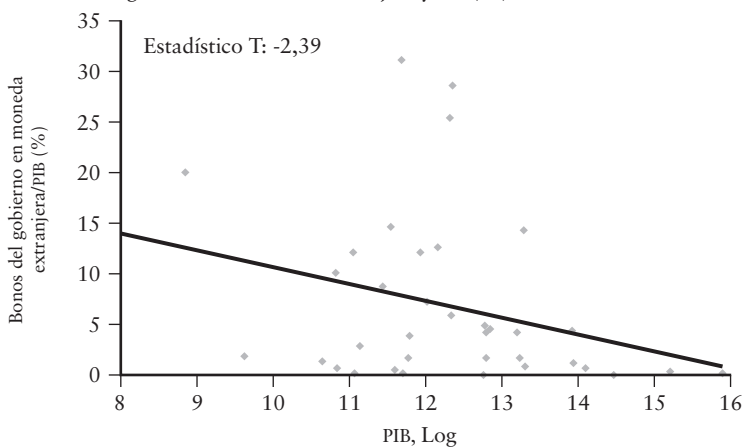
20 En forma similar, Mehl y Reynaud (2005) se concentran en el “pecado original doméstico” y encuentran que diversos factores, incluyendo las políticas macroeconómicas, el nivel de deuda y la base de inversores, ayudan a explicar la capacidad de las economías emergentes para endeudarse domésticamente en moneda local, con largos vencimientos y tasas de interés fijas.

Gráfico 3.7 Relación entre bonos del gobierno en circulación, por moneda, y el tamaño de la economía

a. Bonos del gobierno en moneda doméstica y PIB



b. Bonos del gobierno en moneda extranjera y PIB (%)

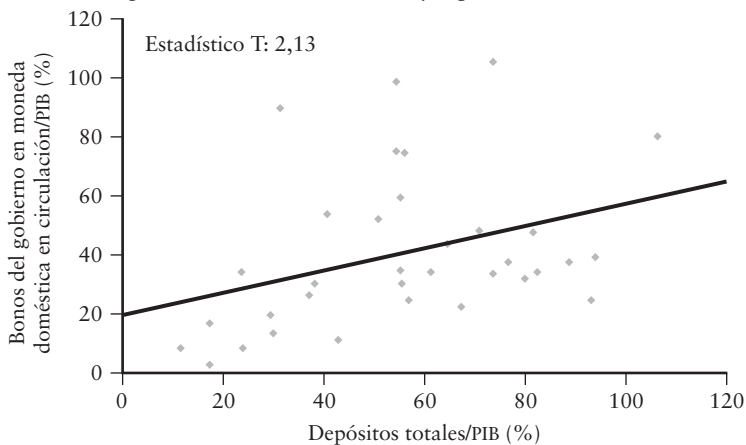


Fuentes: BIS; Banco Mundial.

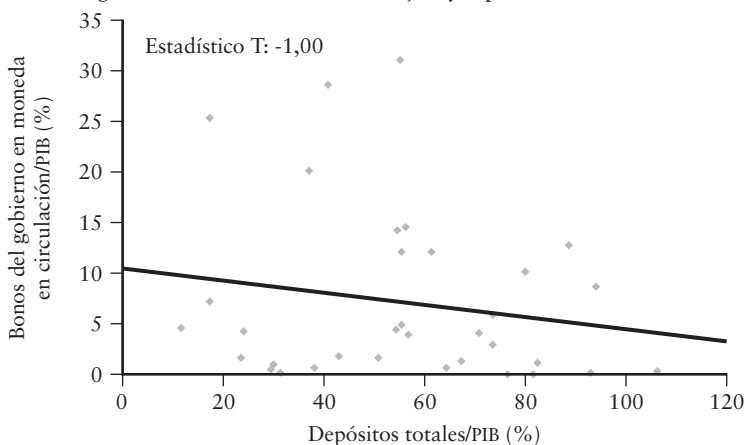
Nota: un valor de 12 es equivalente a un PIB de US\$163 mil millones. Los datos son promedios para el período 1994-2000. Véase muestra de países incluidos en el análisis en tabla anexa 1.

Gráfico 3.8 Relación entre los bonos del gobierno en circulación, por moneda, y el tamaño del sector financiero doméstico

a. Bonos del gobierno en moneda doméstica y depósitos totales



b. Deuda gubernamental en moneda extranjera y depósitos totales



Fuentes: BIS; FMI; Banco Mundial.

Nota: Los datos son valores promedios para el período 1994-2000. Véase la muestra de países incluidos en el análisis en el cuadro 1 del anexo.

portancia de la variable depósitos bancarios podría reflejar el hecho de que los bancos captadores de depósitos invierten directamente en papeles gubernamentales, al igual que un sistema bancario más desarrollado se asocia con una base de inversores más grande. Un sistema bancario más desarrollado también puede crear una demanda por títulos valores gubernamentales entre el público general, a través de canales de distribución más desarrollados. Esos canales posiblemente incluyen la presencia de una red de agentes primarios, que pueden aumentar indirectamente el interés de los inversores en comprar bonos, y mercados secundarios más líquidos. Estos factores pueden reducir la necesidad de emitir deuda en moneda extranjera. Para resumir, los resultados relacionados con el tamaño de la economía y con el sector bancario sugieren la existencia de efectos de escala, que implican que las economías domésticas de menor tamaño pueden encontrar que es relativamente más atractivo emitir bonos en moneda extranjera.

Un factor institucional importante que se relaciona con la denominación monetaria de la deuda es el régimen cambiario. Algunos sostienen que una tasa de cambio fija aumenta los incentivos del sector gubernamental y del sector privado para emitir más deuda de corto plazo en moneda extranjera, alimentando el proceso de “dolarización de pasivos”. Las tasas de cambio fijas, por ejemplo, pueden generar riesgo moral cuando existen garantías (implícitas) proporcionadas por reservas internacionales o garantías de fianza ofrecidas por gobiernos y/o organizaciones internacionales.²¹ Por otra parte, los gobiernos con regímenes fijos podrían desear proveer una señal acerca de la credibilidad de su régimen emitiendo relativamente más deuda en moneda extranjera. Debido a que la deuda en moneda extranjera tiende a ser menos costosa (al menos en términos nominales) cuando la tasa de cambio está atada, es difícil para los gobiernos justificar políticamente la emisión de deuda en moneda doméstica en lugar de hacerlo en moneda extranjera de menor costo y, al mismo tiempo, sostener que el régimen supuestamente rígido persistirá en el tiempo.²² En Claessens, Klingebiel y Schmukler (próximo a publicarse) la evidencia economé-

21 Véase, por ejemplo, Burnside, Eichenbaum y Rebelo (2001); Dooley (2000); McKinnon y Pill (1998), y Schneider y Tornell (2004). Un argumento relacionado sugiere que los regímenes de tasa de cambio fija podrían inducir a los agentes a subestimar la posibilidad de cambios de moneda futuros, llevando a endeudamiento excesivo en moneda extranjera (Eichengreen, 1994). Véase en Frankel *et al.* (2001) una exposición de los diferentes argumentos.

22 Véase, por ejemplo, Calvo (1996); De la Torre, Levy Yeyati y Schmukler (2003), y Jeanne (2003).

trica es consistente con estos argumentos —es decir, que los países con un régimen de tasa de cambio más fijo tienden a tener un mercado de bonos en moneda doméstica más pequeño y un mercado en moneda extranjera más grande.

Los resultados presentados se centran en el análisis del tamaño global de los mercados de bonos del gobierno en moneda doméstica y en moneda extranjera. Pero, ¿qué sucede cuando se estudia la estructura de moneda de los bonos gubernamentales, es decir, los bonos en moneda extranjera como una participación del total? Para responder esta pregunta, es necesario analizar el efecto de los factores institucionales y macroeconómicos analizados hasta el momento sobre la razón de bonos en moneda extranjera a bonos totales, es decir, la proporción de endeudamiento gubernamental denominado en moneda extranjera.²³

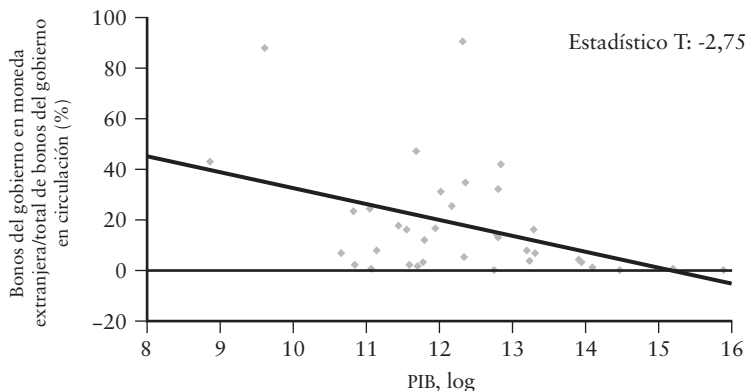
La evidencia indica que el tamaño de la economía y la razón de depósitos sobre el PIB tienen un efecto negativo sobre la proporción de bonos del gobierno en moneda extranjera; es decir, los países con economías más grandes y sistemas financieros relativamente más desarrollados, tienen una proporción más alta de deuda en moneda extranjera. El gráfico 3.9 ilustra estas relaciones. El panel superior muestra una correlación negativa entre el tamaño de la economía y la razón de bonos en moneda extranjera sobre el total de bonos, y el panel inferior presenta la relación entre la base de depósitos y la proporción de bonos en moneda extranjera. Además, los países con regímenes cambiarios más fijos y aquellos con mayor demanda de inversores extranjeros tienden a tener una proporción más alta de bonos en moneda extranjera.²⁴ El gráfico 3.10 ilustra estas relaciones positivas. Es inte-

23 En alguna medida, las respuestas relevantes a esta indagación pueden ser inferidas de la discusión anterior, particularmente cuando las variables explicativas tienen signos diferentes.

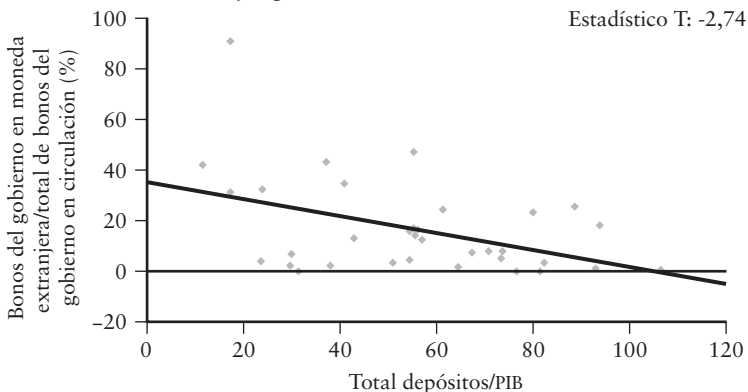
24 Los resultados para el régimen de tasa de cambio son consistentes con la evidencia que sugiere que, en años recientes, después de que los países cambiaron de regímenes de tasa de cambio fija a flotante, los sectores corporativos y soberanos han respondido emitiendo más deuda en moneda local. Tovar (2005) argumenta que la adopción de regímenes de tipo de cambio flexibles por parte de los países de América Latina, ha facilitado la emisión de deuda en moneda extranjera en los mercados internacionales. En el lado corporativo, Galiani, Levy Yeyati y Schargrodsky (2003) argumentan que el régimen de convertibilidad de Argentina contribuyó a la dolarización de los balances de las empresas alimentando la creencia en una garantía implícita de tasa de cambio, lo cual redujo la voluntad de las empresas de pagar el costo de cubrir sus posiciones. En el caso de México, Martínez y Werner (2002b) proponen un argumento similar. Analizan los efectos que tuvo un cambio de un régimen de tasa de cambio fijo a uno flotante en diciembre de 1994 sobre la composición de

Gráfico 3.9 Composición de moneda de los bonos del gobierno: relación con el PIB y con el total de depósitos

a. Proporción de los bonos del gobierno en moneda extranjera y el PIB



b. Bonos del gobierno en moneda extranjera sobre bonos del gobierno en moneda doméstica y depósitos totales



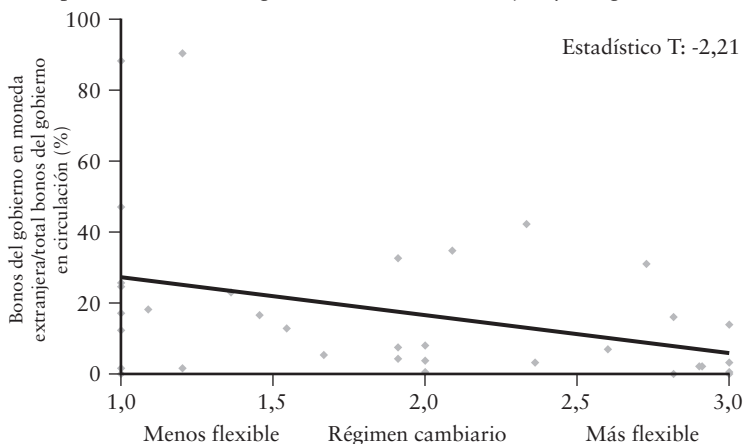
Fuentes: BIS; FMI; Banco Mundial.

Nota: un valor de 12 es equivalente a un PIB de US\$163 mil millones. Los datos son valores promedio para el período 1994-2000. Véase la muestra de países incluidos en el análisis en el cuadro 1 del anexo.

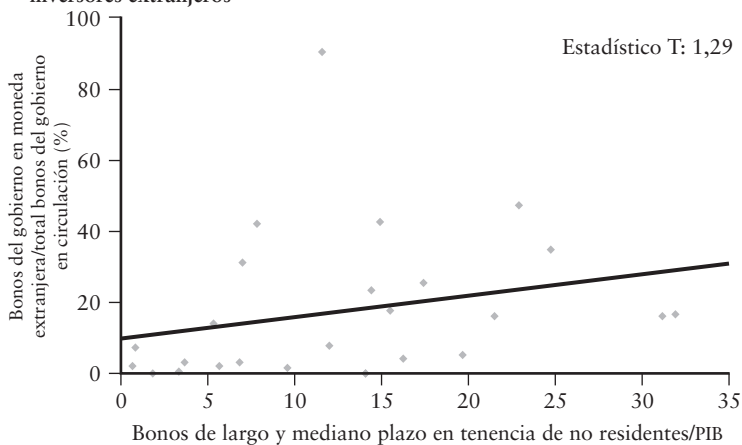
moneda de la deuda corporativa y en el descalce cambiario de las empresas. La evidencia apoya el enfoque de que este desplazamiento condujo a las empresas a reducir su exposición al riesgo cambiario. En el caso de Brasil, Rossi (2004) encuentra que el número de empresas expuestas al riesgo cambiario es significativamente más bajo durante el período de tasa de cambio flotante que durante el régimen de tasa de cambio fija.

Gráfico 3.10 Composición de moneda de los bonos del gobierno: relación con el régimen cambiario y bonos de mediano y largo plazo del gobierno

a. Proporción de bonos del gobierno en moneda extranjera y el régimen cambiario



b. Proporción de los bonos del gobierno en moneda extranjera y demanda de inversores extranjeros



Fuentes: BIS, FMI; Levy Yeyati y Stutzenegger (2003); Banco Mundial.

Nota: El régimen cambiario es medido por el índice del régimen de facto cambiario de Levy Yeyati y Stutzenegger (2003). Los valores más altos indican regímenes más flexibles. La demanda de inversores extranjeros se mide por los bonos de mediano y largo plazo en tenencia de no residentes sobre el PIB. Los datos son promedios para el período 1994-2000. Véase la muestra de los países incluidos en el análisis en el cuadro 1 del anexo.

resante que la relación entre la demanda de los inversores extranjeros y la composición de moneda de la deuda es opuesta a aquella mostrada por la variable del sistema financiero doméstico (los depósitos del sistema bancario), lo que sugiere que los inversores domésticos tienden a comprar bonos en moneda doméstica y los inversores internacionales demandan más bonos en moneda extranjera, lo cual implica que la base de inversores es importante. Los resultados también indican que un mayor nivel de apertura de la cuenta de capitales está asociada con una participación más alta de bonos en moneda extranjera. Esto es consistente con el hecho de que los inversores domésticos están menos restringidos en su asignación de activos cuando la cuenta de capitales está abierta, llevándolos a demandar menos deuda en moneda doméstica. En forma similar, es más probable que los inversores extranjeros inviertan en bonos de un país cuando su mercado financiero está abierto, pero tienden a hacerlo comprando bonos en moneda extranjera, como se analizó anteriormente.

Con respecto al impacto de otras variables macroeconómicas e institucionales sobre la composición de los bonos del gobierno, Claessens, Klingebiel y Schmukler (próximo a publicarse) encuentran que tasas de inflación más altas están asociadas con una proporción más baja de deuda en moneda extranjera. Esto sugiere que los tenedores de deuda en moneda extranjera son más sensibles a cambios en los factores macroeconómicos que los inversores domésticos, probablemente debido a que los inversores extranjeros se enfrentan a un conjunto más grande de oportunidades de inversión. Además, los países con una carga fiscal más alta tienden a emitir una proporción más alta de deuda en moneda extranjera.

Otra característica importante de los mercados de bonos que ha recibido gran atención es la estructura de vencimientos de la deuda. Durante la década de 1990, las economías emergentes experimentaron crisis financieras recurrentes, muchas de las cuales fueron asociadas con problemas de renovación de la deuda debido principalmente a los vencimientos de corto plazo. Existe un consenso ahora de que los países que dependen excesivamente del endeudamiento de corto plazo son más vulnerables a las reversiones repentinas en los flujos de capital y a las crisis de liquidez. Estos riesgos han llevado a diversos autores a recomendar la prolongación del vencimiento de la deuda gubernamental como un paso clave para reforzar la capacidad de recuperación frente a impactos adversos.²⁵

25 Véase, por ejemplo, Cole y Kehoe (1996); Corsetti, Pesenti y Roubini (1999); Eichengreen y Hausmann (1999); Feldstein (1999); Furman y Stiglitz (1998); Obstfeld (1998); Radelet y Sachs (1998), y Sachs, Tornell y Velasco (1996).

Pero, ¿por qué obtienen los mercados emergentes préstamos de corto plazo en primer lugar, a pesar de los conocidos riesgos asociados? Una razón obvia es que los países lo hacen porque el endeudamiento de corto plazo es lo suficientemente más barato que el endeudamiento de largo plazo como para que se justifique tomar los riesgos. Por lo tanto, puede plantearse como hipótesis que el vencimiento de la deuda observado en equilibrio puede verse como el resultado de una distribución de riesgo óptima entre un país deudor y los tenedores de bonos, dada la elección entre endeudamiento más barato de corto plazo y deuda más segura de largo plazo.²⁶ Por una parte, los inversores aversos al riesgo con un horizonte de corto plazo pueden requerir liquidar los bonos de largo plazo antes del vencimiento. Como resultado, para mantener bonos de largo plazo exigen una prima con término positivo. Por otra parte, es costoso para los países generar montos grandes de liquidez (o recaudación fiscal) en un período corto de tiempo. Por consiguiente, la deuda a largo plazo es más segura para el gobierno porque reduce los costos esperados asociados con la renovación de los bonos de corto plazo. En equilibrio, la prima de término (es decir, la diferencia entre la prima de riesgo en bonos de largo plazo y aquella en bonos de corto plazo) debe ser positiva en promedio.²⁷

Para evaluar empíricamente estas predicciones teóricas, Broner, Lorenzoni y Schmukler (2004) utilizan datos semanales de 1990 hasta 2003 para ocho economías emergentes, y los compara con datos sobre bonos soberanos de Alemania y de Estados Unidos (considerados

26 La dependencia de los países emergentes en la deuda de corto plazo también ha sido interpretada como un resultado de un precompromiso: la deuda de corto plazo puede servir como un mecanismo de compromiso para deudores en un contexto de inconsistencia intertemporal. (Véase, por ejemplo, Blanchard y Missale 1994; Calvo 1988; Jeanne 2000, y Rodrik y Velasco 1999). Tirole (2002) explica que la deuda de corto plazo y en moneda extranjera reduce los problemas de inconsistencia intertemporal. De la Torre y Schmukler (2004) argumentan que debido a la opción de litigación de un reclamo, la estrategia dominante para los acreedores es cubrirse contra el riesgo de precios utilizando deuda de corto plazo denominada en moneda extranjera y tomar, en lugar de ello, una mayor exposición al riesgo de *default*.

27 La prima de término debe ser más alta durante las crisis financieras y la emisión de deuda debe desplazarse hacia vencimientos más cortos cuando las crisis son resultado de un aumento en la aversión al riesgo de los tenedores de bonos. Por otra parte, la emisión de deuda debe moverse hacia vencimientos más largos cuando las crisis son resultado de una disminución en la capacidad de repago esperada del país. Todas estas predicciones están apoyadas por evidencia presentada en Broner, Lorenzoni y Schmukler (2004), donde también se desarrolla un modelo formal.

libres de riesgo) para calcular primas de riesgo.²⁸ Tal como se esperaba, la evidencia muestra que el costo de emitir a largo plazo es, en promedio, más alto que el costo de emitir a corto plazo. Al considerar a todos los países en la muestra, el exceso de retornos es positivo para todos los tamaños de cupones y vencimientos. Aún más importante, el exceso de retorno aumenta con el vencimiento en todos los casos, de manera que la prima de término es también positiva.²⁹ ¿Qué nos dicen estos resultados acerca de cuánto pagan los mercados de bonos emergentes en relación con bonos comparables libres de riesgo? En promedio, los inversores reciben un retorno anualizado 3% más alto cuando invierten en un bono de un mercado emergente a tres años que cuando invierten en un bono alemán o estadounidense a tres años, y un retorno anualizado 7% más alto cuando invierten en un bono de un mercado emergente a 12 años que cuando invierten en un bono a 12 años alemán o estadounidense. En otras palabras, los bonos de mercados emergentes pagan una prima de riesgo positiva y una prima de término positiva. En total, los datos muestran una relación negativa entre el costo relativo del endeudamiento de largo plazo *versus* el de corto plazo, y el vencimiento de la nueva deuda emitida. En otras palabras, cuando la deuda de largo plazo se encarece, los países dependen más de la deuda de corto plazo. La evidencia también muestra que es menos probable que los países emitan bonos durante tiempos de crisis y, más generalmente, cuando los márgenes son altos.

Los resultados anteriores tienen implicaciones de política importantes para la discusión acerca de cómo manejar las crisis financieras. Si el riesgo moral fuera el principal problema detrás de las decisiones gubernamentales, los esfuerzos para evitar o reducir el costo de las crisis a través de préstamos del Fondo Monetario Internacional u otros mecanismos de provisión de liquidez, agravarían el problema de riesgo moral, debilitando con esto la disciplina política y aun reduciendo el bienestar social. Sin embargo, la evidencia no sustenta el enfoque de que cuando el riesgo moral es un problema los países se endeudan a corto plazo con el fin de comprometerse anticipadamente con las po-

28 Su muestra corresponde a aquellas economías emergentes que se endeudaron fuertemente en moneda extranjera durante ese período, porque estas economías proporcionan datos para un conjunto de bonos de diferentes vencimientos lo suficientemente grande en cada momento en el tiempo. Los países analizados son Argentina, Brasil, Colombia, México, Rusia, Turquía, Uruguay y la República Bolivariana de Venezuela.

29 Además, los retornos en exceso disminuyen con el tamaño de los cupones. Esto es lo esperado, dado que las primas de término son positivas y la duración es una función decreciente del tamaño de los cupones.

líticas correctas. Si, por otra parte (y como lo sugiere la evidencia analizada), los países se endeudaron a corto plazo sencillamente porque la deuda de largo plazo es muy costosa, los mismos mecanismos de prevención de crisis mejorarían el bienestar. Los beneficios provendrían no solamente del menor número de crisis y de crisis menos severas, sino también de un endeudamiento más económico a largo plazo como resultado de la reducción en el precio del riesgo de la deuda de largo plazo.

Impacto de las reformas

Como se analizó en el capítulo 2, durante los últimos 20 años muchos países fomentaron el desarrollo del mercado de capitales doméstico implementando reformas significativas, incluyendo la liberalización financiera, mejoras en los sistemas de despeje y liquidación de títulos valores, y desarrollo de marcos regulatorios y de supervisión. Sin embargo, los mercados de capitales en muchos mercados emergentes no se desarrollaron en la forma esperada. El gran número de iniciativas y reformas de política y el desempeño desalentador de los mercados de capitales dan lugar a diversas preguntas. ¿Es posible que los mercados de capitales no respondan significativamente a las reformas y que las prescripciones y expectativas de política hayan estado basadas únicamente en evidencia de otros países, similar a aquella antes reportada? ¿Hay otros factores que afectan los mercados de capitales domésticos y que desvían el impacto de las reformas? ¿Se necesita más tiempo para ver los frutos completos de las reformas? ¿Fueron las expectativas iniciales muy optimistas?

La respuesta a estas preguntas requiere un análisis econométrico del impacto de las reformas sobre el desarrollo del mercado de capitales doméstico. Como se analizó antes, este tipo de análisis complementa la evidencia de corte transversal sobre el papel de las bases, ya que se concentra en el efecto de las reformas dentro del país ignorando las diferencias entre países. También puede ser más informativo para los hacedores de política, ya que se concentra en variables que están dentro de su control.

En esta sección, por tanto, examinamos la evidencia sobre los efectos de las reformas relacionadas con el mercado de capitales sobre el desarrollo de los mercados de acciones domésticos. Nos enfocamos en seis tipos de reformas: liberalización del mercado de acciones, mejora en las leyes contra el uso de información privilegiada, introducción de sistemas de negociación electrónica completamente automatizados, programas de privatización, reformas estructurales del sistema de pen-

sión (es decir, desplazamiento de un sistema público de beneficios definidos, a un sistema de contribución definida, con fondos y gerenciamiento privados) y reforma institucional.³⁰ Analizamos también la evidencia de De la Torre, Gozzi y Schmukler (2006b). Antes de presentar los resultados, describimos brevemente las reformas bajo análisis y la forma en la cual se esperaba que éstas fomentaran el desarrollo del mercado de capitales doméstico.

La liberalización del mercado de acciones es la decisión de un gobierno de permitir que inversores extranjeros compren acciones en el mercado de acciones local y que los inversores domésticos compren acciones en el exterior. Los modelos internacionales de fijación de precios de activos predicen que la integración con los mercados financieros mundiales debe conducir a una reducción en el costo del capital.³¹ Diversos estudios han evaluado empíricamente el impacto de la liberalización del mercado de acciones sobre el costo del capital accionario, encontrando evidencia de un aumento en los precios de las acciones alrededor de la fecha de liberalización y una reducción en el costo de capital de allí en adelante.³² En otros documentos se analiza el impacto de la liberalización del mercado de acciones sobre variables reales, reportando aumentos significativos en la inversión y en el crecimiento económico luego de la liberalización.³³ En relación con el desarrollo del mercado de acciones, la liberalización incrementa el rango de capital disponible para las empresas locales y amplía la base de inversores. Es probable que esto conduzca a una mayor liquidez y a mayor búsqueda de información, mejorando la cantidad y la calidad de la información disponible para los participantes en el mercado. Además, el escrutinio de los inversores y de los analistas extranjeros puede aumentar la transparencia y promover la adopción de mejores prácticas de gobierno corporativo, reduciendo los problemas de agencia. Por consiguiente, se esperaba que la liberalización resultara en mercados de acciones más desarrollados y más eficientes.

30 Aunque estas reformas fueron una parte significativa de los programas de reforma al mercado de capitales implementados por la mayoría de los países, esta lista no es exhaustiva y no tiene intención de cubrir todas las iniciativas de política orientadas hacia el fomento del desarrollo del mercado accionario que fueron implementadas durante las últimas décadas.

31 Véase, por ejemplo, Alexander, Eun y Janakiramanan (1987); Eun y Janakiramanan (1986); Errunza y Losq (1985); Stapleton y Subrahmanyam (1977), y Stulz (1999a).

32 Véase, por ejemplo, Bekaert y Harvey (2000); Henry (2000a, 2003); Kim y Singal (2000), y Edison y Warnock (2003).

33 Véase, por ejemplo, Bekaert, Harvey y Lundblad (2005), y Henry (2000b, 2003).

Como se describe en el capítulo 2, durante las últimas décadas los gobiernos aprobaron nuevas leyes y regulaciones tendientes a crear el marco legal y regulatorio apropiado para el florecimiento de los mercados de capitales. Muchos países trataron de mejorar las prácticas de gobierno corporativo introduciendo nuevos estándares en un gran número de áreas diferentes, incluyendo derechos de votación, procedimientos para ofertar y la estructura de la junta directiva. Algunos países también reglamentaron nuevas regulaciones contra el uso de información privilegiada y mejores estándares de contabilidad y revelación. Como se analizó antes, la literatura reciente ha enfatizado el papel de la protección a inversores minoritarios en el desarrollo de los mercados de acciones. La mayoría de los datos de países disponibles para esta variable son invariables en el tiempo y por consiguiente no pueden ser utilizados para analizar el impacto de las reformas. Una alternativa para explicar la mejora en el marco legal para los inversores es enfocarse en la exigibilidad de las regulaciones sobre uso de información privilegiada.³⁴

Los hacedores de política también lograron progresos importantes en el establecimiento y la mejora del entorno básico para las operaciones de mercado, incluyendo nuevas políticas relacionadas con bolsas centralizadas, sistemas de despeje y liquidación, plataformas de negociación y arreglos de custodia. Se esperaba que estas reformas mejoraran el desempeño del mercado aumentando la liquidez, mejorando la eficiencia y reduciendo los costos de negociación. La evidencia disponible parece confirmar esta expectativa. Por ejemplo, se ha encontrado que la introducción de sistemas automatizados de negociación electrónica aumenta la liquidez y mejora la eficiencia reduciendo los costos de transacción y mejorando la disponibilidad de información; estos sistemas de negociación también ayudan a atraer nuevos grupos de liquidez proporcionando un acceso remoto asequible para los inversores.³⁵

34 Bhattacharya y Daouk (2002) realizan una extensa encuesta de las leyes de protección contra el uso de información privilegiada, encontrando que estas leyes existían en 87 países en 1998, pero éstas se habían hecho respetar, según lo evidenciado por las resoluciones judiciales, en sólo 38 de éstos. También encuentran que el costo de capital no cambia después de la introducción de estas regulaciones, pero se reduce considerablemente después de la primera resolución judicial.

35 Véase en Domowitz y Steil (1999) una discusión del impacto de la negociación electrónica sobre la industria bursátil. Blennerhassett y Bowman (1998) reportan una caída en los costos de transacción después del cambio a negociación electrónica en la bolsa de valores de Nueva Zelanda. Green *et al.* (2003) tam-

Como se describe en el capítulo 2, en los últimos 20 años los gobiernos en todo el mundo han emprendido programas de privatización significativos. Los ingresos por ventas a nivel mundial provenientes de la privatización se dispararon durante la década de 1990, llegando a un máximo en 1998 de más de US\$100 mil millones. El proceso de privatización fue motivado por el deseo de aumentar los ingresos por ventas del gobierno, promover la eficiencia económica y reducir la interferencia gubernamental en la economía. El desarrollo doméstico del mercado de capitales fue también un objetivo explícito de los programas de privatización en muchos países. Las privatizaciones tuvieron un impacto directo sobre la capitalización del mercado accionario doméstico, ya que muchos gobiernos realizaron ventas de privatización a través de ofertas de acciones en las bolsas locales.³⁶ Debido a las externalidades positivas generadas por las decisiones de registro, se esperaba que estas emisiones fomentaran el desarrollo del mercado de acciones aumentando las oportunidades de diversificación disponibles para los inversores, estimulando por consiguiente la actividad negociadora y nuevos registros por parte de empresas privadas. Las privatizaciones con emisión de acciones también podían aumentar la participación de los inversores minoritarios no informados en las bolsas de valores locales, reduciendo la selección adversa en el mercado y aumentando la liquidez.³⁷ Los programas de privatización, aún sin ofertas públicas en las bolsas de valores locales, también pueden fomentar el desarrollo del mercado de acciones reduciendo el riesgo político y dando señales de un compromiso con las políticas orientadas hacia el mercado.

Otra reforma significativa en muchos países, especialmente en América Latina y Europa del este, fue el desplazamiento de los sistemas de pensión de reparto, administrados públicamente, hacia los sistemas con fondos manejados privadamente de cuentas de pensión

bien encuentran mejoras en eficiencia y liquidez luego de la introducción de un sistema de negociación electrónica en la Bolsa de Valores de Mumbai.

36 Boutchkova y Megginson (2000) demuestran que las empresas privatizadas están por lo general dentro de las empresas más grandes en los mercados de acciones locales, aun en muchos países desarrollados y ellas explican una gran participación de la capitalización de mercado total.

37 Véase en Chiesa y Nicodano (2003) una revisión de los argumentos teóricos acerca del impacto de la privatización sobre la liquidez del mercado de acciones. Bortolotti *et al.* (2003) analiza el impacto de las privatizaciones con emisión de acciones (también conocidas como las SIP, share issue privatizations) en 19 países desarrollados y encuentran que éstas están asociadas con mejoras en el índice de rotación y en la liquidez.

individuales.³⁸ Entre otros beneficios, se esperaba que las reformas mejoraran la estabilidad macroeconómica, reduciendo las presiones demográficas de los sistemas público de reparto e induciendo a la reforma fiscal a absorber los costos de la transición, redujeran las distorsiones del mercado laboral, aumentaran el ahorro agregado y redujeran la interferencia política en el sistema.³⁹ La reforma pensional fue vista también como conducente al desarrollo del mercado de capitales doméstico a través de tres canales principales (Walker y Lefort, 2002), induciendo a las autoridades a mejorar el marco regulatorio (acumulando “capital institucional”), mejorando la especialización en el proceso de toma de decisiones de inversión y mejorando los incentivos para la innovación financiera.⁴⁰

Como fue mencionado, la evidencia entre países acerca de los potenciales motivadores para el desarrollo del mercado de acciones muestra que los países con mejores entornos institucionales tienden a tener mercados de acciones más activos. Sin embargo, para muchos países en desarrollo puede ser muy difícil, si no imposible, replicar el entorno institucional existente en los países desarrollados, el cual está crucialmente asociado con el desarrollo del mercado de capitales. Por consiguiente, es importante analizar el impacto de las mejoras realizadas con el tiempo en el entorno institucional (es decir, el impacto de las reformas) sobre el desarrollo del mercado de acciones, en lugar del nivel de calidad institucional entre países.

El análisis de la capitalización promedio, volumen negociado y obtención de capital antes y después de los procesos de reforma para

38 La naturaleza de las reformas difirió entre países, algunos de los cuales se pasaron a sistemas de cuentas individuales manejadas privadamente, mientras que otros crearon sistemas combinados en los que parte del sistema de pensión era de reparto y parte un sistema de fondos manejados privadamente. Véase en Rutkowski (1998, 2002) una descripción de las reformas en las economías de transición. De Ferranti, Leipziger y Srinivas (2002); Gill, Packard y Yermo (2005), y Queisser (1998), entre muchos otros, revisan la experiencia de los países de América Latina.

39 Hay una amplia literatura que analiza el impacto de las reformas estructurales del sistema de pensión. Véase, por ejemplo, Feldstein (1998), Feldstein y Liebman (2002), Orszag y Stiglitz (2001) y Banco Mundial (1994).

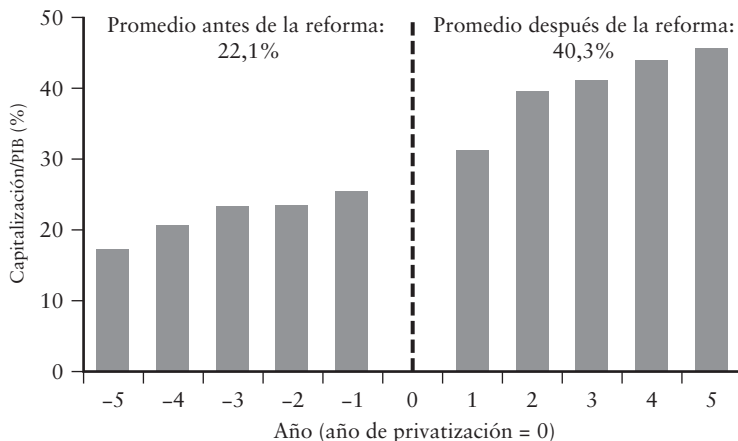
40 Walker y Lefort (2002) encuentran evidencia de una reducción en el costo de capital y mayor volumen negociado como resultado de la reforma del sistema de pensión. Catalan, Impavido y Musalem (2001) analizan la causalidad de Granger entre ahorros contractuales (activos en los fondos de pensión y las compañías de seguros de vida) y el desarrollo del mercado de acciones, y encuentran evidencia de que el crecimiento en el ahorro contractual aumenta la capitalización de mercado y el volumen negociado.

todos los mercados locales que implementaron una reforma específica, sugiere que éstas sí tuvieron un impacto positivo sobre el desarrollo del mercado de acciones doméstico, contrario al reclamo de que éstos no fueron efectivos. En efecto, en algunos países los aumentos observados en la actividad del mercado de acciones luego de las reformas son bastante grandes. En el caso de la privatización, por ejemplo, la capitalización promedio del mercado accionario sobre el PIB para aquellos países que implementaron la reforma fue 22% en los cinco años previos a la reforma y la diferencia entre los períodos de pre-reforma (cinco años antes) y pos-reforma (cinco años después) es de cerca de 16 puntos porcentuales. El gráfico 3.11 ilustra estos resultados. El panel superior muestra la capitalización doméstica promedio del mercado accionario sobre el PIB para aquellos países que realizaron programas de privatización, para cada año alrededor de la introducción de estos programas (cinco años antes y cinco años después). Observamos un gran aumento en la capitalización promedio del mercado después de la reforma. El panel inferior muestra un gran aumento en el valor negociado sobre el PIB luego de la introducción de los programas de privatización. Los gráficos 3.12 y 3.13 presentan resultados similares para la introducción de las plataformas de negociación electrónica y las mejoras en las instituciones. En todos los casos, se observa un gran aumento en la capitalización del mercado doméstico y en la negociación luego de las reformas.

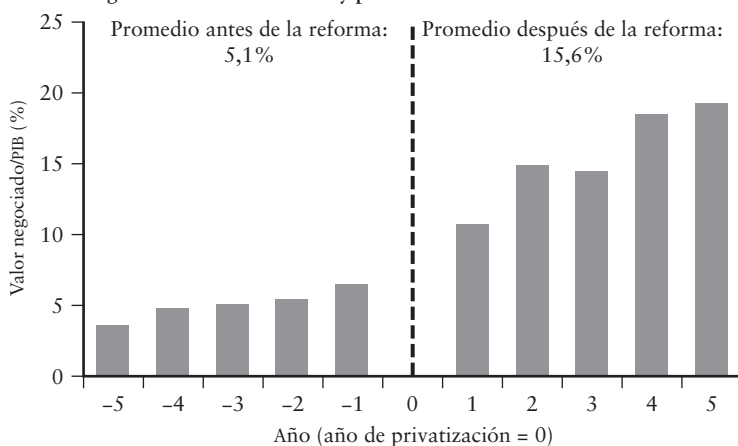
Para confirmar estos resultados en un marco de análisis formal, nos referimos a los resultados en De la Torre, Gozzi y Schumkler (2006b), quienes encuentran que todas las reformas fueron seguidas por aumentos significativos en la capitalización, en el volumen negociado y en la obtención de capital en el mercado local. Además, la mayoría de estos resultados son robustos al incluir en el análisis variables macroeconómicas domésticas e internacionales. Estos controles son importantes porque las reformas al mercado de capitales pueden ser contemporáneas a otros cambios de política (como los programas de estabilización macroeconómica, la liberalización del comercio y la reducción de los controles cambiarios) o pueden ocurrir en buenos momentos del ciclo de negocios doméstico y/o internacional y, por consiguiente, los aumentos observados en la actividad del mercado de acciones podrían ser explicados por estos factores y no por las reformas. Otra preocupación al analizar el impacto de las reformas es que la mayoría de los países implementaron diversas reformas al mercado de capitales en un período relativamente corto. Por tanto, los cambios observados en la actividad del mercado de acciones alrededor de una reforma pueden no haber sido causados por la reforma específica bajo análisis, sino más bien por otras reformas al mercado de capitales im-

Gráfico 3.11 Relación entre el desarrollo del mercado doméstico de acciones y la privatización

a. Capitalización del mercado doméstico y privatización



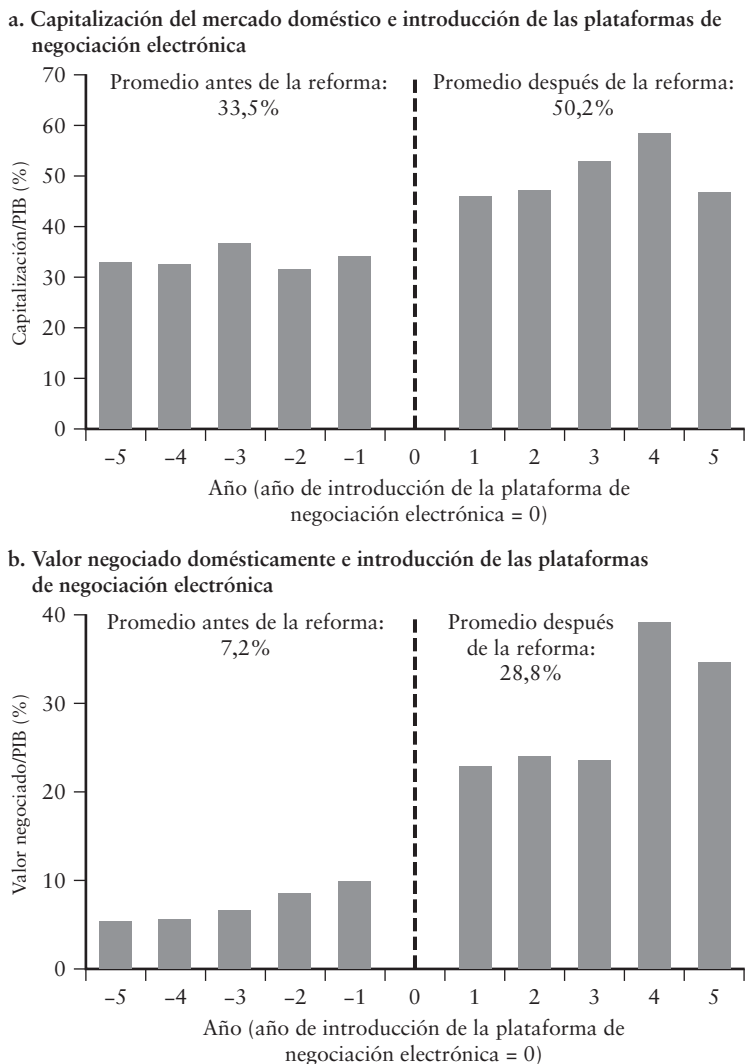
b. Valor negociado domésticamente y privatización



Fuentes: De la Torre, Gozzi y Schmukler (2006b); Estadísticas de S&P Mercados de acciones; Banco Mundial.

Nota: Los datos son promedios para países que implementaron la reforma, con un mínimo de dos años con datos disponibles antes y después de la reforma. Véase una muestra de países incluida en el análisis y las fechas de las reformas en el cuadro 2 del anexo.

Gráfico 3.12 Relación entre el desarrollo del mercado doméstico de acciones y la introducción de las plataformas de negociación electrónica

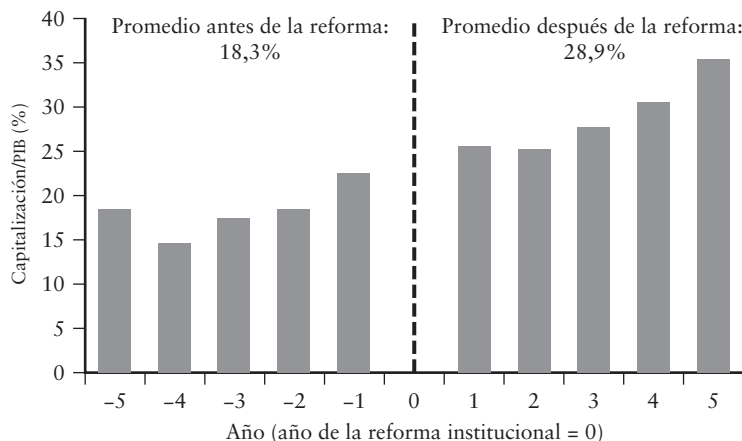


Fuentes: De la Torre, Gozzi y Schmukler (2006b); Estadísticas S&P mercados de acciones; Banco Mundial.

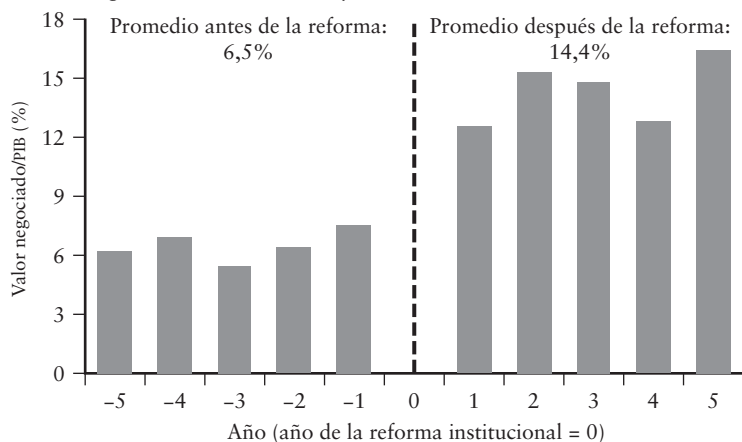
Nota: los datos son promedios para países que implementaron la reforma, con un mínimo de dos años con datos disponibles antes y después de la reforma. Véase la muestra de países incluidos en el análisis y las fechas de las reformas en el cuadro 2 del anexo.

Gráfico 3.13 Relación entre el desarrollo del mercado doméstico de acciones y la reforma institucional

a. Capitalización del mercado doméstico y reforma institucional



b. Valor negociado domésticamente y reforma institucional



Fuentes: De la Torre, Gozzi y Schmukler (2006b); Estadísticas S&P mercados de acciones; Banco Mundial.

Nota: los datos son promedios para países que implementaron la reforma, con un mínimo de dos años disponibles antes y después de la reforma. Véase la muestra de países incluidos en el análisis y las fechas de las reformas en el cuadro 2 anexo.

plementadas alrededor de la misma fecha. Aunque los resultados presentados antes se centran en medir el impacto de cada reforma separadamente, lo que puede importar más para el desarrollo del mercado de acciones es un conjunto de reformas completo y no la implementación de reformas aisladas. Sin embargo, los resultados se mantienen en su mayor parte inalterados al incluir reformas adicionales en el análisis, sugiriendo que la mayoría de las reformas individuales bajo análisis tuvieron un efecto marginal positivo en el desarrollo del mercado de acciones doméstico.

Una pregunta difícil al realizar un estudio de eventos, es si los cambios observados en las variables de interés (en nuestro caso, los indicadores de la actividad del mercado de acciones doméstico) son explicados por alguna tendencia subyacente y no por el evento bajo estudio (las reformas al mercado de capitales en nuestro análisis). En el caso analizado, esto podría ser un problema significativo ya que la mayoría de las reformas tuvo lugar en la primera mitad de la década de 1990, y el período pos-reforma coincide con una fuerte tendencia global hacia el desarrollo financiero. Dado el corto tiempo disponible para el período de la pos-reforma, es bastante difícil individualizar estadísticamente el impacto de las reformas respecto al posible impacto de una tendencia subyacente. No obstante, la mayoría de los resultados presentados se mantiene aun después de incluir posibles efectos temporales en el análisis.

En resumen, la evidencia sugiere que las reformas al mercado de capitales fueron seguidas por aumentos significativos y bastante grandes en la actividad del mercado de acciones doméstico, contrario a la percepción prevaleciente en muchas economías emergentes de que ellas no fueron efectivas. Esto da lugar a la pregunta de qué es lo que explica el contraste entre la evidencia y la percepción general. Por una parte, las expectativas de principios del período de reforma pueden haber sido indebidamente optimistas.⁴¹ También, y a pesar de lo que

41 En un contexto más general, Loayza, Fajnzylber y Calderón (2005) analizan si el resultado, en términos de crecimiento-, de las reformas de la década de 1990 en América Latina puede ser interpretado como una decepción. Para esto, estiman el impacto esperado de las reformas sobre el crecimiento económico utilizando regresiones de corte transversal entre países y comparan la tasa de crecimientos predicha por el modelo con las observadas durante la década de 1990. Encuentran que la mayoría de los países latinoamericanos experimentaron tasas de crecimiento consistentes con su grado de reformas, y por tanto concluyen que las reformas tuvieron el impacto esperado. Sin embargo, el retorno económico estimado de las reformas es bastante bajo en muchos casos, sugiriendo que las expectativas iniciales pueden haber sido en exceso optimistas.

muchos reclaman, en algunos países las reformas clave no llegaron a iniciarse, mientras que otras reformas, con frecuencia, fueron implementadas en forma incompleta o inconsistente. Por otra parte, los hacedores de política han sido muy impacientes, esperando con frecuencia que los resultados se materializaran más pronto de lo justificado. En el capítulo 4 investigamos las diferentes explicaciones para la brecha entre resultados y expectativas en mayor detalle.

Internacionalización del mercado de acciones

Como se analizó en el capítulo 2, la globalización financiera avanzó sustancialmente durante las décadas pasadas, con mayores flujos de capital entre países, vínculos más estrechos entre mercados financieros y una presencia comercial más grande de las empresas financieras extranjeras alrededor del mundo. Un elemento importante de esta tendencia de globalización ha sido el aumento en las actividades bursátiles que tienen lugar en el exterior, en forma más notoria para los mercados emergentes pero también para los países desarrollados. Muchas empresas se registran ahora cruzadamente en las bolsas de valores internacionales, siendo los *DR* un instrumento particularmente popular para acceder a los mercados internacionales. Para diversos países, la actividad en el exterior excede ahora la actividad en el mercado doméstico.

En esta sección se analizan los factores detrás de la internacionalización de la actividad del mercado de acciones y sus efectos sobre los mercados locales. Un punto importante a considerar es que no es sencillo determinar *ex ante* la forma en la que están relacionados los diferentes factores al proceso de internacionalización y, por consiguiente, se requieren estudios empíricos para evaluar la validez de las diferentes explicaciones.

Factores detrás de la internacionalización

Primero nos concentramos en la relación entre las bases económicas e institucionales y la medida de la internacionalización del mercado de acciones. Luego, analizamos la relación entre las reformas y el proceso de internacionalización.

El papel de las bases económicas e institucionales. Una pregunta central acerca de la internacionalización de las actividades bursátiles es la forma en la que las bases económicas se relacionan con este proceso y, en particular, la forma en la cual la internacionalización se ve

afectada por aquellos factores que fueron mostrados en la sección anterior para motivar el desarrollo de los mercados de capitales locales. Las respuestas a estas preguntas no son obvias y hay, en principio, al menos dos puntos de vista posibles acerca de la relación entre las bases económicas y la internacionalización.

Un enfoque sostiene que mejores entornos institucionales y macroeconómicos estimulan el desarrollo de los mercados de acciones domésticos, y reducen la necesidad y el deseo de utilizar los mercados internacionales. La primera parte de este enfoque no está sujeta a controversias, como lo ilustra la evidencia y la literatura analizada en la sección anterior. La segunda parte se basa en un diverso número de estudios recientes sobre internacionalización y es debatible. De acuerdo con este enfoque, entornos domésticos no desarrollados inducen a las empresas y a los inversores a utilizar los mercados internacionales más intensamente. Un entorno doméstico desfavorable ha sido durante mucho tiempo considerado una de las principales razones para la fuga de capitales y para el mayor uso por parte de los residentes domésticos de todo tipo de servicios financieros ofrecidos internacionalmente.⁴² Un entorno como este puede afectar también los servicios ofrecidos por los mercados de acciones, en los cuales las empresas pueden desear escapar de un sistema doméstico con instituciones débiles. Karolyi (2004), por ejemplo, argumenta que el crecimiento de los programas de ADR en las economías emergentes es consecuencia del mal funcionamiento de los mercados de acciones, resultante de fuerzas económicas, legales o institucionales que crean incentivos para que las empresas se retiren. Por otra parte, algunos autores argumentan que los mercados internacionales son más atractivos para las empresas en entornos institucionales débiles puesto que éstos les ofrecen la capacidad de “atarse” a un sistema que ofrece mayor protección a los inversores minoritarios.⁴³ Como consecuencia, de acuerdo con este enfoque,

42 En la literatura sobre los determinantes de la fuga de capitales (por ejemplo, Collier, Hoefler y Pattillo, 2000; Schineller 1997, y Sheets 1996) se ha encontrado que los residentes deciden invertir su riqueza en el exterior debido a un clima de inversión doméstica adverso, incluyendo inestabilidad macroeconómica e instituciones débiles.

43 La literatura sobre “bonding” se ha ampliado en años recientes (véase una revisión en Benos y Weisbach, 2004). Uno de los primeros artículos en esta literatura es Coffee (1999), quien argumenta que el registro en otra bolsa con mejor protección al inversionista es una forma de *bonding*, creando un compromiso creíble y vinculante por parte del emisor para proteger los intereses de los accionistas minoritarios. Reese y Weisbach (2002) encuentran que después de registrar en las bolsas de Estados Unidos, es más probable que las empresas

entornos domésticos débiles están asociados no sólo con un menor desarrollo de los mercados domésticos sino también con un mayor uso de los mercados internacionales. Se desprende de este enfoque que las mejoras en las bases económicas que ayudan a desarrollar los mercados domésticos reducirían el uso de los mercados internacionales.

Un segundo enfoque considera que, en lugar de lo anterior, mejores entornos domésticos aumentan el atractivo de los activos para los inversores, aumentando el papel de los mercados internacionales. Cuando mejoran las bases económicas del país en el que la empresa opera, los mercados ofrecerán, generalmente, una mayor cantidad de financiación externa, mayor liquidez y un costo más bajo de capital. Bajo este enfoque, factores macroeconómicos e institucionales determinan la voluntad relativa de los inversores domésticos e internacionales para proporcionar financiación a las empresas. Los inversores en los mercados internacionales, con capacidad para invertir globalmente, pueden recompensar un mejor entorno más que los inversores en los mercados domésticos. Por tanto, mejores bases económicas domésticas conducirán, bajo este enfoque, a un mayor (y no a un menor) uso de los mercados de capitales internacionales.

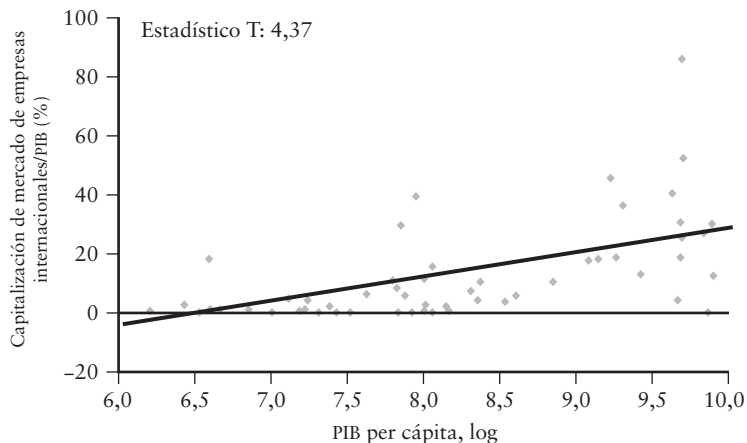
Cabe aclarar que bajo el primer enfoque, cualquier empresa, independientemente de su entorno institucional, puede elegir ir al exterior y, al hacerlo, puede escapar de un entorno doméstico débil. Bajo el segundo enfoque, sin embargo, solamente las empresas de entornos institucionales buenos pueden salir al exterior, a medida que los proveedores de capital les ofrecen acceso a los mercados internacionales en términos suficientemente atractivos.

En resumen, aunque existen argumentos teóricos tanto para un impacto positivo como para uno negativo de mejores bases económicas domésticas sobre el nivel de internacionalización, se requiere de evidencia empírica para comprobar cuál enfoque concuerda mejor con los datos. A este respecto, los gráficos 3.14 y 3.15 proporcionan algún soporte inicial para el segundo enfoque. El panel superior en el gráfi-

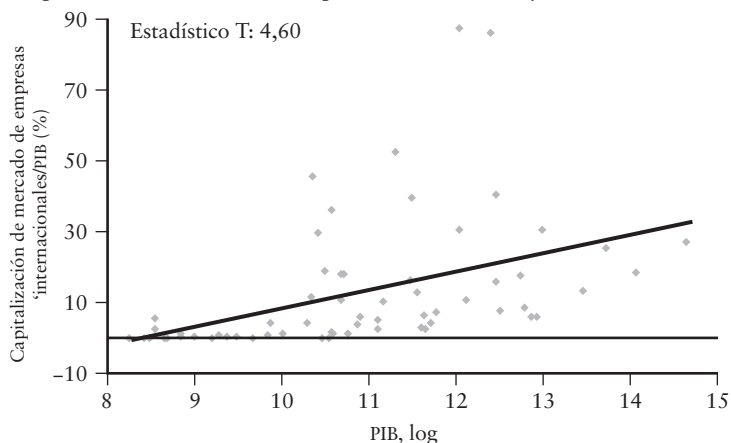
que vienen de países con un marco de gobierno corporativo emitan en forma consecutiva acciones domésticamente, puesto que el registro en otras bolsas aumenta la protección al inversionista para todos los accionistas, incluyendo aquellos fuera de Estados Unidos. Sin embargo, hay escépticos del enfoque de *bonding*. Por ejemplo, Licht (2003) y Siegel (2005) argumentan que los reguladores del país anfitrión generalmente proporcionan sólo protección limitada contra abusos de los derechos de los accionistas minoritarios de parte de los accionistas en control, lo cual implica que el valor del *bonding* es limitado. En términos más generales, muchos argumentan que el marco de acción para una “convergencia funcional” de la regulación sobre gobierno corporativo entre países es limitado.

Gráfico 3.14 Internacionalización del mercado de acciones relativa al PIB: relación con el PIB per cápita y con el PIB

a. Capitalización de mercado de empresas internacionales y PIB per cápita



b. Capitalización de mercado de empresas internacionales y PIB

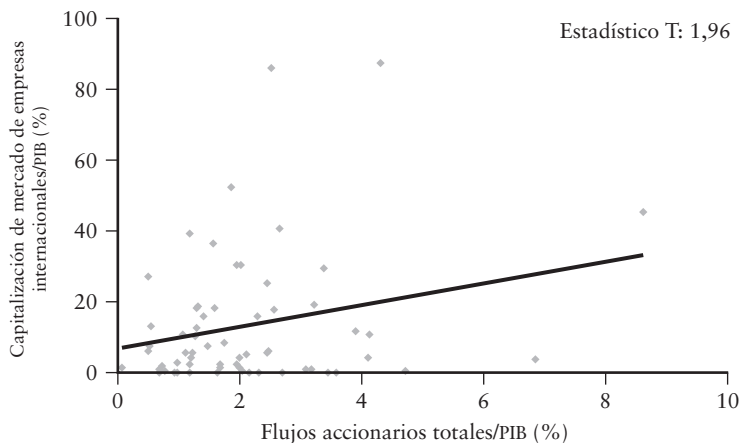


Fuentes: Bank of New York; Bloomberg; Euromoney; LSE; Nasdaq; NYSE; Worldscope; Banco Mundial.

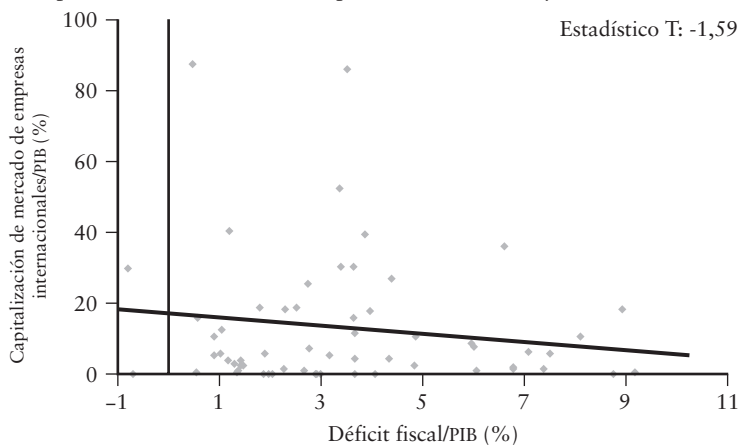
Nota: en el panel superior un valor de 8 es equivalente a un PIB per cápita de US\$2.981, y en el panel inferior un valor de 12 es equivalente a un PIB de US\$163 mil millones. Las empresas internacionales son aquellas identificadas por tener al menos un programa activo de DR en algún momento del año, o haber conseguido capital en los mercados accionarios internacionales, o haber negociado en las bolsas LSE, NYSE, o Nasdaq. Los datos son valores promedios para el período 1990-2000. Véase la muestra de países incluidos en el análisis en el cuadro 1 del anexo.

Gráfico 3.15 Internacionalización del mercado de acciones: relación con los flujos accionarios y con el déficit fiscal

a. Capitalización de mercado de empresas internacionales y flujos de capital



b. Capitalización de mercado de empresas internacionales y Public Deficit



Fuentes: Bank of New York; Bloomberg; Euromoney; LSE; Nasdaq; NYSE; Worldscope; Banco Mundial.

Nota: las empresas internacionales son aquellas identificadas por tener al menos un programa activo de DR en algún momento del año, o haber conseguido capital en los mercados de acciones internacionales, o haber negociado en las bolsas LSE, NYSE o Nasdaq. Los datos son promedios para el período 1990-2000. Véase la muestra de países incluidos en el análisis en el cuadro 1 del anexo.

co 3.14 muestra que hay una asociación positiva entre el PIB per cápita y la capitalización de mercado de empresas internacionales como porcentaje del PIB. El panel inferior muestra la correlación positiva entre el tamaño de la economía y el nivel de internacionalización. En el gráfico 3.15, el panel superior muestra una relación positiva entre la apertura financiera –medida por los flujos accionarios totales sobre el PIB– y la capitalización de las empresas internacionales, y el panel inferior ilustra la relación negativa entre los déficit fiscales y la internacionalización.

Un análisis econométrico más formal indica que estos resultados se mantienen. Claessens, Klingebiel y Schmukler (2006) analizan el impacto de las bases económicas sobre la internacionalización del mercado de acciones (registro, negociación y obtención de capital en el exterior) para una muestra grande de países durante el período 1984-2000, específicamente, el efecto de las bases sobre tres medidas de la internacionalización del mercado de acciones: la capitalización de mercado de las empresas locales “internacionalizadas”, el valor negociado en el exterior y el capital obtenido en el exterior.

Los resultados del estudio de Claessens, Klingebiel y Schmukler indican que la internacionalización del mercado de acciones está influenciada por algunos de los mismos factores que influyen en el desarrollo local del mercado de acciones. En particular, los países con niveles de ingreso más altos, con una mayor exigibilidad en el cumplimiento de las leyes, mayor apertura financiera y mejores oportunidades de crecimiento tienden a ver mayor actividad en los mercados internacionales. También, consistente con los resultados presentados para el desarrollo doméstico del mercado de acciones, las economías más grandes tienden a tener un mayor nivel de internacionalización. Por otra parte, mayor inflación y mayores déficits gubernamentales tienden a producir un impacto negativo sobre la internacionalización. En otras palabras, mejores bases económicas ayudan a desarrollar los mercados locales y a aumentar la internacionalización de la emisión y de la negociación de acciones. Estos resultados no concuerdan con la hipótesis de que los países con peores bases económicas son aquellos que ven más actividad bursátil en los mercados internacionales. En lugar de ello, los resultados apoyan el enfoque de que las empresas aprovechan más la base inversora extranjera a medida que sus países resultan más atractivos.⁴⁴

44 Estos resultados son consistentes con los resultados de Aggarwal, Klapper y Wysocki (2005), quienes analizan las tenencias de portafolio de acciones de mercados emergentes por parte de fondos mutuos de E.U. y encuentran que

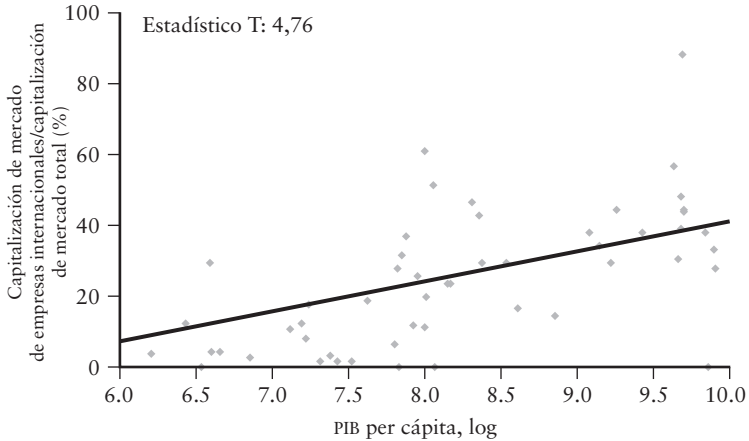
Los resultados analizados no revelan si los procesos de desarrollo del mercado de acciones local y de internacionalización son sensibles en forma similar a cambios en las bases macroeconómicas e institucionales. Una forma de medir las diferencias en sensibilidad es estudiar la forma en la cual las bases están relacionadas con la razón entre actividad extranjera y actividad doméstica. Si las actividades extranjeras y domésticas se ven afectadas en forma similar por las bases, entonces la mencionada razón no debería cambiar significativamente. Los gráficos 3.16 y 3.17 ilustran algunas de estas relaciones y sugieren que las mejoras en las bases pueden fomentar la internacionalización más que la actividad en el mercado local de acciones. En particular, el panel superior del gráfico 3.16 muestra que los países con un PIB per cápita más alto tienden a tener una mayor capitalización de mercado de empresas internacionales respecto a la capitalización total de mercado, mientras que el panel inferior presenta evidencia de una relación positiva similar entre el tamaño económico y la internacionalización. En el gráfico 3.17, el panel superior muestra una correlación positiva entre apertura financiera e internacionalización. El panel inferior muestra una relación positiva entre las oportunidades de crecimiento y la internacionalización, lo que sugiere que las empresas con mejores oportunidades tienden a salir al exterior.

Nuevamente, para evaluar las ilustraciones bivariadas anteriores se requiere un análisis empírico más formal. Claessens, Klingebiel y Schmukler (2006) realizan este análisis donde los resultados indican que el grado de internacionalización relativo a la actividad del mercado local es de hecho fomentado por mejores bases económicas. En otras palabras, mientras que el desarrollo del mercado de acciones y el nivel de internacionalización están motivados por los mismos factores, las mejoras en estas bases tienden a acelerar la internacionalización. Específicamente, aumentos en el PIB per cápita, reducciones en el nivel de inflación, mejoras en las instituciones legales, mayor apertura (tanto

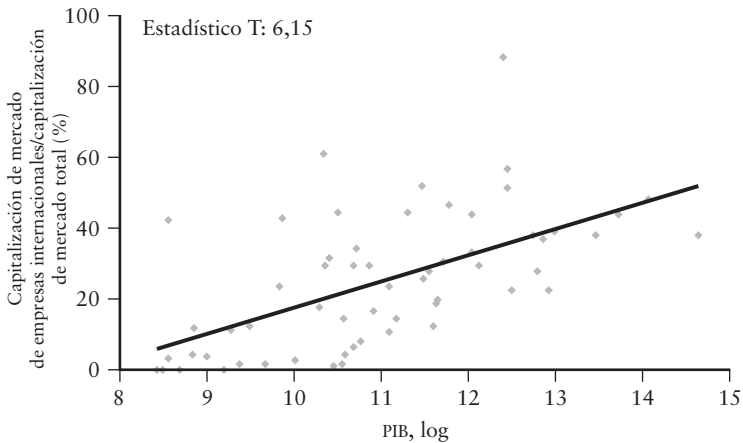
es más probable que esos fondos se inviertan en países con estándares contables, derechos de accionistas y marcos legales más sólidos. Ladekarl y Zervos (2004) analizan el proceso de asignación de inversiones empleado por los inversores en los mercados emergentes y encuentran que las políticas macroeconómicas, la calidad del gobierno corporativo y el marco legal y regulatorio son determinantes importantes acerca de si los países son considerados “candidatos para invertir” o no. Wojcik, Clark y Bauer (2004) también encuentran que es más probable que las empresas con mejores prácticas de gobierno corporativo sean registradas en bolsas de valores en Estados Unidos, en forma consistente con el enfoque de que mejores bases económicas permiten a las empresas acceder a los mercados extranjeros.

Gráfico 3.16 Internacionalización del mercado de acciones: relación con el PIB per cápita y el PIB

a. Capitalización de mercado de empresas internacionales/Capitalización de mercado total y PIB per cápita



b. Capitalización de mercado de empresas internacionales/Capitalización de mercado total y PIB

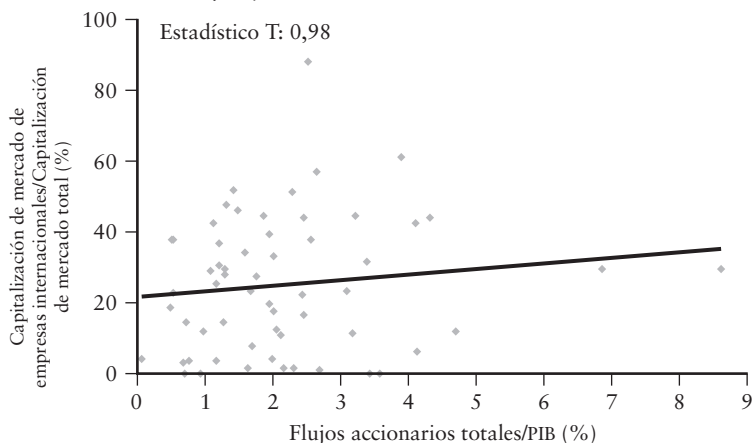


Fuentes: Bank of New York; Bloomberg; Euromoney; LSE; Nasdaq; NYSE; Worldscope; Banco Mundial.

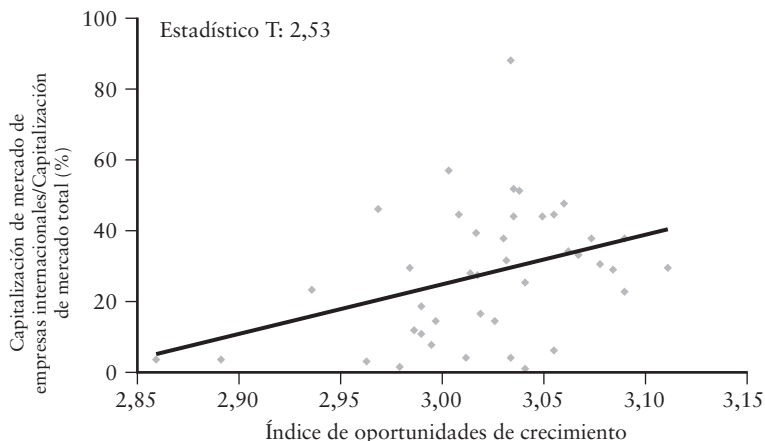
Nota: en el panel superior un valor de 8 es equivalente a un PIB per cápita de US\$2.981, y en el panel inferior un valor de 12 es equivalente a un PIB de US\$163 mil millones. Las empresas internacionales se identifican por tener al menos un programa activo de DR en algún momento del año, o haber conseguido capital en los mercados accionarios internacionales, o haber negociado en LSE, NYSE o Nasdaq. Los datos son valores promedios para el período 1990-2000. Véase la muestra de los países en el análisis en el cuadro 1 del anexo.

Gráfico 3.17 Internacionalización del mercado de acciones: relación con los flujos accionarios y oportunidades de crecimiento

a. Capitalización de mercado de empresas internacionales/Capitalización de mercado total y flujos de acciones



b. Capitalización de mercado de empresas internacionales/Capitalización de mercado total y oportunidades de crecimiento



Fuentes: Bank of New York; Bloomberg; Euromoney; LSE; Nasdaq; NYSE; Worldscope; Banco Mundial; Bekaert *et al.* (próximo a publicarse).

Nota: las empresas internacionales son aquellas que se identifican por tener al menos un programa activo de DR en cualquier momento del año, o haber conseguido capital en los mercados accionarios internacionales, o haber negociado en LSE, NYSE o Nasdaq. Los datos son promedios para el período 1990-2000. Véase en el cuadro 1 anexo, la muestra de los países en el análisis. El índice de oportunidades de crecimiento de país es de Bekaert *et al.* (próximo a publicarse). Véase la muestra de países incluida en el análisis en el cuadro 1 del anexo.

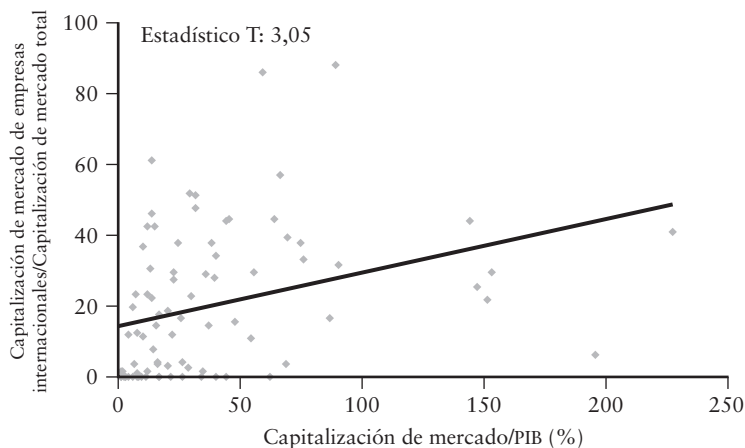
en términos de reglas como de integración real) y mejores oportunidades de crecimiento conducen a un incremento en la proporción de actividades del mercado de acciones (registro, negociación y obtención de capital) que tienen lugar en el exterior.

Más aún, para examinar si las empresas se internacionalizan para escapar de entornos domésticos débiles, es útil investigar la relación entre internacionalización y desarrollo (pasado) del mercado de acciones. Si el desarrollo del mercado local está asociado positivamente con la proporción de actividad en los mercados internacionales en años posteriores, entonces existiría un elemento adicional para apoyar la hipótesis de que los países con buenos entornos domésticos también experimentan mayor internacionalización. Una relación negativa apoyaría, por el contrario, la idea de que la empresa se internacionaliza con el fin de abandonar mercados locales menos desarrollados. El gráfico 3.18 muestra que el desarrollo doméstico del mercado de acciones, medido por la capitalización de mercado sobre el PIB, está correlacionado con el grado de internacionalización. Además, Claessens, Klingebiel y Schmukler (2006) encuentran que el desarrollo del mercado doméstico está asociado en forma positiva y significativa con la internacionalización subsiguiente. Sin embargo, la prueba de esta relación no es sencilla, porque el verdadero vínculo subyacente entre desarrollo del mercado de acciones doméstico y grado de internacionalización no es obvio, ya que los países con mercados más desarrollados pueden ver más migración hacia el exterior, pero el desarrollo del mercado de acciones puede entonces verse obstaculizado por esta internacionalización. Es difícil saber si uno tiene el modelo econométrico correcto y, por consiguiente, los resultados deben ser interpretados con cuidado.

En resumen, la evidencia no es consistente con el enfoque de que los países con malas bases económicas deben ver una internacionalización del mercado de acciones relativamente mayor (y un menor desarrollo del mercado local). En lugar de esto, apoya el enfoque de que el acceso a los mercados internacionales depende en parte de la evaluación que los inversores hagan del entorno del país doméstico y que las mejores bases económicas hacen que las empresas sean más atractivas para los inversores en los mercados internacionales. Estos resultados sugieren que, mientras los países pueden preocuparse acerca de la internacionalización, el proceso de integración con el sistema financiero internacional puede ser parte natural de su desarrollo global económico e institucional.

Impacto de las reformas. Para complementar el análisis anterior del efecto de las bases económicas sobre la internacionalización del

Gráfico 3.18 Relación entre la internacionalización del mercado de acciones y el desarrollo del mercado de acciones doméstico



Fuentes: Bank of New York; Bloomberg; Euromoney; LSE; Nasdaq; NYSE; Worldscope; Banco Mundial.

Nota: las empresas internacionales son aquellas que se identifican por tener al menos un programa activo de DR en algún momento del año, o haber conseguido capital en los mercados accionarios internacionales, o haber negociado en LSE, NYSE o Nasdaq. Los datos son valores promedios para el período 1990-2000. Véase la muestra de los países en el análisis en el cuadro 1 del anexo.

mercado de acciones, es útil también estudiar el efecto dentro del país de las reformas del mercado de capitales sobre el proceso de internacionalización. Como fue descrito, este tipo de análisis puede ser más informativo para los hacedores de política, ya que muestra el impacto de variables que están dentro de su control. Además, cuando las reformas empiezan a ser implementadas, hay expectativa de que éstas contribuirán al desarrollo del mercado de capitales doméstico, no solamente a través de su impacto directo en los mercados locales, sino también reduciendo los incentivos para que las empresas se internacionalicen. Al analizar el impacto de las reformas sobre la internacionalización dentro del país, podemos probar si se han cumplido estas expectativas.

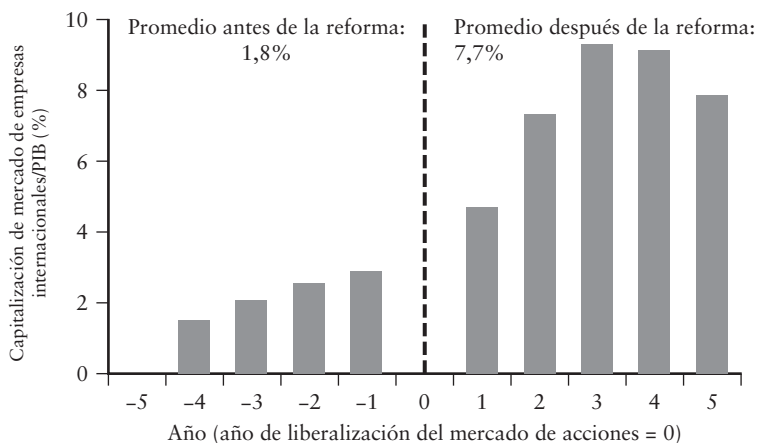
Analizamos la evidencia acerca del impacto de las reformas relacionadas con el mercado de capitales sobre la actividad en los mercados internacionales (registro en bolsa, negociación y obtención de capital), enfocado en las seis reformas que hemos mencionado: liberalización

del mercado de acciones, exigibilidad en el cumplimiento de las leyes en contra del uso de información privilegiada, introducción de sistemas de negociación electrónica completamente automatizados, programas de privatización, reformas estructurales al sistema de pensión y reformas institucionales más amplias. Los gráficos 3.19 y 3.20 ilustran los resultados. El panel superior en el gráfico 3.19 muestra la capitalización promedio del mercado accionario de las empresas internacionales cinco años antes y cinco años después de la liberalización del mercado de acciones, y el panel inferior muestra el promedio del valor negociado en el exterior sobre el PIB para el mismo período. En ambos casos, es posible ver un gran aumento en la internacionalización luego de la liberalización. El gráfico 3.20 muestra que la introducción de plataformas electrónicas y las privatizaciones están seguidas por grandes aumentos en la capitalización de mercado de empresas internacionales sobre el PIB. Estas relaciones son analizadas econométricamente en De la Torre, Gozzi y Schmukler (2006b), quienes encuentran evidencia consistente con estas figuras. Las estimaciones muestran que estas reformas tienden a ser seguidas no solamente por aumentos en la actividad del mercado de acciones doméstico, sino también por una mayor actividad en el exterior. Los resultados presentados sugieren que las reformas pueden hacer que las empresas locales sean más atractivas para los inversores extranjeros, quienes luego otorgan acceso a los mercados internacionales en términos más atractivos. Esto es consistente con los resultados sobre el papel de las bases económicas antes reportado. Algunos de los resultados pueden también reflejar el impacto directo de las reformas. En el caso de la privatización, por ejemplo, algunas empresas fueron privatizadas a través de ofertas públicas en los mercados internacionales, lo cual debe tener un efecto directo sobre las medidas de internacionalización analizadas.

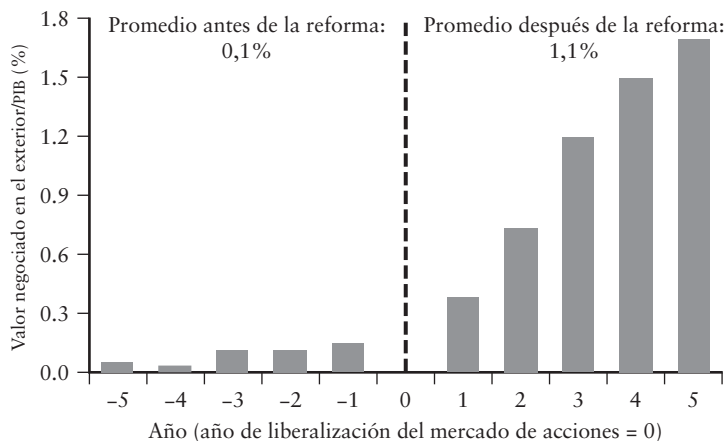
Una pregunta relevante es si las reformas son seguidas por aumentos similares en la actividad doméstica e internacional. Para responder a esta pregunta, analizamos el impacto de las reformas sobre la razón de la actividad internacional respecto a la doméstica. El gráfico 3.21 muestra que la liberalización del mercado de acciones tiende a ser seguida por grandes aumentos en la capitalización de mercado de empresas internacionales en relación con la capitalización de mercado total y en la razón del valor negociado en el exterior sobre el valor negociado domésticamente. Aunque la liberalización del mercado de acciones es una condición necesaria para que la internacionalización tenga lugar, una asociación positiva no es obvia, ya que la mayoría de los países abrieron sus mercados de acciones con la intención de atraer la inversión extranjera y desarrollar sus propios mercados financieros locales para no ver a sus empresas migrar hacia los mercados financie-

Gráfico 3.19 Relación entre la internacionalización del mercado de acciones y la liberalización del mercado de acciones

a. Capitalización de mercado de empresas internacionales y liberalización del mercado de acciones



b. Valor negociado en el exterior y liberalización del mercado de acciones

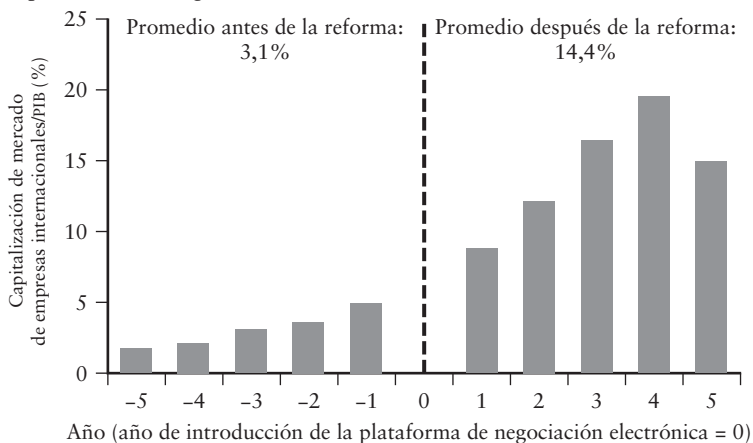


Fuentes: De la Torre, Gozzi y Schmukler (2006b); Bank of New York; Bloomberg; Euromoney; LSE; Nasdaq; NYSE; Worldscope; Banco Mundial.

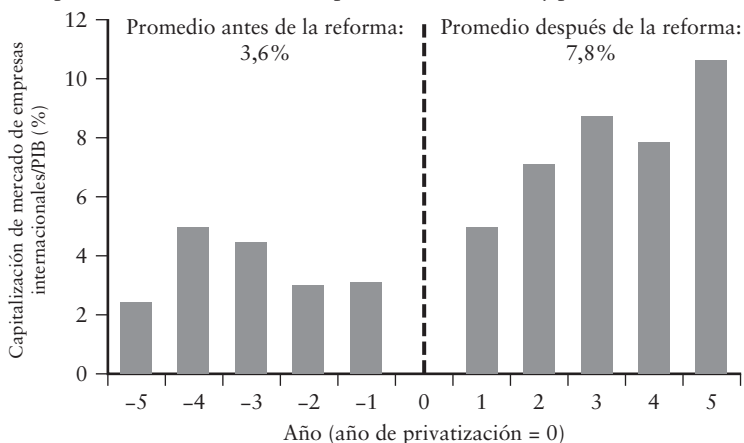
Nota: los datos son valores promedio para los países que implementaron la reforma y con un mínimo de dos años con datos disponibles antes y después de la reforma. Las empresas internacionales son aquellas identificadas por tener al menos un programa activo de DR en algún momento del año, o haber conseguido capital en los mercados de acciones internacionales, o haber negociado en LSE, NYSE o Nasdaq. Véase la muestra de los países incluidos en el análisis y las fechas de las reformas en el cuadro 2 del anexo.

Gráfico 3.20 Relación entre la internacionalización del mercado de acciones y las reformas

a. Capitalización de mercado de empresas internacionales e introducción de plataformas de negociación electrónica



b. Capitalización de mercado de empresas internacionales y privatización

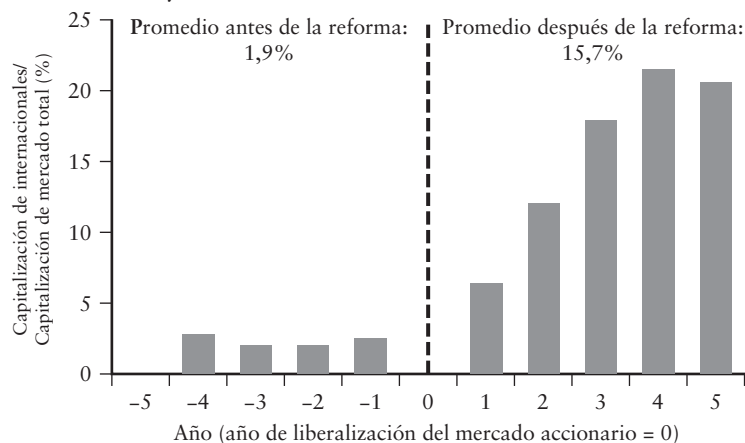


Fuentes: De la Torre, Gozzi y Schmukler (2006b); Bank of New York; Bloomberg; Euromoney; LSE; Nasdaq; NYSE; Worldscope; Banco Mundial.

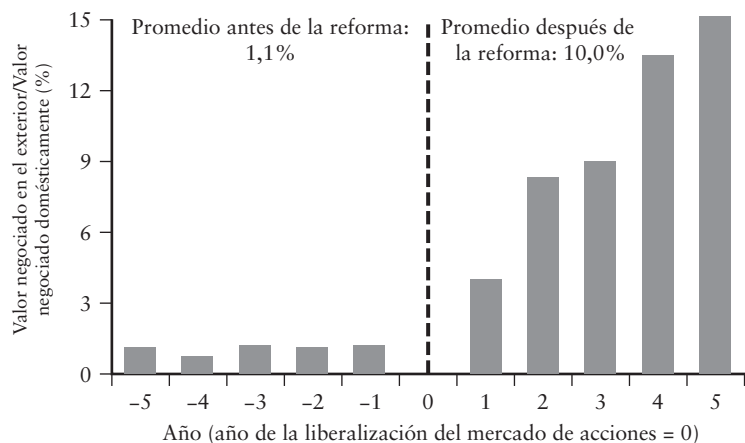
Nota: los datos son promedios para países que implementaron la reforma y con un mínimo de dos años con datos disponibles antes y después de la reforma. Las empresas internacionales son aquellas identificadas por tener al menos un programa activo de DR en algún momento del año, o haber conseguido capital en los mercados de acciones internacionales, o haber negociado en LSE, NYSE o Nasdaq. Véase la muestra de los países incluidos en el análisis y las fechas de las reformas en el cuadro 2 del anexo.

Gráfico 3.21 Relación entre la internacionalización del mercado de acciones y la liberalización del mercado de acciones

a. Capitalización de mercado de empresas internacionales/Capitalización de mercado total y liberalización del mercado de acciones



b. Valor negociado en el exterior/Valor negociado domésticamente y liberalización del mercado de acciones

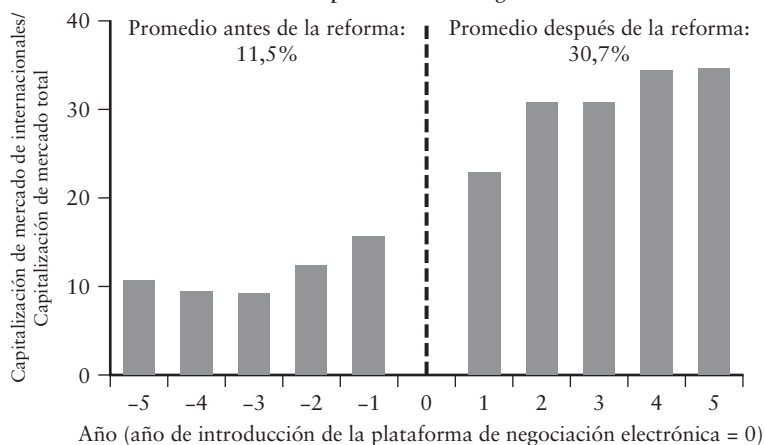


Fuentes: De la Torre, Gozzi y Schmukler (2006b); Bank of New York; Bloomberg; Euromoney; LSE; Nasdaq; NYSE; Worldscope; Banco Mundial.

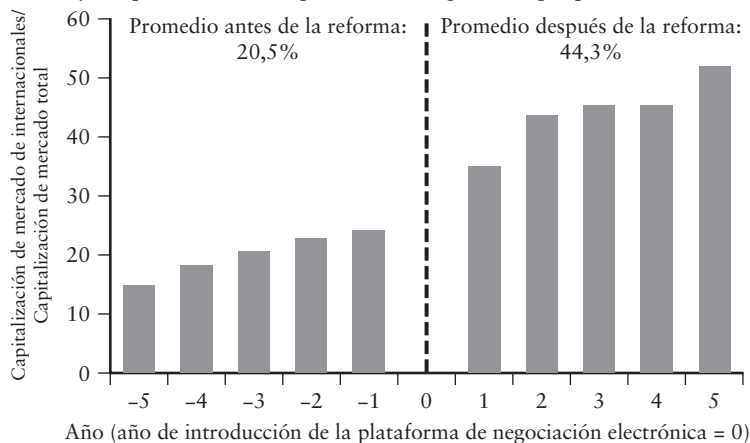
Nota: los datos son valores promedio para países que implementaron la reforma y que poseen un mínimo de dos años con datos disponibles antes y después de la reforma. Las empresas internacionales son aquellas identificadas por tener al menos un programa activo de DR en cualquier momento del año, o haber conseguido capital en los mercados de acciones internacionales, o haber negociado en LSE, NYSE o Nasdaq. Véase en el anexo del cuadro 2 la muestra de los países incluidos en el análisis y las fechas de las reformas.

Gráfico 3.22 Relación entre la internacionalización del mercado de acciones y las reformas

a. Capitalización de mercado de empresas internacionales/Capitalización de mercado total e introducción de plataformas de negociación electrónica



b. Capitalización de mercado de empresas internacionales/Capitalización de mercado total y cumplimiento de las regulaciones de negociación por personas internas



Fuentes: De la Torre, Gozzi y Schmukler (2006b); Bank of New York; Bloomberg; Euromoney; LSE; Nasdaq; NYSE; Worldscope; Banco Mundial.

Nota: los datos son valores promedio para países que implementaron la reforma y que poseen un mínimo de dos años con datos disponibles antes y después de la reforma. Las empresas internacionales son aquellas identificadas por tener al menos un programa activo de DR en cualquier momento del año, o haber conseguido capital en los mercados de acciones internacionales, o haber negociado en LSE, NYSE o Nasdaq. Véase la muestra de los países incluidos en el análisis y las fechas de las reformas en el cuadro 2 del anexo.

ros internacionales. El gráfico 3.22 muestra que la introducción de plataformas de negociación electrónica y la exigibilidad en el cumplimiento de las leyes contra el uso de información privilegiada son seguidas por aumentos en el grado de internacionalización. Estos resultados son confirmados por De la Torre, Gozzi y Schmukler (2006b), quienes, en efecto, encuentran que la mayoría de las reformas bajo análisis son seguidas por aumentos grandes y significativos en la proporción de la actividad que tiene lugar en los mercados de acciones internacionales.

Como se analizó en la sección “El impacto de las reformas” en este capítulo, una pregunta difícil que encontramos al analizar el impacto de reformas es si los aumentos observados en la actividad del mercado de acciones son causados por alguna tendencia subyacente y no por las reformas mismas. La mayoría de las reformas se realizó en la primera mitad de la década de los noventa; el período pos-reforma coincide con fuertes tendencias globales hacia el desarrollo financiero y la internacionalización. Dada la corta serie de tiempo disponible para el período pos-reforma y estas fuertes tendencias, es difícil individualizar estadísticamente el impacto de las reformas respecto de los efectos de la tendencia subyacente. Esto es particularmente difícil en el caso de las variables de internacionalización, ya que hay datos disponibles para una década solamente. Por consiguiente, la evidencia debe ser interpretada con cuidado. Se requiere análisis adicional para separar claramente el impacto de una tendencia común de aquél de las reformas y esto requerirá series de tiempo más largas de medidas de internacionalización.

Nuestras conclusiones, por tanto, deben ser tomadas como tentativas. Aunque éstas sí sugieren que las reformas no resultaron en un nivel de actividad más bajo en el exterior y en una concentración de la actividad del mercado de acciones en el mercado doméstico, como lo predecían algunos argumentos. En lugar de esto, nuestras conclusiones apoyan la hipótesis de que las reformas hacen más atractivas a las empresas locales, permitiéndoles acceder a los mercados internacionales. Estos hallazgos también sugieren que la globalización financiera podría representar un desafío significativo para los hacedores de política si, como algunos argumentos lo sugieren, la migración de la negociación hacia los mercados internacionales afecta adversamente la liquidez de aquellas empresas que permanecen en el mercado local y su capacidad para obtener nuevo capital accionario. A continuación analizamos estos argumentos.

Impacto de la internacionalización sobre los mercados de acciones locales

Una extensa literatura analiza los efectos de la internacionalización del mercado de acciones sobre las empresas que realmente acceden a los mercados financieros internacionales, encontrando que la internacionalización tiende a tener un impacto positivo.⁴⁵ Sin embargo, a los hacedores de política de los mercados emergentes cada vez con mayor frecuencia les preocupa el hecho de que, aunque buena para las empresas individuales involucradas, la internacionalización parece estar perjudicando los mercados de acciones domésticos tomados como un todo. Es sorprendente, pues, que pocas investigaciones hayan sido realizadas para examinar el impacto de la internacionalización sobre los mercados domésticos de acciones y sobre las empresas domésticas que no acceden a los mercados internacionales.⁴⁶

La literatura proporciona diferentes predicciones relacionadas con el impacto de la internacionalización sobre la actividad de negociación y liquidez del mercado de acciones local. Considere primero el mecanismo de “migración y derrames”. “Migración” significa que la internacionalización induce a un desplazamiento en la negociación de las empresas internacionales desde el mercado doméstico hacia los centros financieros internacionales. Esto puede ocurrir porque los mercados internacionales tienen costos de información y de transacción más bajos (Chowdhry y Nanda, 1991; Lang, Lins y Miller, 2003), un riesgo de liquidación más bajo (Velli, 1994), o precios del riesgo más eficientes (Patro, 2000). “Derrames” significa que el volumen negociado agregada en un mercado está relacionado con la liquidez de las accio-

45 Algunos examinan el volumen y la liquidez de las empresas internacionales en los mercados domésticos; por ejemplo, véase Hargis (2000); Noronha, Sarin y Saudagaran (1996), y Pulatkonak y Sofianos (1999). Otros estudian el impacto de la internacionalización sobre los precios de las acciones; por ejemplo, véase Alexander, Eun y Janakiramanan (1988); Foerster y Karolyi (1999), y Miller (1999). Otros analizan el tamaño, crecimiento, limitantes de financiación y la estructura de capital de las empresas; por ejemplo, véase Pagano, Roell y Zechner (2002) y Schmukler y Vesperoni (2006). Véase una revisión en Karolyi (2006).

46 Respecto de las preocupaciones acerca de que los mercados locales se están tornando ilíquidos debido a la internacionalización, véase Bovespa (1996), Federation des Bourses de Valeurs (2000), *Financial Times* (1998), *Latin Finance* (1999, 2004) y *The Economist* (2000). Para resolver la iliquidez de los mercados domésticos, los hacedores de política están tratando de encontrar nuevas soluciones, como la creación de Novo Mercado en Brasil o el establecimiento de bolsas de valores regionales (Banco Mundial, 2004b).

nes individuales. Utilizando datos de Estados Unidos, Chordia, Roll y Subrahmanyam (2000), Hasbrouck y Seppi (2001) y Coughenour y Saad (2004) encuentran que la liquidez no es simplemente un atributo específico de un activo; en lugar de esto, la liquidez de un activo individual se correlaciona con la liquidez del mercado. Más allá de la posibilidad de que factores comunes influyan sobre la liquidez de todas las empresas en un mercado, también podrían ocurrir derrames, mediante las cuales la actividad del mercado agregado influye sobre la liquidez de las empresas individuales. Podrían presentarse derrames debido a los costos fijos asociados con el manejo de un mercado, como el manejo de sociedades de bolsa y las transacciones de despeje y liquidación. Con los derrames, la migración de las empresas internacionales podría aumentar el costo por negociación de las transacciones de acciones domésticas y reducir la liquidez de las empresas domésticas. En forma combinada, la migración y los derrames implican que el registro en otras bolsas o la emisión de *DR* en los mercados de acciones internacionales públicos perjudica la liquidez de las empresas domésticas.

El proceso de internacionalización podría afectar también los mercados domésticos más allá del canal migración-derrames. Primero, la internacionalización puede inducir a un desplazamiento en la composición de la actividad de negociación en el mercado doméstico. Las empresas que se internacionalizan pueden resultar más atractivas para los agentes en el mercado doméstico si la internacionalización induce a mejoras en la reputación, en los estándares de revelación, en la cobertura del analista y en la base de accionistas.⁴⁷ Por lo tanto, los agentes en el mercado doméstico pueden desplazar su actividad de las

47 A nivel de la empresa, la internacionalización podría ser una señal de calidad. Por ejemplo, la internacionalización podría permitir a las corporaciones reducir problemas de agencia y asimetría de información, “asegurándose” ellos mismos en mercados con mayores requerimientos de revelación y sistemas de protección a los accionistas más fuertes (Doidge, Karolyi y Stulz 2004; Gozzi, Levine y Schmukler 2006; Reese y Weisbach 2002, y Siegel 2005). La internacionalización podría también reducir el costo de capital de las empresas permitiéndoles traspasar barreras del mercado. Desde esta perspectiva, la internacionalización proporciona una señal acerca de la calidad de las empresas, ya que el mercado puede distinguir mejor las buenas empresas de las malas (aquellas que no se internacionalizan). Cantale (1996) y Fuerst (1998) presentan modelos con asimetría de información y establecen un equilibrio en el cual las empresas con mejores prospectos pueden diferenciarse de las empresas con una rentabilidad futura más baja mediante el registro en otros mercados con entornos regulatorios más estrictos.

empresas domésticas que no se internacionalizan hacia empresas domésticas que sí lo hacen. Manteniendo todo lo demás constante, esta desviación de comercio implica un menor volumen negociado de empresas domésticas y mayor volumen de empresas internacionales en el mercado doméstico. Segundo, si es más deseable negociar valores en los grandes centros internacionales y si a los inversores les preocupa el riesgo idiosincrático del país, entonces, a medida que algunas empresas de un país se internacionalizan, los inversores desplazarán su negociación del riesgo de ese país (comprendiendo tanto a las empresas internacionalizadas como a las domésticas) hacia las empresas que migran al mercado internacional. Ciertamente, hay evidencia de que los inversores de E.U. prefieren acciones ADR a las acciones diferentes a ADR de una empresa local dada.⁴⁸ El desplazamiento resultante en el interés de los accionistas desde la negociación de las empresas domésticas en los mercados locales hacia la negociación de empresas internacionalizadas en el exterior, podría afectar la liquidez de las empresas domésticas más allá de cualquier efecto directo de reducción en la negociación doméstica de las empresas internacionalizadas.

A pesar de estas predicciones, algunos autores cuestionan los efectos negativos de la internacionalización en los mercados de acciones domésticos. Hargis (2000) argumenta que los registros en otras bolsas pueden transformar un mercado accionario segmentado con baja liquidez en un mercado integrado con alta actividad de negociación y liquidez. Alexander, Eun y Janakiramanan (1987) y Domowitz, Glen y Madha-van (1998) sostienen que la internacionalización estimula la negociación doméstica de las empresas internacionales aumentando la integración del mercado. Además, Halling *et al.* (2005) encuentran que la negociación extranjera de las empresas europeas desciende después de un aumento inicial, donde la liquidez retorna al mercado doméstico (efecto de “flujo revertido”). También, si la internacionalización mejora la transparencia, esto podría aumentar la negociación doméstica de empresas internacionalizadas con derrames positivos para el resto del mercado de acciones doméstico. Además, la integración podría conducir a la creación de actividad de negociación local —es decir, induciría a un desplazamiento composicional en la actividad de negociación doméstica hacia empresas domésticas que no se internacionalizan— a medida que la actividad de negociación de empresas internacionales migra hacia el exterior. También es legítimo cuestionar si la evidencia de derrames en el mercado de E.U. se generaliza a las bolsas de valores emer-

48 Véase, por ejemplo, Aggarwal, Klapper y Wysocki (2005), Bradshaw, Bushee y Miller (2004), y Edison y Warnock (2004).

gentes y si los inversores en efecto prefieren las empresas internacionales a las domésticas. Por tanto, los vínculos entre internacionalización y liquidez del mercado doméstico permanecen abiertos a preguntas empíricas.

Para dar alguna luz acerca de los efectos de la internacionalización en los mercados de acciones domésticos, resumimos nuestro análisis de Levine y Schmukler (próximo a publicarse), que ensambla datos anuales a nivel de la empresa sobre la actividad de negociación para más de 3.000 empresas en 55 países de mercados emergentes durante el período 1989-2000. La actividad de negociación es representada por el índice de rotación, es decir, el valor negociado en acciones de una empresa dividido por la capitalización de mercado de la misma.⁴⁹ Los resultados apoyan el enfoque de que la internacionalización está asociada negativamente con el índice de rotación de las empresas domésticas.⁵⁰ En particular, el índice de rotación de las empresas domésticas (aquellas empresas que nunca se internacionalizan durante el período de la muestra) disminuye a medida que aumenta la proporción de empresas internacionales en el mercado doméstico, tras incluir en el análisis otras características de empresa y de país que pueden afectar la actividad de negociación, como tamaño, PIB per cápita y entorno institucional.⁵¹ Los resultados también indican que hay un vínculo

49 El índice de rotación e indicadores similares basados en actividad de negociación son utilizados frecuentemente para representar liquidez, puesto que a) la teoría y la evidencia sugieren una asociación cercana entre el índice de rotación y el margen de compra-venta (*bid-ask spreads*), b) muchos países no tienen información sobre márgenes de compra-venta, y c) los resultados de ciertas investigaciones encuentran que el índice de rotación puede representar mejor la liquidez que los márgenes de compra-venta debido a problemas de medición de los mismos. Además, es crucial para examinar el índice de rotación, puesto que la teoría y la evidencia identifican un fuerte vínculo entre índice de rotación y desempeño de la empresa, expansión industrial y crecimiento nacional (véase, por ejemplo, Beck y Levine 2002, 2004; Demirgüç-Kunt y Maksimovic 1998, y Levine y Zervos 1998a).

50 Estos resultados son consistentes con investigación previa hecha a nivel agregado. Moel (2001) encuentra una asociación negativa entre la fracción de las empresas de un país que emite ADR y el índice de rotación total del mercado local. Karolyi (2004) también encuentra un vínculo negativo entre la emisión de ADR y el desarrollo del mercado de acciones doméstico.

51 La proporción de empresas internacionales en el mercado doméstico está dada por el número de empresas internacionales dividido por el número total de empresas registrado en el mercado doméstico (para cada país y año). Una empresa es clasificada como internacional desde el año en que ésta emite un DR, se registra en una bolsa del exterior o consigue capital allí. Si la empresa cierra su programa de DR o se retira su registro de una bolsa internacional, ésta vuelve a ser clasificada como doméstica.

positivo entre la actividad de negociación de empresas internacionalizadas en mercados internacionales y el índice de rotación de las bolsas domésticas.

Sin embargo, hay que interpretar estos resultados con precaución. Algunos pueden argumentar que éstos reflejan simplemente el hecho de que las empresas que se internacionalizan son empresas buenas y las empresas que no lo hacen son comparativamente inferiores. Aunque potencialmente cierto, esto no negaría completamente el valor de los resultados. Primero, algunas teorías analizadas anteriormente sugieren que la internacionalización dispararía el índice de rotación doméstico integrando más los mercados. Los resultados antes reportados no proporcionan soporte para esos argumentos. Segundo, al incluir en el análisis la calidad de la empresa, se obtienen los mismos resultados. Tercero, el argumento de que las empresas malas permanecerán en el mercado doméstico no necesariamente predice que la negociación en esas empresas disminuirá a medida que más empresas en el país se internacionalizan, que es lo que muestran los resultados. Cuarto, se encuentra que el índice de rotación de las empresas internacionalizadas en el mercado de acciones doméstico disminuye con la internacionalización (*véase* adelante), lo cual es inconsistente con la historia simple de que el índice de rotación de las empresas que se internacionalizan aumenta, mientras que el índice de rotación de las empresas que no lo hacen, cae.⁵²

Aunque los resultados hasta el momento proporcionan evidencia del efecto directo adverso de la internacionalización sobre el índice de rotación de las empresas domésticas, éstos no proporcionan información acerca de los mecanismos a través de los cuales este efecto opera. Para evaluar esto, examinamos además los canales a través de los cuales la internacionalización afecta el índice de rotación de las empresas

52 La evidencia sugiere que estos resultados no se deben a causalidad inversa, según la cual las empresas se internacionalizan para escapar de mercados domésticos en deterioro. Como se mencionó antes, Levine y Schmukler (próximo a publicarse) incluyen en el análisis las condiciones del mercado doméstico. Muestran además que las empresas que se internacionalizan sin proporcionar un mecanismo para hacer que sus acciones sean negociadas en mercados públicos en el exterior experimentan un aumento, no una disminución, en la actividad de negociación doméstica, lo cual actúa en forma contraria al argumento de escape. Por otra parte, los resultados presentados en la sección anterior muestran que es más probable que las empresas de países con bases económicas e institucionales buenas accedan y negocien en los mercados de capitales internacionales, lo cual también está en contra del enfoque de que las empresas de países con entornos locales débiles son aquellas que se internacionalizan.

domésticas, siguiendo nuevamente el análisis en Levine y Schmukler (próximo a publicarse).

Según se analizó anteriormente, dos posibles canales son aquellos de migración y derrames. Para evaluar si estos canales son válidos, debemos comprobar si la actividad de negociación de las empresas internacionalizadas realmente migra desde los mercados domésticos hacia los internacionales, y probar si esta migración tiene efectos externos adversos sobre el índice de rotación de las empresas domésticas restantes (es decir, las empresas que no se internacionalizan). La evidencia es consistente con el canal de migración: a medida que la fracción de empresas internacionalizadas en un país aumenta, la negociación de estas empresas se desplaza desde los mercados domésticos hacia los mercados internacionales; es decir, el índice de rotación doméstico de las empresas internacionalizadas cae. Además, hay evidencia de que también ejercen influencia efectos adversos de derrames. Específicamente, el volumen negociado doméstico de acciones internacionalizadas está relacionado fuerte y positivamente con el índice de rotación de las empresas domésticas. Por tanto, los datos son consistentes con los canales de migración y derrames: a medida que el índice de rotación de las empresas internacionalizadas en el mercado doméstico se agota debido a la migración, el índice de rotación de las empresas domésticas se reduce debido a los derrames.

En forma consistente con el canal de migración, cuando una empresa se registra en una bolsa en el exterior o emite *DR* en una bolsa pública internacional (por ejemplo, la Bolsa de Valores de Nueva York, la Bolsa de Valores de Londres o Nasdaq), el volumen de negociación doméstica de sus acciones no aumenta; en lugar de esto, la actividad de negociación tiende a migrar del mercado doméstico hacia los mercados internacionales. Sin embargo, las empresas que consiguen capital en el exterior *sin* proporcionar un vehículo fácil para lograr que sus acciones sean negociadas internacionalmente, tienden a experimentar un aumento, no una disminución, en el volumen negociado domésticamente.⁵³ El canal de migración es cuantitativamente importante. Levine y Schmukler (próximo a publicarse) encuentran que, en promedio, la proporción de actividad de negociación en el

53 Por ejemplo, las empresas que consiguen dinero a través de colocaciones privadas en Estados Unidos por medio de la Regla 144A solamente pueden negociar sus acciones entre compradores institucionales calificados en el sistema Portal. Las empresas que emiten ADR de nivel I negocian en el mercado extrabursátil, el cual no es un mercado o bolsa organizada, sino más bien una red de agentes. Estos mercados tienden a proporcionar menos liquidez que las bolsas públicas, y por consiguiente es menos probable que generen migración de la actividad de negociación al exterior.

mercado doméstico cae a menos del 60% después de la internacionalización, sin un efecto significativo de flujo revertido en la muestra de economías emergentes. Además, estudios que utilizan medidas de liquidez directas construidas a partir de datos diarios sugieren que la liquidez de una acción individual está relacionada estrechamente con el volumen transado agregado en el mercado, la cual es consistente con el argumento de derrames.⁵⁴

La migración y los derrames no son los únicos canales a través de los cuales la internacionalización puede afectar adversamente la actividad de negociación y la liquidez de las empresas domésticas. En efecto, Levine y Schmukler (próximo a publicarse) muestran que la proporción de empresas internacionales en el mercado está asociada negativamente con el índice de rotación de las empresas domésticas, aun tras incluir en el análisis los canales de migración y de derrames. Esta relación negativa señala hacia un tercer canal: el canal de desviación del comercio. La evidencia en efecto sugiere que a medida que las empresas se internacionalizan, el mercado doméstico intensifica su actividad de negociación de las acciones internacionalizadas, mientras la negociación de las empresas no internacionalizadas disminuye. Esto no compensa el resultado antes mencionado: la internacionalización conduce a una reducción neta en el índice de rotación doméstico de las empresas internacionalizadas. La evidencia es consistente con los argumentos que enfatizan que cuando una empresa se internacionaliza, esto mejora su reputación, transparencia y la base de accionistas en formas que la hacen más atractiva en relación con las empresas domésticas. En resumen, la desviación del comercio doméstico es otro mecanismo a través del cual la internacionalización reduce el índice de rotación de las empresas que no se internacionalizan.

Finalmente, hay otro canal a través del cual la internacionalización puede afectar la actividad de negociación y la liquidez del mercado doméstico. Levine y Schmukler (2006) encuentran que la fracción del volumen negociado de las acciones de un país que ocurre en los mercados internacionales está relacionada fuertemente y en forma negativa con la liquidez de las empresas no internacionalizadas. Por ejemplo, los resultados indican que a medida que Nueva York se convierte en un lugar de negociación más importante para los capitales accionarios mexicanos (en relación con el volumen negociado total), el índice de

54 Específicamente, para las medidas de liquidez utilizan el índice de iliquidez de Amihud (2002), que es igual a la razón de los retornos absolutos de una acción y su valor negociado, por la proporción de días en un año en los que no hay cambios en el precio del instrumento.

rotación de los capitales accionarios domésticos mexicanos disminuye. La internacionalización, por tanto, está asociada con una caída en la actividad de negociación de las empresas domésticas, aun tras incluir en el análisis las condiciones del mercado local. Aunque es imposible tener sólo una interpretación de estos resultados, los resultados son consistentes con argumentos de que los inversores que buscan incurrir en un riesgo país específico desplazan su actividad de negociación de las acciones de un país hacia los mercados internacionales de menor costo y menor riesgo cuando las empresas de ese país se internacionalizan. Este desplazamiento reduce el volumen negociado de las empresas domésticas en el mercado local, con repercusiones negativas sobre la liquidez de estas empresas más allá de los efectos de la migración de la actividad de negociación sobre la actividad doméstica.

Los resultados presentados tienen implicaciones importantes. Primero, la integración financiera internacional podría tener implicaciones distribucionales. Las empresas que se internacionalizan ganan: la internacionalización dispara su volumen negociado, reduce su costo de capital y les ayuda a expandirse. Pero las empresas (domésticas) no internacionalizadas pierden. La liquidez de sus acciones cae a medida que otras empresas se internacionalizan. Por tanto, es probable que diferentes empresas tengan enfoques muy distintos acerca de las políticas públicas relacionadas con la internacionalización. Por ejemplo, si la internacionalización conlleva altos costos fijos y un país reduce su barrera legal hacia la internacionalización, entonces sus empresas más grandes tenderán a beneficiarse, algo que no pueden hacer las empresas de menor tamaño, para las cuales los costos fijos representan una barrera comparativamente mayor. Sería valioso para futuras investigaciones investigar exhaustivamente las características del país, de la industria y de la empresa que motivan las decisiones de internacionalización, e investigar si las empresas domésticas reciben beneficios compensatorios de este proceso. Segundo, hay evidencia de derrames en los mercados de acciones alrededor del mundo. Esto tiene implicaciones potencialmente importantes para los mercados en una era de globalización. La prevalencia de derrames representa una fuerza poderosa que estimula a la liquidez a concentrarse en pocos grandes centros financieros, domésticamente o en el exterior.

Aunque la discusión anterior ha descrito algunos efectos negativos de la internacionalización, esto no implica que los efectos globales de la globalización financiera reduzcan el bienestar. En efecto, no estamos derivando implicaciones de bienestar de este análisis y el contrafactual es difícil de analizar. Solamente nos concentramos en interacciones particulares entre internacionalización y desarrollo del mercado doméstico (especialmente acciones). En otras palabras, los efectos netos

de la internacionalización podrían ser positivos aún si algunas empresas pierden (en cuanto a mercados accionarios) en el proceso. De hecho, la literatura ha resaltado muchos beneficios de integrarse con el sistema financiero internacional. Por ejemplo, la internacionalización podría permitir a las empresas acceder a fondos a un costo más bajo y mayores vencimientos, al igual que ayudar a suministrar fondos a países de escaso ahorro, donde el producto marginal del capital es relativamente alto. Además, el proceso de internacionalización podría mejorar la transparencia y el monitoreo en los mercados de capitales domésticos y reducir los costos de información. Debido a estos efectos contradictorios, el jurado está aún desconcertado en cuanto a los efectos globales de la internacionalización sobre el bienestar.⁵⁵ Ahora conocemos mejor algunos de los canales específicos a través de los cuales la internacionalización afecta el sistema financiero, pero los pros y los contras del proceso de internacionalización deben ser entendidos y convertirse en objeto de un mejor y más completo análisis.

Desarrollo doméstico del mercado de capitales en América Latina

En la forma ilustrada en el capítulo 2, el estado de los mercados de títulos valores en América Latina es algo desalentador dada la intensidad del esfuerzo de reformas. En particular, los mercados de capitales de América Latina permanecen subdesarrollados al compararlos con mercados en los países industrializados y de Asia oriental. En esta sección analizamos evidencia para entender la forma en la cual el estado de los mercados de acciones en América Latina difiere de aquél en otras regiones. La sección “Factores detrás del desarrollo del mercado de capitales” muestra que las mejoras en las bases macroeconómicas e institucionales conducen a una mayor actividad doméstica del mercado de acciones y que la implementación de las reformas del mercado de capitales estimula el desarrollo del mercado doméstico de acciones. Utilizando estos resultados, esta sección evalúa el estado de los mercados de acciones de América Latina. En particular, estamos interesados en evaluar si hay una brecha entre las bases económicas y las políticas, por una parte, y el desarrollo real del mercado de acciones, por la otra. Este problema es altamente relevante para el debate de política, en la forma analizada en mayor detalle en el capítulo 4.

55 Véase Schmukler (2004), entre otros, para una revisión.

Una posibilidad es que no haya tal brecha —es decir, que el rezago observado en el desarrollo del mercado de capitales en América Latina relativo a otras regiones sea consistente con las bases macroeconómicas e institucionales más débiles en América Latina. Si ese fuere el caso, habría un argumento no ambiguo en favor de seguir adelante con el esfuerzo de reforma, en la forma definida convencionalmente, con el fin de mejorar las bases económicas e institucionales, que a su vez resultarían en mercados de capitales más desarrollados. ¿Qué sucedería si, en forma alternativa, existiera esa brecha, es decir, que el desarrollo real de los mercados de capitales locales en América Latina se encuentra significativamente por debajo de lo que podría pronosticarse por sus bases económicas e institucionales? Si ese fuere el caso, se podría sostener que las reformas y las mejoras a las bases no han tenido hasta el momento los resultados esperados en América Latina. En lugar de esto, este resultado sugeriría la necesidad de repasar y revisar la agenda de reforma y las expectativas relacionadas para tener en cuenta ciertas características de estos países que pueden estar limitando el desarrollo a fondo de los mercados domésticos de títulos valores.

La forma de develar si existe la mencionada brecha es a través de un análisis empírico formal, sin tener en cuenta el efecto de diferencias observables en las bases a través de las regiones relevantes y, posteriormente, comparando su desempeño relativo. Para hacer esto, ampliamos la metodología utilizada en De la Torre, Gozzi y Schmukler (2006b), que analizan el impacto de las bases económicas e institucionales sobre la actividad doméstica del mercado de acciones (medida utilizando tres variables diferentes: la capitalización de mercado, el valor negociado y el capital obtenido, todo como porcentaje del PIB) para 117 países para el período 1975-2004. La extensión metodológica se concentra en medir el desempeño de los mercados de América Latina relativo a otras regiones y al resto de la muestra.

Nuestros resultados indican que, tras incluir en el análisis muchos factores relevantes, incluyendo el ingreso per cápita, las políticas macroeconómicas y medidas del entorno legal e institucional, los mercados de capitales en América Latina presentan un nivel de desarrollo sistemáticamente menor de lo esperado. En otras palabras, los países de América Latina tienen mercados de acciones más pequeños y menos activos que países con bases y políticas similares en otras regiones.⁵⁶

56 Hay cierta evidencia que sugiere que lo inverso también es cierto; a saber, que el grado de internacionalización en América Latina es más alto que el pronosticado por las bases macroeconómicas e institucionales. Mientras que una evidencia más débil también parece sugerir que, relativamente a otras regiones, las

Además, las diferencias son bastante grandes. Por ejemplo, la capitalización de mercado sobre el PIB en países latinoamericanos está, en promedio, 16 puntos porcentuales por debajo del nivel pronosticado por sus bases institucionales y políticas macroeconómicas. La importancia cuantitativa de esta estimación es más clara cuando se considera que la capitalización promedio de mercado sobre el PIB para los países latinoamericanos incluida en el análisis es 18%. El gráfico 3.23 ilustra estos resultados. Ésta compara el desarrollo real del mercado de acciones de cada país con el nivel pronosticado de acuerdo a sus bases económicas e institucionales para una muestra de países latinoamericanos.⁵⁷ El panel superior muestra los resultados para la capitalización de mercado sobre el PIB y el panel inferior presenta los resultados para el valor negociado en el exterior sobre el PIB. Prácticamente en todos los casos hay una brecha, en el sentido de que el nivel pronosticado del desarrollo del mercado de acciones (especialmente cuando es medido por el valor negociado sobre el PIB) es más alto a aquél realmente observado. En otras palabras, los mercados de acciones locales en los países de América Latina deberían estar más desarrollados si la calidad de sus políticas e instituciones macroeconómicas fueran lo único que importara.

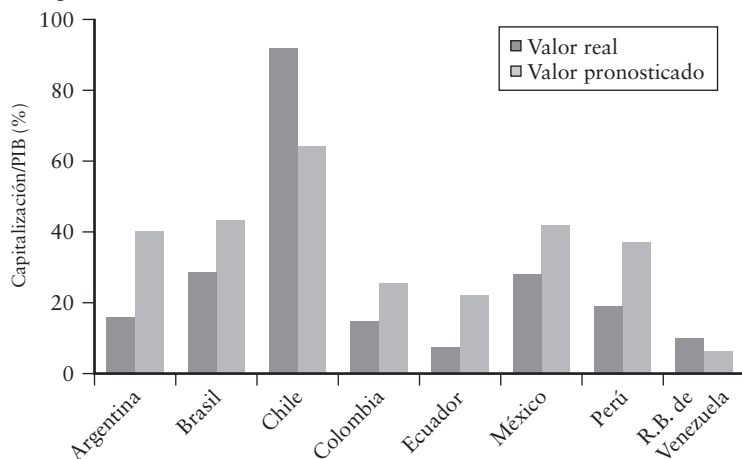
Una preocupación importante con este tipo de análisis es que algunas variables que pueden afectar el desarrollo del mercado de capitales no estén incluidas, es decir, que las variables omitidas explicaran lo que pareciera ser un rezago en el desarrollo de los mercados de acciones locales de América Latina. Para considerar este tema, probamos diversas variables de control adicionales sugeridas por la literatura. Primero, incluimos en el análisis la volatilidad macroeconómica, incluyendo medidas de inflación y la volatilidad de la tasa de interés con distintos horizontes temporales. Segundo, tratamos también medidas alternativas de la calidad del entorno institucional, incluyendo indicadores de corrupción, calidad burocrática, riesgo político, estabilidad gubernamental

reformas al mercado de capitales en América Latina han tenido un sesgo pro-internacionalización. Sin embargo, estos resultados no podrían ser confirmados en forma sólida debido a limitaciones de los datos y, por esto, éstos no se analizan completamente en este libro.

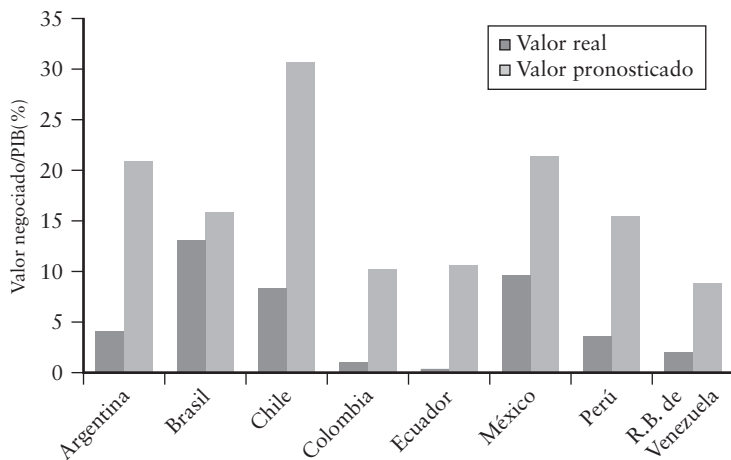
57 Los valores pronosticados son estimados a partir de una regresión de las variables de interés sobre el PIB per cápita, el déficit fiscal como porcentaje del PIB, los flujos totales de capital accionario (definidos como flujos del portafolio accionario más la inversión directa extranjera) como porcentaje del PIB y un índice de derechos de los accionistas para una muestra de 63 países durante el período 1975-2004. Los datos mostrados son los promedios para el período 1990-2004. Véanse detalles en De la Torre, Gozzi y Schmukler (próximo a publicarse).

Gráfico 3.23 Desarrollo del mercado de acciones real y proyectado, países seleccionados de América Latina

a. Capitalización del mercado doméstico



b. Valor negociado domésticamente



Fuentes: De la Torre, Gozzi y Schmukler (2006b); Estadísticas S&P mercado de acciones; Banco Mundial.

Nota: los valores pronosticados se estiman a partir de una regresión de las variables de interés sobre el PIB per cápita, el déficit fiscal sobre el PIB, los flujos de patrimonio total sobre el PIB y los derechos de accionistas para una muestra de 63 países durante el período 1975-2004. Los datos mostrados son promedios para el período 1990-2004.

mental, riesgo de expropiación, normas contables, funcionamiento del sistema judicial y tradición legal. Tercero, incluimos también en el análisis el tamaño de la economía. Finalmente, se incluyeron medidas del ahorro del país, para medir los recursos disponibles para inversión en el sistema financiero doméstico. En todos los casos los resultados demostraron ser robustos y, por lo tanto, la duda permanece: los países latinoamericanos tienen mercados de acciones domésticos más pequeños y menos activos, después de considerar un conjunto de variables que pueden afectar el desarrollo del mercado de acciones. Esto sugiere que ciertos rasgos intrínsecos de los países de América Latina aún no completamente comprendidos, adicionalmente a aquellos generalmente resaltados por la literatura del desarrollo del mercado de capitales, están limitando el desarrollo local del mercado de acciones en la región. Algunos candidatos potenciales para ayudar a responder esta inquietud podrían ser las diferentes historias de experiencias de *default* y las disparidades en las tasas de ahorro agregado entre países y regiones. No obstante, este es un tema mucho más amplio que requiere ser considerado cuidadosamente dentro de un marco formal, el cual dejamos para futuras investigaciones.

Conclusiones

En este capítulo se ha resumido la evidencia empírica formal sobre los factores detrás del desarrollo de los mercados de capitales y su internacionalización. Primero, el estudio de factores macroeconómicos e institucionales demuestra que el tamaño tiene importancia para el desarrollo del mercado de capitales. El tamaño de la economía es un determinante clave del desarrollo doméstico del mercado de acciones y bonos. También, los países con un PIB más alto y con sistemas bancarios más grandes tienden a tener una participación más alta de bonos del gobierno en moneda local, que los expone menos al riesgo cambiario.

Segundo, la evidencia sugiere que los procesos del desarrollo del mercado de acciones doméstico y de internacionalización son motivados por los mismos factores. Las mejoras en las bases económicas y la introducción de reformas condujeron a una mayor actividad doméstica del mercado de acciones pero también están asociados con una mayor internacionalización de la emisión y negociación de acciones. Además, las reformas y las mejoras en las bases parecen tener un sesgo pro-internacionalización –ellas están asociadas con un aumento en la razón de las actividades bursátiles que se realizan en el exterior sobre la actividad en el mercado local de acciones.

Tercero, la evidencia muestra que el proceso de globalización financiera puede tener implicaciones adversas para el desarrollo del mercado de acciones doméstico. En particular, la internacionalización del mercado de acciones reduce la actividad y la liquidez de la actividad de negociación doméstica de aquellas empresas que no se internacionalizan. Esto podría tener implicaciones significativas ya que se ha encontrado que una menor liquidez está asociada con un costo de capital más alto, un peor desempeño de las empresas y un menor crecimiento económico. Por otra parte, se ha encontrado que la internacionalización ayuda a aquellas empresas que acceden a los mercados internacionales. Todos estos resultados pueden crear tensiones políticas y dan lugar a preguntas críticas para futuras investigaciones. ¿Reciben las empresas domésticas beneficios compensatorios del proceso de internacionalización? ¿Cuál es el efecto neto para la economía doméstica de la internacionalización del mercado de acciones? ¿Cuál es el futuro para los mercados domésticos y para las compañías a quienes no les es posible internacionalizarse? Y, en el caso de los mercados de bonos, ¿tiene la internacionalización consecuencias negativas sobre la estructura de vencimientos de los bonos del gobierno en la medida que los inversores internacionales puedan requerir un mayor prima de término que los inversores domésticos?

Finalmente, los resultados indican que el nivel de desarrollo del mercado de acciones local en América Latina está por debajo de lo que puede esperarse, dadas las bases institucionales y económicas de la región. En particular, nuestros resultados muestran una escasez en la actividad del mercado de acciones doméstica (capitalización de mercado, negociación y obtención de capital) en la región tras incluir en el análisis muchos factores relevantes, incluyendo el ingreso per cápita, las políticas macroeconómicas y medidas del entorno legal e institucional. Esto sugiere que ciertas características intrínsecas de estos países, que no forman parte de aquellas generalmente resaltadas por la literatura sobre desarrollo del mercado de capitales, y que aún no son bien entendidas, pueden limitar el marco de acción para desarrollar a fondo los mercados de acciones en la región. Se requiere mayor investigación para explicar este inquietante resultado que el análisis empírico arroja.

Anexo. Cuadro 1. Economías incluidas en el análisis

Capitalización mercado doméstico	Alemania, Antillas Holandesas, Arabia Saudita, Argentina, Armenia, Australia, Austria, Azerbaiyán, Bahrain, Bangladesh, Barbados, Bélgica, Bermuda, Bhután, Bolivia, Botsuana, Brasil, Bulgaria, Canadá, Islas Caimán, Chile, China, Colombia, Costa Rica, Costa de Marfil, Croacia, Chipre, República Checa, Dinamarca, República Dominicana, Ecuador, Egipto, El Salvador, Emiratos Árabes Unidos, Eslovenia, España, Estados Unidos, Estonia, Fiji, Filipinas, Finlandia, Francia, FYR Macedonia, Georgia, Ghana, Grecia, Guatemala, Guyana, Honduras, Hong Kong (China), Hungría, Islandia, India, Indonesia, Irlanda, Israel, Islas Caimán, Italia, Jamaica, Japón, Jordania, Kazajistán, Kenia, Kuwait, Letonia, Líbano, Lituania, Luxemburgo, Macao (China), Malawi, Malasia, Malta, Mauritania, Mauricio, México, Moldavia, Mongolia, Marruecos, Namibia, Nepal, Nueva Zelanda, Nigeria, Noruega, Omán, Países Bajos, Pakistán, Panamá, Papúa Nueva Guinea, Paraguay, Perú, Polonia, Portugal, Qatar, República Bolivariana de Venezuela, República Dominicana, República Islámica de Irán, Rumania, Rusia, Reino Unido, República Checa, República de Corea, República Eslovaca, República Kirguiza, Serbia y Montenegro, Singapur, Sudáfrica, Sri Lanka, Suazilandia, Suecia, Suiza, Taiwán (China), Tanzania, Tailandia, Trinidad y Tobago, Túnez, Turquía, Uganda, Ucrania, Uruguay, Uzbekistán, West Bank y Gaza, Zambia y Zimbabue.
--	---

Capitalización mercado internacional	Alemania, Arabia Saudita, Argentina, Australia, Austria, Bangladesh, Bélgica, Botsuana, Brasil, Bulgaria, Canadá, Chile, China, Colombia, Costa de Marfil, Croacia, Dinamarca, Ecuador, Egipto, Eslovenia, España, Estonia, Filipinas, Finlandia, Francia, Ghana, Grecia, Hong Kong (China), Hungría, India, Indonesia, Irlanda, Israel, Italia, Jamaica, Japón, Jordania, Kazajistán, Kenia, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malasia, Malta, Mauricio, México, Marruecos, Nueva Zelanda, Nigeria, Noruega, Países Bajos, Pakistán, Perú, Polonia, Portugal, República Bolivariana de Venezuela, República Checa, República de Corea, República Eslovaca, Rumania, Rusia, Singapur, Sri Lanka, Suecia, Suiza, Sudáfrica, Taiwán (China), Tailandia, Trinidad y Tobago, Túnez, Turquía, Ucrania y Zimbabue.
--	---

(Continúa en la página siguiente)

(Continuación cuadro 1)

Valor negociado domésticamente	Alemania, Argentina, Arabia Saudita, Armenia, Australia, Austria, Bahrain, Bangladesh, Barbados, Bélgica, Bermuda, Bolivia, Botsuana, Brasil, Bulgaria, Canadá, Chile, China, Colombia, Costa Rica, Costa de Marfil, Croacia, Chipre, Dinamarca, Ecuador, Egipto, El Salvador, Emiratos Árabes Unidos, España, Estados Unidos, Estonia, Fiji, Filipinas, Finlandia, Francia, FYR Macedonia, Georgia, Ghana, Grecia, Guatemala, Guyana, Hong Kong (China), Hungría, Islandia, India, Indonesia, Irlanda, Israel, Italia, Jamaica, Japón, Jordania, Kazajistán, Kenia, Kuwait, Letonia, Líbano, Lituania, Luxemburgo, Macao (China), Malawi, Malasia, Malta, Mauricio, México, Moldavia, Mongolia, Marruecos, Namibia, Nepal, Nueva Zelanda, Nigeria, Noruega, Omán, Países Bajos, Pakistán, Panamá, Papúa Nueva Guinea, Paraguay, Perú, Polonia, Portugal, Qatar, Reino Unido, República Bolivariana de Venezuela, República de Corea, República Islámica de Irán, República Kirguiza, República Checa, República Eslovaca, Rumania, Rusia, Serbia y Montenegro, Singapur, Slovenia, Sudáfrica, Sri Lanka, Suazilandia, Suecia, Suiza, Taiwán (China), Tanzania, Tailandia, Trinidad y Tobago, Túnez, Turquía, Uganda, Ucrania, Uruguay, Uzbekistán, West Bank y Gaza, Zambia y Zimbabue.
-----------------------------------	--

Valor negociado en el exterior	Alemania, Arabia Saudita, Argentina, Australia, Austria, Bangladesh, Bélgica, Botsuana, Brasil, Bulgaria, Canadá, Chile, China, Colombia, Costa de Marfil, Croacia, Dinamarca, Ecuador, Egipto, Eslovenia, España, Estonia, Filipinas, Finlandia, Francia, Ghana, Grecia, Hong Kong (China), Hungría, India, Indonesia, Irlanda, Israel, Italia, Jamaica, Japón, Jordania, Kazakistán, Kenia, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malasia, Malta, Mauricio, México, Marruecos, Nueva Zelanda, Nigeria, Noruega, Países Bajos, Pakistán, Perú, Polonia, Portugal, República Bolivariana de Venezuela, República Checa, República de Corea, República Eslovaca, Rumania, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Sri Lanka, Suecia, Suiza, Taiwán (China), Tailandia, Trinidad y Tobago, Túnez, Turquía, Ucrania y Zimbabue.
-----------------------------------	---

Anexo. Cuadro 2. Economías que implementaron reformas y año de implementación

Introducción plataformas de negociación electrónica	Arabia Saudita (1990), Armenia (1996), Australia (1987), Austria (1996), Azerbaiyán (1997), Bahamas (2000), Bahrein (1999), Bangladesh (1998), Barbados (2000), Bélgica (1996), Bermuda (1998), Brunei (2002), Bulgaria (1997), Canadá (1977), China (1990), Colombia (1996), Costa Rica (1991), Costa de Marfil (1999), Croacia (1999), Chipre (1999), Dinamarca (1988), El Salvador (1994), Emiratos Árabes Unidos (2000), Eslovenia (1993), España (1989), Estonia (1996), Filipinas (1993), Finlandia (1988), Francia (1986), FYR Macedonia (2001), Georgia (2000), Grecia (1992), Honduras (1993), Hong Kong (China) (1986), Hungría (1998), Islandia (1989), Islas Caimán (1997), Islas Canal (1998), India (1995), Indonesia (1995), Irlanda (2000), Israel (1997), Italia (1994), Jamaica (2000), Japón (1982), Jordania (2000), Kazajistán (1997), Kuwait (1995), Letonia (1997), Lituania (1993), Luxemburgo (1991), Malasia (1992), Malta (1996), Mauricio (2001), México (1996), Moldavia (1998), Mongolia (1999), Marruecos (1997), Mozambique (1999), Namibia (1998), Nueva Zelanda (1991), Nigeria (1999), Noruega (1988), Omán (1998), Países Bajos (1994), Pakistán (1997), Panamá (1999), Papúa Nueva Guinea (1999), Polonia (1996), Portugal (1991), República Bolivariana de Venezuela (1992), República Checa (1998), República de Corea (1988), República Eslovaca (1994), República Islámica de Irán (1994), República Kirguiza (1999), Rumania (1995), Rusia (1994), Singapur (1989), Sudáfrica (1996), Sri Lanka (1997), Suecia (1989), Suiza (1996), Taiwán (China) (1985), Tailandia (1991), Túnez (1996), Turquía (1993), Ucrania (1996), Uruguay (1994) y Uzbekistán (1996).
Exigibilidad de cumplimiento de leyes sobre uso de información privilegiada	Alemania (1995), Argentina (1995), Australia (1996), Bangladesh (1998), Bélgica (1994), Brasil (1978), Canadá (1976), Chile (1996), Dinamarca (1996), Eslovenia (1998), España (1998), Estados Unidos (1961), Finlandia (1993), Francia (1975), Grecia (1996), Hong Kong (China) (1994), Hungría (1995), India (1998), Indonesia (1996), Israel (1989), Italia (1996), Japón (1990), Malasia (1996), Noruega (1990), Omán (1999), Países Bajos (1994), Perú (1994), Polonia (1993), Reino Unido (1981), República Checa (1993), República de Corea (1988), Singapur (1978), Sri Lanka (1996), Suecia (1990), Suiza (1995), Taiwán (China) (1989), Tailandia (1993) y Turquía (1996).

(Continúa en la página siguiente)

(Continuación cuadro 2)

Liberalización del mercado de acciones	Alemania (1973), Arabia Saudita (1999), Argentina (1989), Bangladesh (1991), Botsuana (1990), Brasil (1991), Bulgaria (1992), Canadá (1973), Chile (1992), Colombia (1991), Costa de Marfil (1995), Dinamarca (1973), Ecuador (1994), Egipto (1992), Eslovenia (2001), España (1985), Estados Unidos (1973), Estonia (1996), Filipinas (1991), Finlandia (1990), Francia (1973), Ghana (1993), Grecia (1987), Hong Kong (China) (1973), Hungría (2000), Islandia (1991), India (1992), Indonesia (1989), Irlanda (1992), Israel (1993), Italia (1973), Jamaica (1991), Japón (1983), Jordania (1995), Kenia (1995), Letonia (1993), Lituania (1993), Malasia (1988), Malta (1992), Mauricio (1994), México (1989), Marruecos (1988), Nueva Zelanda (1987), Nigeria (1995), Noruega (1989), Omán (1999), Pakistán (1991), Perú (1992), Polonia (1991), Portugal (1986), Reino Unido (1973), República Bolivariana de Venezuela (1990), República de Corea (1992), República Checa (1993), Sudáfrica (1996), Sri Lanka (1991), Suecia (1980), Taiwán (China) (1991), Tailandia (1987), Trinidad y Tobago (1997), Túnez (1995), Turquía (1989) y Zimbabue (1993).
Reforma al sistema de pensional	Argentina (1994), Australia (1993), Bolivia (1997), Bulgaria (2002), Chile (1981), Colombia (1994), Costa Rica (2000), Croacia (2002), Dinamarca (1993), El Salvador (1998), Estonia (2002), FYR Macedonia (2003), Hong Kong (China) (2000), Hungría (1998), Kazakistán (1998), Letonia (2001), Lituania (2001), México (1997), Nicaragua (2000), Países Bajos (1985), Perú (1993), Polonia (1999), Rusia (2004), Reino Unido (1988), República Dominicana (2003), República Eslovaca (2003), Suecia (2001), Suiza (1985) y Uruguay (1995).
Privatización	Alemania (1988), Argentina (1990), Armenia (1996), Australia (1991), Austria (1988), Azerbaiyán (1997), Bélgica (1990), Benin (1988), Bolivia (1992), Brasil (1991), Bulgaria (1991), Camerún (1998), Chile (1985), China (1992), Colombia (1991), Costa de Marfil (1991), Croacia (1992), Egipto (1993), Eslovenia (1992), España (1988), Estonia (1993), Filipinas (1991), Finlandia (1988), Francia (1986), FYR Macedonia (1994), Ghana (1989), Grecia (1997), Honduras (1988), Hungría (1989), India (1991), Indonesia (1991), Irlanda (2001), Italia (1985), Jamaica (1989), Jordania (2000), Kazajistán (1994), Kenia (1992), Laos (1991), Letonia (1995), Lituania (1992), Malasia (1989), México (1985),

(Continúa en la página siguiente)

(Continuación cuadro 2)

	Marruecos (1993), Mozambique (1989), Nueva Zelanda (1987), Nicaragua (1991), Nigeria (1989), Países Bajos (1993), Pakistán (1991), Panamá (1992), Perú (1991), Polonia (1990), Portugal (1989), Reino Unido (1981), República Checa (1991), República Eslovaca (1992), República Bolivariana de Venezuela (1991), Rumania (1992), Rusia (1991), Senegal (1997), Sudáfrica (1997), Sri Lanka (1990), Suecia (1992), Tanzania (1992), Tailandia (1993), Togo (1990), Túnez (1988), Turquía (1988), Uganda (1992), Ucrania (1992), Zambia (1993) y Zimbabue (1994).
Reforma institucional	Albania (1993), Argentina (1991), Bangladesh (1987), Benin (1992), Bolivia (1985), Botsuana (1998), Brasil (1999), Bulgaria (1997), Cambodia (1999), Chile (1976), China (1978), Corea (1998), Costa Rica (1990), Croacia (2000), Djibouti (1996), Ecuador (2000), El Salvador (1994), Emiratos Árabes Unidos (1988) Eslovenia (2000), Estonia (1995), Filipinas (1994), FYR Macedonia (1994), Georgia (1995), Ghana (1985), Guatemala (1994), Guinea-Bissau (1994), Guyana (1991), Honduras (2003), Hungría (1995), Indonesia (1985), Jamaica (1993), Jordania (1998), Kuwait (1986), Letonia (1999), Lituania (2000), Malta (2004), Mauricio (1985), México (1991), Namibia (1995), Nicaragua (1994), Nigeria (2003), Panamá (2000), Paraguay (2004), Perú (1993), Polonia (1990), República Árabe Siria (1987), República Checa (1991), República Dominicana (1996), República Eslovaca (2000), República Islámica de Irán (1999), Rumania (2000), Rusia (2000), Senegal (1994), Sierra Leona (2002), Sudáfrica (1996), Sri Lanka (1990), Taiwán (China) (1980), Tanzania (1997), Togo (1985), Trinidad y Tobago (1993), Turquía (2001), Uganda (1996), Ucrania (2000) y Zambia (1997).

Futuro probable de la agenda de reformas

EL PRESENTE ESTUDIO ESTUVO MOTIVADO tras observar que el estado de desarrollo de los mercados domésticos de títulos valores en muchas economías emergentes, y especialmente en América Latina, es percibido como desalentador e intrigante. Desalentador, debido al bajo nivel de desarrollo de los mercados de capitales locales relativo a las expectativas de principios de los años noventa. Desalentador, además, por lo que parece ser una muy escasa compensación ante intensos esfuerzos de reforma de las dos pasadas décadas. Intrigante, debido a la falta de claridad y de consenso en cuanto a la manera de modificar la futura agenda de reformas al mercado de capitales.

En capítulos anteriores describimos el sentido en el cual el estado de los mercados de capitales domésticos en muchas economías emergentes es, de hecho, desalentador. Aunque algunos países en desarrollo experimentaron crecimiento de sus mercados domésticos desde principios de la década de los noventa, este crecimiento no ha sido, en la mayoría de los casos, tan significativo como aquel experimentado por las naciones industrializadas. Otros países experimentaron, por el contrario, un deterioro de sus mercados de capitales. Los mercados de muchos países en desarrollo han atravesado un proceso de disminución de los registros en bolsa y de la liquidez, ya que un número creciente de empresas se ha registrado en bolsas de otros países y ha obtenido capital en los centros financieros internacionales, como Nueva York o Londres. En muchas economías emergentes, los mercados accionarios permanecen altamente ilíquidos y segmentados, concentrando la transacción de acciones y la capitalización en unos pocos instrumentos. Sumado a esto, los bonos tienden a concentrarse en el extremo de corto plazo del espectro de vencimientos y a estar denominados en moneda extranjera, exponiendo a los gobiernos y a las empresas a riesgos de vencimiento y de moneda.

En el caso de América Latina, los resultados son aún más desalentadores dada la intensidad de los esfuerzos de reforma en la región durante las últimas décadas, sumado a la mejor evolución de los mercados de capitales en Asia Oriental y su rápido crecimiento dentro de las economías desarrolladas. Asimismo, la evidencia muestra que los mercados de capitales en América Latina están por debajo de lo que debería esperarse (en término de medidas de tamaño y liquidez comúnmente utilizadas), aun tras incluir en el análisis el ingreso per cápita, el tamaño de la economía, las políticas macroeconómicas y el desarrollo legal e institucional. La evidencia sugiere, por lo tanto, que ciertas características de estos países, además de aquellas generalmente resaltadas en la literatura sobre desarrollo del mercado de capitales, limitan el terreno para desarrollar mercados domésticos de títulos valores abarcativos.

La evidencia de los anteriores capítulos también muestra que la relación entre globalización y desarrollo del mercado doméstico es compleja y difiere de lo que se esperaba al iniciarse el proceso de reforma. En particular, los resultados presentados en el capítulo 3 indican que las mejoras de las bases económicas y de las reformas al mercado de capitales conducen a una mayor actividad relativa en los mercados financieros internacionales. Esto puede representar un desafío significativo para los hacedores de política, ya que sus esfuerzos para desarrollar los mercados locales parecen traducirse en una mayor migración hacia los mercados internacionales, lo cual a su vez puede afectar adversamente la liquidez de los mercados domésticos. A nivel agregado, el desencanto se justifica ante la evidencia, especialmente en la medida en que las expectativas iniciales se enfocaban en el desarrollo doméstico del mercado de capitales.

En este capítulo consideramos el aspecto más confuso y normativo del asunto —es decir, qué hacer con la futura agenda de reforma al mercado de capitales. Con este fin, analizamos la forma en la cual diferentes líneas de pensamiento evalúan la evidencia presentada en los capítulos anteriores. Este ejercicio nos ayudará a entender mejor las posibles razones para la divergencia entre los resultados observados y aquellos esperados y a agudizar los criterios para guiar una reformulación apropiada de recomendaciones para futuras reformas. Nuestro principal objetivo es poner en la mesa de debate de reforma algunos temas básicos con implicaciones de gran alcance que, según argumentamos, no han sido aún adecuadamente incorporados. En todo momento mantenemos la discusión dentro de una cierta “visión global” —sacrificando los detalles técnicos para obtener una mejor idea del paisaje— y tratamos de obtener cursos y criterios amplios para reevaluar las reformas al mercado de capitales. No realizamos, no obstante, el im-

portante paso adicional de entretrejer los hilos generales que surgen de nuestra discusión en recomendaciones específicas de reforma. No restringimos tampoco el análisis de política a las conclusiones que pueden obtenerse de los capítulos previos. En lugar de ello, analizamos las implicaciones de política de una manera mas libre, basándonos en la evidencia presentada en este libro, así como también en otra evidencia que abunda con frecuencia en los incansables debates.

Nuestro enfoque nos expone a, al menos, dos clases de críticas. Por una parte, los expertos en mercados de títulos valores (por ejemplo, agentes profesionales del mercado, expertos en regulación y supervisión, especialistas en despeje y liquidación de títulos valores y expertos en plataformas de transacción) podrían quejarse de que nuestro análisis no brinda una guía operacional suficiente respecto de lo que ellos deberían cambiar. Por otra parte, los hacedores de política con mentalidad de reforma podrían expresar su asombro al observar que nuestro análisis deja vacíos en la agenda de reforma sin ofrecer una alternativa específica y bien definida. Nos declaramos culpables ante ambos cargos. En nuestra defensa sostenemos que una mirada fresca a los temas básicos es un primer paso necesario, sin el cual es probable que una discusión de recomendaciones técnicas específicas se juzgue como precipitada o arrogante. Precipitada, si las recomendaciones surgen de una forma fragmentada o *ad hoc*, sin el beneficio de una lógica integradora o, peor aún, si éstas sencillamente repiten las mismas recomendaciones del pasado (recuérdese el epitafio atribuido a Einstein de acuerdo con el cual el principio de la locura es seguir haciendo lo mismo y esperar resultados diferentes). Arrogante, si se ha tomado ya una posición pero ésta permanece implícita, arriesgándose a convertirse en un axioma incuestionado con premisas erróneas, que no son corregidas debido a la falta de una discusión abierta. La elaboración de recomendaciones más específicas es, sin duda, una tarea esencial para el futuro; que, en todo caso, debe ser llevada a cabo principalmente por aquellos expertos con conocimiento especializado en las dimensiones microeconómicas de los mercados de capitales.

El resto de este capítulo esta organizado en tres secciones. En la segunda sección se analizan tres enfoques tipológicos acerca de por qué el estado de los mercados de capitales es diferente a lo esperado dados los esfuerzos de reforma. Estos enfoques también arrojan luz acerca de lo que debe hacerse a continuación. Los primeros dos enfoques son caracterizaciones generales de dos habituales diagnósticos que han surgido repetidamente en el debate. El tercer enfoque es esencialmente nuestra reevaluación de los primeros dos enfoques, basada en la forma en la cual interpretamos la evidencia presentada en los capítulos anteriores. Aunque cada uno de los tres enfoques enfatiza dis-

tintos aspectos de la evidencia y llega a diferentes diagnósticos y distintas lecciones, no son éstos necesariamente incompatibles.

El primer enfoque, contenido en el mensaje “sea paciente y redoble el esfuerzo”, sostiene que las reformas pasadas fueron correctas (a pesar del dolor que causaron), que las reformas requeridas en el futuro son esencialmente conocidas y que las reformas, especialmente las de segunda generación, requieren de largos períodos de gestación antes de producir dividendos visibles.¹ El primer enfoque recomienda, por lo tanto, dejar que opere la disciplina del mercado, pacientemente llevando a cabo esfuerzos adicionales de implementación de reformas. El segundo enfoque, contenido en el mensaje “corrija la secuencia”, se centra en los problemas que surgen cuando algunas reformas son implementadas antes que otras. Su formulación central es que deben cumplirse condiciones previas necesarias, incluyendo el logro de una fortaleza institucional mínima, antes de liberalizar completamente los mercados financieros domésticos y de permitir la libre movilidad de capital internacional.

A pesar de sus importantes contribuciones y reflexiones, argumentamos que estos dos enfoques no consideran apropiadamente algunos aspectos relevantes de la evidencia disponible. Por lo tanto, proponemos un tercer enfoque, que proviene de la identificación de algunas limitaciones de los dos enfoques anteriores. Este tercer enfoque, que puede contenerse dentro del mensaje “repase los temas básicos y revise las expectativas”, sostiene que existen importantes deficiencias respecto a las expectativas y al diseño de las pasadas reformas, relacionadas con el hecho de no haber apropiadamente tenido en cuenta las impli-

1 En términos generales, las reformas de primera generación son aquellas que forman parte de la ola inicial de esfuerzos para recuperar la estabilidad macroeconómica, a la vez que se desregula y se privatiza la economía. En el sector financiero, las reformas de primera generación se concentran principalmente en la liberalización del sistema financiero doméstico (por ejemplo, desregulando las tasas de interés, unificando regímenes cambiarios múltiples, retirando topes máximos al crédito, reduciendo el crédito dirigido, reduciendo los encajes, privatizando los bancos comerciales del sector público y reduciendo las barreras funcionales a la banca) y en permitir una mayor movilidad del capital entre países. Las reformas de segunda generación conciernen la ola subsiguiente de reformas que están, en general, mucho más enfocadas en la construcción de instituciones. En el sector financiero, éstas suponen, por ejemplo, el fortalecimiento de los mecanismos de prevención y la transparencia, mejorando los sistemas de derechos de los acreedores, las prácticas de gobierno corporativo y la protección de accionistas minoritarios, y modernizando la infraestructura del mercado.

caciones de ciertos temas básicos. Este tercer enfoque, por consiguiente, es menos prescriptivo. En lugar de ello, enfatiza la necesidad de retroceder y reconsiderar los temas básicos mediante una mirada fresca. Esperamos que este análisis contribuya a articular una agenda de reforma con un mejor basamento para los próximos años.

Aunque los tres enfoques difieren en sus diagnósticos, sus recomendaciones se complementan en muchos aspectos. En efecto, cada uno de los tres enfoques tiene muchas cosas importantes para contestar la pregunta de por qué el desarrollo de los mercados de capitales después del proceso de reforma no ha cumplido con las expectativas *ex ante* y para definir los pasos a seguir. De ninguna manera sostenemos que un enfoque triunfe sobre los otros, aunque si creemos que el tercer enfoque señala en aspectos que, en nuestra opinión, no han sido adecuadamente incorporados dentro del debate hasta el momento. En general, creemos que un hacedor de política sensato no sería partidario ferviente de ningún enfoque individual. En lugar de ello, tendería a combinar los diferentes elementos de los tres enfoques de manera apropiada a las circunstancias específicas de cada país.

Luego de presentar los diferentes enfoques, la tercera sección expone una discusión de los asuntos básicos planteados por el tercer enfoque. A los fines de la exposición, la discusión está organizada alrededor de tres temas principales (cuya importancia es sugerida por la evidencia presentada en capítulos anteriores): globalización financiera, liquidez y diversificación de riesgos. Somos bastante selectivos en la elección de los temas para repasar y no creemos haber identificado todos aquellos importantes. De hecho, dejamos conscientemente fuera de la discusión algunos temas que podrían ser considerados tan importantes como los seleccionados, tales como riesgo sistémico, asimetría de información, aversión al riesgo y riesgo moral.² Por otra parte, no pretendemos cubrir todos los posibles ángulos de cada uno de los temas elegidos ni analizarlos con la profundidad que merecen. Todo esto lo hacemos, sin embargo, por elección, ya que buscamos ilustrar la utilidad de retornar a las bases, en un sentido amplio, en lugar de proporcionar un análisis exhaustivo.

En lo que respecta a globalización financiera, creemos que para analizar seriamente la misma se requiere redefinir la noción de éxito, una que enfatiza menos en los resultados de los mercados de capitales locales y más en la profundidad y amplitud del acceso a los servicios financieros por parte de los residentes, independientemente de que

2 Analizamos el tema del riesgo sistémico en mayor detalle en otro estudio. Véase De la Torre y Schmukler (2004).

éstos sean proporcionados localmente o en el exterior. Enfatizamos el hecho de que, aunque la globalización financiera aumenta, a través de la competencia, la presión por reformas estructurales, también complica la agenda de reforma en lo que respecta a los mercados de renta fija, en la medida que magnifica los problemas asociados con debilidad monetaria, es decir, monedas que ni aun localmente (sin considerar el exterior) son aceptadas como almacenamiento confiable de valor para el ahorro. Vemos, por consiguiente, una gran necesidad de incluir el análisis de los vínculos entre el desarrollo del mercado de dinero y el mercado financiero más explícitamente dentro del debate de reforma.

En lo que respecta a la liquidez del mercado doméstico y a la diversificación de riesgos, nuestro enfoque es que los mercados de títulos valores en muchas economías emergentes presentan un pobre desempeño en ambos aspectos debido a razones que son mucho más difíciles de solucionar de lo que comúnmente se cree. Observamos que la iliquidez provoca iliquidez (al limitar la capacidad de los inversores de salir de sus posiciones sin afectar los precios, la iliquidez desestimula la entrada de nuevos jugadores, lo cual, a su vez, limita adicionalmente la liquidez) y que la iliquidez fundamentalmente dificulta la “revelación de precios” (una de las funciones que más caracteriza a los mercados de títulos valores respecto a los mercados bancarios). De manera similar, en la mayoría de las economías emergentes los mercados domésticos de títulos valores no parecen aportar mucho a la diversificación de riesgos, por encima de la función de diversificación de riesgos ya desempeñada localmente por los bancos, y la diversificación de riesgos por parte de los inversores internacionales tiende a marginar a los países y a emisores corporativos pequeños.

Argumentamos que la iliquidez y la insuficiente diversificación de los portafolios está relacionada intrínsecamente con otras dos características de muchas economías emergentes, a saber: el pequeño tamaño de los países y de las empresas y una alta segmentación de los emisores. La primera es una característica estructural clave de muchos mercados emergentes que afecta la liquidez, ya que ésta es una función positiva de las economías de escala y de los efectos de aglomeración. Este hecho indica la falla en que se incurre al tomar los grandes mercados financieros desarrollados como modelo para imitar y como punto de referencia para medir el progreso. En la medida en que la liquidez esté estructuralmente acotada por el pequeño tamaño de la economía doméstica, la pregunta básica es si existe un tipo apropiado de mercado de capitales doméstico para las pequeñas economías abiertas y cuál es el papel esperado del mismo. También argumentamos que el tamaño afecta la diversificación de riesgos a través de los mercados de títulos valores de diversas formas. Primero, la diversificación en las

economías pequeñas está limitada por la escasez de activos. Además, en la medida en que haya un costo fijo de reunir información sobre los emisores, los inversores requerirán un tamaño mínimo de inversión, lo cual tiende a segmentar el mercado, excluyendo a los pequeños emisores y emisiones, y limitando el alcance de la diversificación de riesgos. Esto puede explicar por qué las pocas compañías y gobiernos que participan en los mercados de capitales internacionales tienden a ser relativamente grandes. Por otra parte, esto también puede estar relacionado con el problema de la falta de acceso a los mercados de capitales domésticos para las empresas pequeñas y a los mercados de capitales internacionales para los emisores de economías pequeñas.

La cuarta sección concluye con algunas observaciones finales. En éstas se hace un llamado al eclecticismo y se pide una agenda de reforma más variada, debido a que el enfoque de talla única está destinado a fallar. Un paso clave al diseñar reformas específicas para un país debe ser determinar si la economía en cuestión puede cumplir en forma realista con los umbrales de tamaño para sostener un mercado doméstico líquido para títulos valores del sector privado. Creemos que se requiere de mayor reflexión para obtener una versión “ligera” de un mercado de capitales doméstico que sea apropiada para países pequeños, que no esté sobrediseñada y que sea complementaria a la integración financiera internacional. Argumentamos que, en último término, cualquier agenda de reforma para los mercados de capitales debe ser formulada con una visión más amplia del desarrollo financiero para mercados emergentes. Una visión más amplia como esta haría énfasis en el acceso a servicios financieros diversos y de alta calidad prestados por los mercados de títulos valores o por otros intermediarios financieros, independientemente de si esos servicios son prestados localmente o en el exterior. En lugar de enfatizar en los mercados domésticos de títulos valores per se, una visión más amplia haría énfasis en los vínculos entre los mercados financieros y, en particular, las formas en las cuales los servicios de los mercados de capitales pueden mejorar la actividad del sistema financiero. Algunos ejemplos de estos vínculos pueden encontrarse en la financiación de vivienda y en operaciones financieras de productos estructurados, donde los mercados de títulos valores locales e internacionales pueden ayudar a atraer a los inversores institucionales a escena y permitir el surgimiento de productos y servicios financieros que no surgirían de otra forma. Finalmente, una visión más amplia buscaría diversificar el abanico de vehículos e instrumentos para movilizar fondos invertibles de una base de ahorristas lo más amplia posible y distribuirlos lo mejor posible entre los más eficientes nuevos participantes del mercado, incluyendo aquellos que no participan en los mercados de títulos valores internacionales o propios.

¿Qué salió mal y qué hacer a continuación?

Evaluar la evidencia y comprender las implicaciones para la agenda de reforma es un proceso que, por naturaleza, comprende recurrir en forma significativa a juicios subjetivos. La misma evidencia examinada desde perspectivas diferentes puede conducir a diferentes diagnósticos y recomendaciones de política, lo cual, en efecto, sucede. Por lo tanto, existe un amplio rango de diferentes argumentos, aunque aún razonables, respecto a la pregunta de qué es lo que salió mal con la agenda de reforma en el pasado y qué hacer a continuación. Esta sección busca dar una idea del abanico de perspectivas, identificando tres enfoques tipológicos. El mensaje principal de cada enfoque puede resumirse como sigue: a) “sea paciente y redoble el esfuerzo”, b) “corrija la secuencia”, y c) “repase los temas básicos y revise las expectativas”. Reconocemos que la categorización de perspectivas en tres enfoques es arbitraria, ya que las cosas no están tan claramente definidas en la vida real. De cualquier manera, las tipologías se utilizan principalmente con fines de exposición, para ayudar a comprender la naturaleza del debate y resaltar los temas de política bajo discusión. Consideramos ahora la caracterización de estos tres enfoques.

Sea paciente y redoble el esfuerzo

De acuerdo con este enfoque, avalado comunmente por expertos que tratan de construir mercados de capitales, los elementos esenciales del paquete de reformas al mercado de capitales son bien conocidos. Aunque se requieren acciones en diversos frentes y la aplicación de las reformas a las circunstancias de cada país específico no es fácil, existe poco desacuerdo acerca de cuáles deben ser esas acciones en términos generales. Por tanto, este enfoque supone un acuerdo amplio sobre las siguientes proposiciones: a) Las reformas son necesarias para mejorar el ambiente facilitador para los mercados de capitales, fortaleciendo la estabilidad macroeconómica y las instituciones relacionadas con la protección de los contratos, incluyendo los derechos de los accionistas y de los acreedores minoritarios; b) Estas reformas deben estar acompañadas por medidas para mejorar la eficiencia y la disciplina del mercado a través de una mayor competencia, incluyendo la apertura de la cuenta capital de la balanza de pagos; c) Las reformas en otras áreas pueden jugar un papel complementario particularmente importante, incluyendo reformas al sistema de pensiones hacia uno administrado privadamente, que puede aumentar la demanda por títulos valores del sector privado y ejercer presión para mejorar el manejo y la trans-

parencia, y la privatización de las empresas públicas, que puede disparar la oferta de títulos valores y ayudar a democratizar la propiedad; d) Una necesidad de realizar reformas más técnicas y especializadas que mejoren la transparencia y la integridad del mercado de capitales, fortaleciendo sus cimientos microeconómicos. Éstos incluyen la mejora de la legislación y de la regulación específica del mercado de capitales, la mejora en la exigibilidad de supervisión, el fortalecimiento del marco legal (y de las prácticas) de gobierno corporativo, y la modernización de los cimientos claves de los mercados de títulos valores, como la valuación de instrumentos, los estándares de revelación y contabilidad y los sistemas de negociación, custodia, despeje y liquidación de títulos valores.

Este enfoque sostiene, además, que muchos de los objetivos, principios, y mejores prácticas que guardan relación con el funcionamiento adecuado de los mercados de capitales domésticos, están siendo incorporados crecientemente a los estándares y códigos internacionales relevantes.³ La evaluación de las prácticas de los países a la luz de estas normas ayudaría a identificar debilidades y necesidades de desarrollo, guiando, por tanto, la formulación de la agenda de reforma. Con certeza, estas evaluaciones corren el riesgo de degenerar en verificaciones mecánicas de cumplimiento de items en una planilla. En la práctica, sin embargo, este riesgo no es muy grande, los asesores tienden a ser expertos en el campo, con frecuencia poseen considerable experiencia internacional y suficiente sentido común para alejarse de un enfoque simplista y preformulado. Tienden a ser cuidadosos al considerar la etapa particular de desarrollo financiero del país en cuestión, adaptando sus evaluaciones a las circunstancias del país individual. Además,

3 Luego de las crisis financieras de la segunda mitad de los años noventa, las iniciativas para fortalecer la arquitectura financiera internacional resultaron en un ambicioso programa para evaluar el grado de convergencia de las prácticas de los países hacia estándares internacionales. Como consecuencia, nuevos y diversos estándares internacionales fueron desarrollados. Al Fondo Monetario Internacional y al Banco Mundial les fue encomendado el papel líder en la implementación de estos programas, cuyos resultados se resumen en los llamados Informes sobre el Cumplimiento de Estándares y Códigos (Reports on the Observance of Standards and Codes, ROSC). Los estándares internacionales que son relevantes para el funcionamiento de los mercados de títulos valores incluyen lo siguiente: IOSCO Objetivos y principios de la regulación de títulos valores; CPSS-IOSCO Recomendaciones para el despeje y liquidación de títulos valores; OECD Principios de gobierno corporativo, estándares de contabilidad y auditoría; y Banco Mundial, Principios y guías para la insolvencia efectiva y los sistemas de derechos del acreedor. Véanse detalles en <http://www.worldbank.org/ifa/rosc.html>.

el cumplimiento de los estándares internacionales es generalmente evaluado en el contexto de revisiones más amplias del sistema financiero de un país, lo cual limita adicionalmente los riesgos del “enfoque de planilla”.⁴ Dicho esto, el punto principal se mantiene: los puntos de referencia clave hacia los cuales deben dirigirse los mercados de capitales domésticos son ampliamente conocidos y las reformas deben fomentar la convergencia hacia esos puntos de referencia.

Este enfoque, por tanto, argumenta que las reformas pasadas acertaron esencialmente en cuanto a sus objetivos, contenido, y aun en cuanto a su diseño. Además, este punto de vista es consistente con la evidencia presentada en el capítulo 3, que muestra que las reformas fueron parte de la solución, no del problema. En efecto, la evidencia sugiere que las economías con políticas macroeconómicas más sólidas, sistemas legales más eficientes y mayor apertura, tienden a tener mercados de capitales más desarrollados y que las reformas al mercado de capitales, incluyendo la controversial liberalización, tienden a ser seguidas por aumentos significativos en la capitalización de mercado, la transacción de acciones y la obtención de capital en el mercado doméstico.

Este enfoque también reconoce que las reformas pasadas proporcionaron ganancias visibles, aunque no sin costos (que, en el caso de las crisis financieras, fueron extremadamente altos). Sin embargo, así debe de ser más o menos, ya que el dolor de muelas, así como también las crisis, son males necesarios del proceso de desarrollo financiero, como lo confirma la evidencia y crecientemente lo sugiere la teoría.⁵ En efecto, la apertura y competencia que resultan de la liberalización pueden aumentar la inestabilidad en el corto plazo pero también ayudar a exponer debilidades y a fomentar un proceso de limpieza que en último término fortalece las defensas y estimula reformas adicionales.⁶

4 La observancia de los estándares mencionados, es con frecuencia evaluada en el contexto de un diagnóstico razonablemente complejo del sistema financiero de un país, realizado conjuntamente por el FMI y por el Banco Mundial bajo el Programa de Evaluación del Sector Financiero. Véanse detalles en: [//www1.worldbank.org/finance/html/fsap.html](http://www1.worldbank.org/finance/html/fsap.html)

5 Véase, por ejemplo, Aghion, Bacchetta y Banerjee (2004), quienes muestran teóricamente que los países que pasan por etapas intermedias de desarrollo financiero probablemente experimentarán mayor inestabilidad que aquellos países en las etapas avanzadas o en las etapas tempranas del mismo.

6 Consistente con esta hipótesis, Kaminsky y Schmukler (2003) encuentran que la liberalización financiera está asociada con ciclos económicos más pronunciados en el corto plazo pero conduce a mercados financieros más estables en el largo plazo.

Con el tiempo, a través de un proceso de prueba y error, tiene lugar el proceso de aprendizaje y, eventualmente, se acierta con los incentivos correctos, produciendo resultados durables. Si queda alguna duda, basta con mirar el exitoso caso del desarrollo financiero de Chile, que en gran medida debe sus presentes fortalezas a una reacción constructiva a la dolorosa crisis de finales de la década de 1970 y principios de los años ochenta.

¿Qué salió mal? ¿Por qué muchos mercados de capitales no se desarrollaron en la forma esperada? De acuerdo con este enfoque, las fallas se relacionan en su mayoría con una combinación de reformas insuficientemente implementadas y con impaciencia. En efecto, a pesar de lo que muchos sostienen, las reformas clave no llegaron a iniciarse en algunos casos, mientras que aquellas reformas que fueron iniciadas fueron con frecuencia implementadas en forma incompleta o inconsistente. En muchos casos, las leyes fueron aprobadas, pero éstas no fueron implementadas debidamente a través de cambios en la regulación, adaptaciones institucionales y construcción de infraestructura, ni se hicieron cumplir adecuadamente. Aunque las medidas del entorno institucional y económico reportadas en los capítulos anteriores pueden haber aumentado como resultado de las reformas, éstas pueden haber fallado en captar adecuadamente la calidad de esas reformas, la cual, en opinión de una mayoría, varió ampliamente entre países. Además, los reformadores han sido muy impacientes, con frecuencia esperando que los resultados se materialicen más pronto de lo justificado. Aunque la expectativa de una compensación rápida puede justificarse con respecto a algunos tipos de reformas de primera generación, es la expectativa equivocada cuando se trata de reformas más complejas de segunda generación. Sería difícil estar en desacuerdo en que estas últimas reformas generalmente requieren largos períodos de implementación y gestación antes de producir dividendos visibles.

Las consideraciones anteriores conducen naturalmente a la formulación contenida en el título de esta sección: “sea paciente y redoble el esfuerzo”.⁷ El énfasis, por consiguiente, debe estar en persistentemente (y con paciencia) seguir adelante con la dura labor de sobreponerse a

7 Una interpretación de este enfoque, en el contexto más general que evalúa el impacto de las reformas sobre el desarrollo económico, puede encontrarse en Fernández-Arias y Montiel (2001), Krueger (2004), Singh *et al.* (2005) y Banco Mundial (1997).

la resistencia a la implementación de las reformas, especialmente las reformas de segunda y tercera generación, que, aunque difíciles, ya han sido entendidas en su mayor parte. Además, en el largo camino hacia el desarrollo financiero debe permitirse que opere la disciplina del mercado, reconociendo que esa disciplina activa un proceso que involucra dolor en el corto plazo y ganancia en el largo plazo, un proceso que es esencialmente de destrucción creativa.

Finalmente, entre tantas contribuciones importantes al debate de reforma, una que se justifica mencionar es la recomendación implícita de este enfoque, de prestar mucha más atención a la comprensión de la economía política de la implementación de reformas. Éste es un complemento esencial para la solidez técnica en el diseño de las mismas, y un complemento necesario de considerar si se desea acabar efectivamente con la resistencia a realizar las reformas.

Corrija la secuencia

Este segundo enfoque refleja lo que podría decirse es la línea más conocida de crítica al primer enfoque, ya que sostiene que, de una u otra forma, las reformas fueron parte del problema en lugar de la solución. Este segundo enfoque se centra en los problemas que surgen de un secuenciamiento mal dirigido de las reformas, es decir, la adopción inapropiada de ciertas reformas antes que otras. La interpretación más familiar de este enfoque se concentra en los escollos de la liberalización prematura del mercado financiero (en la forma más ampliamente entendida), que incluye la desregulación del sistema financiero doméstico al igual que su integración a los mercados de capitales internacionales. Sin embargo, este enfoque también se relaciona con los argumentos de el secuenciamiento que no están relacionados con la liberalización en sí, sino con otros aspectos de la naturaleza de “bloques de construcción” del mercado de capitales, en la cual los vínculos entre mercados hacen que ciertas reformas sean condiciones previas o complementos necesarios para el éxito de otras.

Proceder sin considerar debidamente el secuenciamiento, sostiene este enfoque, es como quien se aventura en el océano en medio de una tormenta con una embarcación parcialmente construida, lo que se dice una decisión atrevida. No niega que algunos costos sean inevitables en el camino al desarrollo financiero. Pero tratar de avanzar por este camino con el secuenciamiento equivocado puede provocar dolor ante un crecimiento que no perdura (por no contar con las condiciones previas apropiadas para el desarrollo del mercado de capitales) o un su-

frimiento innecesario (debido a que las crisis financieras pueden eliminar rápidamente las ganancias alcanzadas durante décadas).⁸

El argumento del secuenciamiento a considerarse se relaciona, en primer lugar, con la liberalización financiera. Una amplia corriente se ha concentrado en la inestabilidad y poca solidez que resultan de una apertura muy rápida de la cuenta capital. Estos efectos negativos tienden a ocurrir cuando la liberalización es implementada antes de que el mercado alcance un umbral mínimo, en términos del marco legal, del sistema regulatorio, de la capacidad supervisora y de los estándares contables y de revelación, entre otros.⁹ Las primeras versiones de este argumento se aplicaron principalmente al sistema bancario doméstico. Se encontró que los sistemas bancarios estaban, con cierta frecuencia, mal preparados para intermediar prudentemente en las olas de entrada de capitales, lo cual condujo a burbujas de crédito (caracterizadas por una toma de riesgos excesiva y aun por saqueos) seguido por caídas en el crédito.¹⁰ Durante los años noventa, este tipo de argumento de secuenciamiento fue ampliado a los problemas de descalces cambiarios y de vencimientos en los balances generales de las corporaciones que se endeudaban en el sistema bancario y en los mercados de títulos valores en medio de un entorno de mercado liberalizado. Estos descalces fueron factores importantes que motivaron la crisis asiática de 1997 y la crisis argentina de 2001. La recomendación básica de política de este análisis es que las reformas centradas en mejorar la vigilancia prudencial, el gobierno corporativo y la transparencia deben preceder a la liberalización del mercado financiero y a la apertura internacional.¹¹

Las implicaciones de la recomendación en favor de adelantar reformas de consolidación regulatorias e institucionales antes de liberalizar varían, dependiendo de las condiciones iniciales (por ejemplo, qué tan abierto es un país). Los proponentes de este argumento normalmente

8 Interpretaciones de este enfoque pueden encontrarse, por ejemplo, en Bhagwati (1998) y Stiglitz (2002).

9 Un gran número de estudios teóricos muestran que la liberalización financiera puede estar asociada con crisis (*véase*, por ejemplo, Allen y Gale 2000; Bachetta y Van Wincoop 2000; Calvo y Mendoza 2000, y McKinnon y Pill 1997). Empíricamente, diversos estudios han encontrado vínculos entre la desregulación financiera, ciclos económicos y bancarios, y crisis de balanza de pagos (*véase*, por ejemplo, Corsetti, Pesenti y Roubini 1999; Demirgüç-Kunt y Detragiache 1999; Kaminsky y Reinhart 1999, y Tornell y Westermann 2005).

10 *Véase* en Gavin y Hausmann (1996) un excelente análisis de las raíces económicas de las crisis bancarias.

11 *Véase*, por ejemplo, Johnston y Sundararajan (1999) y McKinnon (1993).

conuerdan, en el caso de países que están aún cerrados, en que éstos no deben abrirse muy pronto ni muy rápido. Surgen desacuerdos, sin embargo, con respecto a los países cuyo sistema financiero ya está liberalizado. Los proponentes de una versión fuerte del enfoque aconsejarían a las economías emergentes revertir la apertura del mercado de capitales y “poner arena en las ruedas”, acudiendo inclusive al uso de controles de capital estilo chileno sobre las entradas de corto plazo. Algunos de ellos aún sugerirían que la integración financiera debe ser intervenida de forma permanente, ya que una integración completa podría nunca ser deseable.¹² Los proponentes de una versión más suave y probablemente de mayor aceptación apoyarían solamente demorar cualquier liberalización adicional mientras se reorienta la atención hacia la fijación de nuevas prioridades de reforma, en favor del fortalecimiento de las precondiciones regulatorias e institucionales.

También puede derivarse una segunda clase de argumentos de secuenciamiento asociada con la liberalización, a partir de los enfoques que enfatizan la necesidad de una presencia mínima de los mercados domésticos de títulos valores, para ayudar a absorber los impactos y sostener la intermediación cuando el sistema bancario esté en crisis.¹³ Estos enfoques pueden ampliarse a una recomendación de secuenciamiento: debe alcanzarse un mayor desarrollo de los mercados locales accionarios y de renta fija antes de abrir completamente la cuenta capital. En efecto, en sistemas puramente dominados por los bancos, la volatilidad de los flujos de capitales tiende a propagarse rápidamente a través del retiro de depósitos (a valor nominal), mientras que los gobiernos tienden a sentirse obligados a rescatar a los depositantes por miedo a que una retirada masiva de depósitos pueda doblar los sistemas bancario y de pagos. En contraste, en un sistema financiero doméstico más equilibrado, donde los mercados de títulos valores tienen una presencia significativa, gran parte de las pérdidas no deben propagarse a través del sistema; éstas son supuestamente absorbidas directamente por los inversores del mercado de capitales y, por tanto, no se desplazan hacia el gobierno.

Una interpretación más específica de este último tipo de argumento de secuenciamiento surge de la literatura del “pecado original”. Esta literatura llama la atención acerca de las grandes vulnerabilidades que resultan de la incapacidad de los gobiernos y de las corporaciones de

12 Véase, por ejemplo, Ocampo (2003), Stiglitz (1999, 2000) y Tobin (2000).

13 El argumento de Greenspan según el cual los mercados de capitales pueden actuar como una “lanta de repuesto” cuando falla la “lanta principal” (el sistema bancario) ilustra este enfoque (véase Greenspan, 1999).

las economías emergentes de emitir deuda de largo plazo denominada en moneda doméstica. En sus etapas iniciales, esta literatura tendió a recomendar la adopción de la dolarización formal como la ruta preferida para superar el “pecado original” y desarrollar los mercados financieros domésticos en forma más segura dentro de un contexto financiero globalizado.¹⁴ A la luz del desastroso colapso del sistema de “convertibilidad” argentino, sin embargo, el mismo problema del “pecado original” ha conducido a una diferente recomendación que enfatiza la necesidad del secuenciamiento. Es decir, que el camino hacia la redención exige dar prioridad al desarrollo del mercado de deuda denominada en moneda doméstica, y que esto se alcanzaría preferiblemente antes de abrir completamente la cuenta capital (Eichengreen, Hausmann y Panizza, 2005). Los proponentes de este enfoque señalan a Australia como ejemplo de un país que siguió la secuencia correcta, una secuencia que podría decirse que ha sido adoptada también por las dos economías emergentes más grandes, India y China (Lane y Schmukler, próximo a publicarse).

Un tercer tipo de argumento de secuenciamiento asociado con la liberalización se concentra en las diversas dimensiones de la desregulación del mercado doméstico. Un ejemplo tiene que ver con la desregulación de las inversiones de los fondos de pensión. Una recomendación frecuentemente escuchada es que los límites impuestos a las inversiones de los fondos de pensión domésticos deben relajarse, con el fin de mejorar su capacidad de diversificar el riesgo. Si los temas de secuenciamiento son ignorados, sin embargo, esta recomendación podría fracasar. En efecto, la liberalización del régimen doméstico de inversión de los fondos de pensión debería estar precedida, para producir beneficios duraderos, por un fortalecimiento de la supervisión de riesgos y de la capacidad de manejo del riesgo por parte de los fondos de pensión, al igual que mejoras en la liquidez, la revelación y la integridad de los precios en el mercado local de títulos valores.

Como se comentó al principio de esta sección, no todos los argumentos de secuenciamiento están relacionados con la liberalización. Algunos enfatizan la naturaleza de “bloques de construcción” del desarrollo de los mercados de capitales. Esto conduce a la recomendación de que las reformas deben ser ordenadas con el fin de asegurar que se den las condiciones previas para mejorar la probabilidad de éxito de las reformas subsiguientes.¹⁵ Por ejemplo, podría decirse que

14 Véase, por ejemplo, Calvo y Reinhart (2000) y Hausmann *et al.* (1999).

15 Este enfoque se articula, por ejemplo, en Karacadag, Sundararajan y Elliott (2003), quienes argumentan que hay una jerarquía de los mercados financieros

contar con mercados monetarios que funcionen bien es una condición previa para el desarrollo sólido de los mercados de bonos, y contar con mercados de bonos soberanos desarrollados es una precondition para un desarrollo saludable de los mercados de bonos corporativos (Schinasi y Smith, 1998). En efecto, los mercados de dinero vinculan los mercados de capitales al sistema bancario (el proveedor último de liquidez) y ayudan a anclar el extremo de corto plazo de la curva de rendimientos, lo cual es esencial al fijar los precios de los instrumentos de renta fija. Un mercado de bonos soberanos bien organizado, por su parte, propociona una clase de activos segura a la cual los inversores pueden acudir en momentos de incertidumbre y confusión. Éste también proporciona puntos de referencia necesarios, incluyendo una curva de rendimientos para el activo presumiblemente libre de riesgo, sin la cual no es posible fijar adecuadamente los precios de los bonos corporativos. En forma similar, puede sostenerse que la combinación de un mercado monetario desarrollado y un mercado secundario líquido de títulos valores, es una condición previa para un desarrollo seguro y sólido de los mercados de derivados; si el mercado spot del activo subyacente es ilíquido, las transacciones de derivados aumentarían bastante la volatilidad del precio del activo, aumentando el riesgo sistémico.

Los argumentos de secuenciamiento basados en el enfoque de “bloques de construcción” también aplican al caso de las reformas tendientes a reducir la exposición excesiva de la deuda gubernamental doméstica a los riesgos de renovación, de tasa de interés y cambiarios. Permaneciendo lo demás constante, a medida que el gobierno logra reducir esa exposición, éste traslada los riesgos asociados a los inversores privados (por ejemplo, a las mesas de dinero bancario, a los intermediarios de títulos valores y a los fondos mutuos). En ausencia de una vigilancia adecuada, incluyendo una valuación apropiada (y la revelación relacionada) de los títulos valores en sus portafolios, los intermediarios y gerentes de activos pueden estar mal preparados para manejar los riesgos de concurrencia, que amplificarían los problemas en épocas de mercados tambaleantes.¹⁶ Se desprende de aquí que el

que refleja la complejidad de los riesgos en cada mercado y los vínculos entre mercados. Basándose en esta jerarquía, proponen un secuenciamiento del desarrollo del mercado y medidas de mitigación de riesgo.

16 La reversión de las ganancias en el manejo de deuda del gobierno en momentos de confusión financiera, resultante en parte de problemas de manejo de riesgos en el sector privado, (particularmente en la industria de fondos mutuos), están ilustradas por los casos de Brasil y Colombia, en la forma analizada, por ejemplo, en Banco Mundial (2003b) y Banco Mundial (2002b), respectivamente.

fortalecimiento del entorno regulatorio y de la capacidad de manejo de riesgos, digámoslo así, de la industria doméstica de fondos mutuos, es por lo general un requisito para lograr una reducción durable en la exposición al riesgo de la deuda gubernamental.

En resumen, el enfoque de “corrija la secuencia” abarca un amplio rango de reformas relacionadas con el mercado de capitales. Aunque los estándares internacionales y los códigos mencionados en la sección anterior son, sin duda alguna, útiles para identificar las reformas requeridas, éstos ofrecen poca o ninguna guía respecto a la pregunta de cómo secuenciar las mismas. La tarea de reestructurar apropiadamente la futura agenda de reforma, reside, de acuerdo con este enfoque, en el éxito de los esfuerzos dedicados a aclarar en forma sistemática los problemas de secuenciamiento.

Repase los temas básicos y revise las expectativas

Este tercer enfoque surge de la identificación de las limitaciones de los dos enfoques anteriores. En efecto, aun cuando su lógica interna es aceptada, estos enfoques están sujetos a importantes críticas.

El primer enfoque –“sea paciente y redoble el esfuerzo”– presenta una limitación crucial en el sentido que ignora una observación clave reportada en el capítulo 3. Esto es, ignora el hecho de que las mejoras en las bases institucionales y macroeconómicas y la introducción de las reformas estimulan no solamente el desarrollo de los mercados domésticos de títulos valores sino también (y aún en mayor medida) la internacionalización de las emisiones y de la transacción de instrumentos. Esta observación no invalida, por supuesto, la importancia de emprender reformas, sino que requiere un cambio profundo en las expectativas, que comprende algo más que sencillamente “aprender a ser paciente”. También sugiere que para dar nueva forma a las expectativas de manera apropiada, es necesario repasar los problemas asociados con el proceso de globalización financiera.

Para estar seguros, los reformadores de los años noventa –como se discutió en el capítulo 2– no ignoraban el proceso de globalización (por el contrario, lo apoyaban fuertemente), pero tendían a esperar que las reformas tuvieran como efecto atraer a los inversores internacionales y la liquidez global a sus mercados domésticos en crecimiento, donde los retornos ajustados por riesgo serían (supuestamente) sistemáticamente más altos dada la escasez relativa de capital en las economías emergentes. Los reformadores no esperaban que el fruto de sus esfuerzos fuera una tendencia creciente al movimiento de los mejores emisores y emisiones de títulos valores hacia los mercados internacionales y, en el

proceso, que esto afectara adversamente la liquidez del mercado doméstico.

El talón de Aquiles del segundo enfoque –“corrija la secuencia”– es su cuestionable expectativa de que el secuenciamiento, aun si fuera técnicamente correcto, es consistente con incentivos suficientes en pro de la reforma. En principio no hay nada de malo con la idea de que la competencia irrestricta y la apertura completa de la cuenta capital debe posponerse hasta lograr un umbral de madurez institucional y de capacidad de manejo de riesgo. Pero la realidad de la economía política es que la reforma institucional no sucede simplemente debido a la buena lógica. La buena lógica es, en la mayoría de los casos, insuficiente para acabar con la resistencia que proviene de los agentes establecidos, es decir, de aquellos que se benefician del statu quo y, como resultado, tienden a utilizar su poder económico y su influencia política para dar forma a las reformas. En efecto, las pérdidas de las reformas se sienten al principio del proceso, donde los agentes establecidos, con mucho en riesgo, pueden organizarse vigorosamente para oponerse a aquellas reformas que eventualmente menoscabarían sus posiciones. En contraste, las ganancias de las reformas se materializan en el futuro y se esparcen entre numerosos ganadores, quienes, como resultado, enfrentan un problema de acción colectiva, con poco incentivo para actuar como grupo y tienden a permanecer relativamente silenciosos y no organizados. Contra estas realidades, nada favorece más los intereses de los agentes establecidos que protegerlos de la competencia de los entes locales e internacionales que ingresan.

Por tanto, surge la idea, ingenua, de que la resistencia a las reformas dará fruto al evitar las presiones que provienen de la competencia doméstica y extranjera. De hecho, la experiencia histórica del desarrollo financiero alrededor del mundo ilustra ampliamente el particular papel que juega la competencia, particularmente por la apertura a la competencia internacional, en reducir el poder de los agentes establecidos y en fomentar las reformas. La competencia externa induce a los agentes domésticos a ser más eficientes y, como resultado, cambia sus incentivos con respecto a las reformas; los agentes establecidos eficientes se convierten en partidarios de las mismas reformas a las que se habían resistido anteriormente.¹⁷

17 Una convincente y bien documentada articulación de este tipo de crítica al enfoque de “corrija la secuencia” se encuentra en Rajan y Zingales (2003a). Kaminsky y Schmukler (2003) proporcionan evidencia acerca de la forma en la cual las reformas aumentan después de la liberalización financiera. Braun y Raddatz (2004) muestran que la liberalización del comercio, al fortalecer los sectores que se benefician del mejor acceso a la financiación relativamente a

Otro aspecto cuestionable de los dos anteriores enfoques es la premisa implícita de que el desarrollo doméstico del mercado de capitales en las economías emergentes debe medirse contra el punto de referencia de los mercados de capitales desarrollados. Para estos dos enfoques, el camino de la reforma puede ser largo y difícil, y puede requerir un periodo de relativo aislamiento antes de adoptar por completo la globalización, pero el resultado esperado, en la mayoría de los casos, es uno solo. La expectativa es que, a medida que las reformas tienen éxito, los mercados de capitales domésticos en los mercados emergentes se asemejarán progresivamente a aquellos en los países desarrollados. Pero es difícil aceptar la premisa dados los resultados, es decir, el pobre estado de desarrollo de los mercados de capitales de los países de América Latina a pesar de los intensos esfuerzos de reforma de los años noventa, en la forma documentada en los capítulos anteriores. Además, la evidencia muestra también que el desarrollo del mercado de capitales en América Latina está por debajo del nivel pronosticado por las bases económicas y políticas de la región. Estos resultados sugieren que ciertas características intrínsecas de los países de América Latina, además de aquellas generalmente resaltadas en la literatura de reforma al mercado de capitales, limitan el alcance para desarrollar a fondo los mercados domésticos. Estas limitaciones son difíciles de solucionar utilizando el proceso de reforma. En otras palabras, aún si los países de América Latina llevaran a cabo todas las reformas necesarias, estos podrían no alcanzar un desarrollo doméstico del mercado de capitales comparable a aquel de los países industrializados.

En resumen, la confrontación de los dos enfoques anteriores con aspectos relevantes de la evidencia conduce a la conclusión de que hay importantes asuntos no tenidos en cuenta o considerados inadecuadamente. Por tanto, el tercer enfoque se concentra en las brechas básicas en el conocimiento y es, como resultado, mucho menos normativo. Su principal consejo es retroceder y repasar los temas básicos antes de seguir adelante. Esto permite esperar que un retorno a las bases proporcionará una mejor plataforma para interpretar la evidencia, guiará la reformulación de la agenda de reforma y dará nueva forma a las expectativas. En la siguiente sección intentamos hacer este ejercicio, analizando brevemente un conjunto de temas básicos selectos y buscamos obtener, aunque tentativamente, algunas implicaciones generales para la agenda de reforma por delante.

aquellos donde la mayor disponibilidad de fondos dispararía las rentas de los agentes establecidos, puede tener un impacto significativo en el desarrollo financiero.

De regreso a las bases

En esta sección, ilustramos la potencial utilidad para el debate de reforma de repasar los temas básicos desde perspectivas que son frecuentemente ignoradas. Como ya se mencionó en este capítulo, somos altamente selectivos, elegimos solamente unos pocos temas para repasar, y nuestro análisis se realiza a un nivel general. Nuestro objetivo es ilustrar la manera en la cual un retorno a las bases puede suscitar implicaciones de largo alcance para la agenda de reforma, más que proporcionar una discusión a fondo de cada tema. Con fines expositivos, organizamos los temas seleccionados alrededor de tres tópicos: globalización financiera, liquidez y diversificación de riesgos. En el resto de la sección y del capítulo, ilustramos estos tópicos a través de la experiencia de los países de América Latina, pero consideramos que estos problemas pueden ser igualmente relevantes para las economías emergentes en otras regiones. En la discusión, los problemas de tamaño y de segmentación surgen en forma recurrente.

Globalización financiera

La globalización financiera requiere una medición diferente del desarrollo del mercado de capitales, que no se centra únicamente en la dimensión local. Sin embargo, la tendencia en la mayoría de los estudios y en las discusiones de política es medir y comparar el desarrollo financiero entre países principalmente en términos de los indicadores de tamaño y actividad del sistema financiero doméstico (por ejemplo, el tamaño respecto al PIB de variables tales como activos, pasivos, capital, ingreso y tasa de rotación). Estas medidas, si bien esenciales, no reflejan el simple hecho de que, en un contexto globalizado, el desarrollo financiero tiene mucho que ver con la medida y con el tipo de integración a los mercados financieros internacionales. En efecto, los datos para medir esa integración son con frecuencia más difíciles de obtener que aquellos del sistema financiero doméstico. Pero la escasez de los datos no se en sí misma una excusa para no prestar atención a las limitaciones de las medidas a nivel doméstico ni para analizar adecuadamente los problemas de integración del mercado financiero.

La globalización financiera también invita a un enfoque más general para entender el desarrollo financiero; uno que considere simultáneamente el lado doméstico e internacional del proceso. Desde esta perspectiva, el desarrollo financiero se caracterizaría mejor como la profundización y la ampliación sostenible del acceso a los servicios financieros, independientemente de si estos servicios son proporciona-

dos localmente o en el exterior, por los mercados de títulos valores o por otros mercados.¹⁸ Este enfoque más general exige entender la forma en la cual las reformas afectan el desarrollo del mercado doméstico, el proceso de internacionalización y la relación entre estos dos. La evidencia en el capítulo 3 muestra que estos vínculos son complejos y, en cierto sentido, inesperados. Las reformas han llevado a dar una mayor importancia a la internacionalización (en términos de emisión y transacción de títulos valores) relativamente a los mercados locales, no menos debido a que la internacionalización parece haber sucedido al mismo tiempo que el estancamiento, o aún deterioro, del desarrollo del mercado local. Aquí yace una razón importante para reformular las expectativas y para reconsiderar el significado del éxito de reforma.

Una mayor atención a la globalización financiera no implica, sin embargo, que el alcance más amplio para los contratos financieros entre países, que resulta de la globalización financiera, signifique que los mercados financieros domésticos sean inútiles. Es difícil imaginar que los mercados financieros internacionales, al menos en el futuro cercano, se convertirán en un sustituto perfecto de los mercados locales en todos los aspectos, especialmente en lo que respecta a servicios financieros como son los pagos en moneda local, el ahorro en moneda local, los préstamos al pequeño consumidor y a las empresas micro, pequeñas y medianas. En efecto, un riguroso análisis empírico sugiere que, aun cuando la integración financiera es muy alta, el desarrollo financiero incide en el éxito económico de las empresas, especialmente de las pequeñas (Guiso, Sapienza y Zingales, 2004). Por lo tanto, el punto no es negar la relevancia de los mercados financieros locales sino enfatizar que esa relevancia adquiere significado bajo la globalización en la medida en que los mercados domésticos sean un complemento, no un sustituto, para la integración del mercado internacional.

La integración de las economías emergentes con los mercados financieros internacionales facilita el proceso de reforma en algunos aspectos. Como se mencionó anteriormente, a través de la competencia externa, la globalización acaba con el control de los agentes establecidos domésticos y aumenta la presión en favor del cambio institucional. Con gran frecuencia, y a pesar de la probabilidad de una mayor inestabilidad transicional, las reformas presentan un auge a medida que los países se abren.

18 Este enfoque del desarrollo financiero es consistente con el mensaje en Caprio y Honohan (2001) de que “los servicios financieros en sí mismos son los que importan [para el crecimiento] más que la forma en que se proveen” (p. 48).

La globalización financiera complica, sin embargo, la agenda de reforma en la medida en que ésta magnifica los problemas en los mercados de deuda asociados con monedas débiles, como ha sido repetidamente descrito en la literatura de finanzas internacionales. Las lecciones que esta literatura produce son importantes para el debate de reforma al mercado de capitales y resaltan la necesidad de construir puentes entre los expertos en desarrollo financiero y los economistas macroeconómicos y de finanzas internacionales (Obstfeld y Taylor, 2005). En efecto, la ola de globalización actual que, en contraste con el período del patrón oro se desenvuelve en un contexto de tasas de cambio flotante, concede beneficios que aumentan dependiendo de qué tan bien desempeña la moneda local dos funciones simultáneas: aquella de absorción de impactos (con flexibilidad para facilitar, en particular, un ajuste no deflacionario en la tasa de cambio real hacia un equilibrio más depreciado) y la de ser un almacenamiento confiable de valor para el ahorro.¹⁹ El buen desempeño de estas dos funciones es ya difícil en el caso de monedas que no forman parte del pequeño conjunto de monedas utilizadas internacionalmente como activos de reserva. Aunque es drásticamente más complicado si, adicionalmente, la moneda local no es bien aceptada, ni aun localmente, como receptáculo confiable para el ahorro; es el caso de muchas economías emergentes en las cuales los contratos financieros están altamente dolarizados o se encuentran dominados por la práctica del cortoplacismo. En estas circunstancias, las opciones de política no sólo están limitadas sino que probablemente también deben repartirse entre las metas de fomentar el papel de absorción de impactos de la moneda y promover su papel como almacén de valor para la intermediación financiera.

Los problemas que surgen en la interfaz de la globalización y las monedas débiles son directamente relevantes sólo para los mercados de deuda. Esto se debe a que en países donde la tasa de cambio real de equilibrio está sujeta a fluctuaciones significativas, el endeudamiento en dólares (localmente o en el exterior, es irrelevante) sistemáticamente expone a los deudores que operan en el sector no transable al riesgo cambiario real y, como resultado, expone a sus acreedores al riesgo de *default* inducido por la tasa de cambio real. Esta exposición no tiene cobertura si no existe un mercado confiable de derivados de divisas, siendo este, casi por definición, el caso de países donde la dolarización

19 De la Torre, Levy Yeyati y Schmukler (2002) argumentan que estas funciones de la moneda constituyen dos de los tres componentes de la “santísima trinidad” (siendo el tercero fuertes instituciones contractuales), que facultan a los países para apoderarse de los beneficios completos de la ola actual de globalización financiera.

financiera es alta. De aquí, la globalización magnifica el problema de debilidad de la moneda debido a los efectos adversos en el balance general que se desprenden de la falta de un mercado de deuda denominada en moneda local o, para ponerlo en términos técnicos, más precisos y generales, de la falta de un mercado de contratos de deuda denominados en precios no transables.²⁰

En contraste, el problema de moneda débil básicamente no está relacionado con los contratos accionarios. Esto se debe a que las acciones no generan vulnerabilidades en el balance general de los emisores. Estos contratos no están sujetos al riesgo de *default* porque no comprometen al emisor a pagar un flujo independiente al desempeño. Como resultado, el emisor de una acción no tiene exposición alguna al riesgo cambiario, aún si su ingreso se deriva del sector no transable de la economía. De todos modos, el desempeño del emisor podría verse afectado por las fluctuaciones de la tasa de cambio real en diversas formas, pero esos efectos son trasladados a los inversores accionarios a través de cambios en los pagos de dividendos. Por ello, la internacionalización de los mercados accionarios no conlleva en sí misma implicaciones de vulnerabilidad sistémica, aún si el país tiene una moneda débil.

Por consiguiente, a medida que una economía emergente se integra más a los mercados financieros internacionales, los incentivos para los emisores de acciones aumentan en favor de la emisión en los mercados internacionales. Si las corporaciones de economías emergentes pueden romper los umbrales de costo y tamaño para emitir acciones a un precio razonable en los centros financieros internacionales más desarrollados e inmensamente más líquidos, no hay ventajas para la emisión en los mercados de acciones domésticos. Como se mencionó, sin embargo, la migración de la emisión y de la transacción de acciones hacia los mercados internacionales puede suponer efectos adversos de liquidez en el mercado de acciones doméstico, lo cual, insistimos, no puede ser ignorado al fijar expectativas y reestructurar recomendaciones de reforma.

20 Esta aclaración es importante debido a que el problema de la ausencia de mercado aplica también a los países emergentes formalmente dolarizados, en la medida en que su tasa de cambio real de equilibrio esté sujeta a fluctuaciones significativas, que puede ser el caso aún en países que son pequeños y abiertos si sus sectores no transables explican una participación relativamente grande del PIB. Aun si el país en cuestión permaneciera formalmente dolarizado, se requeriría un mercado de contratos financieros denominados en precios de bienes no transables para que los deudores en el sector no transable evitaran incurrir en una exposición a la tasa de cambio real sin cobertura.

En resumen, la agenda de reforma necesita prestar mucha más atención a los problemas que surgen en la interfaz de la globalización financiera, monedas débiles y desarrollo del mercado de deuda. Como mínimo, se requiere una pronta determinación a nivel de país acerca de si existen perspectivas realistas para revertir la alta dolarización financiera. A esta determinación debe seguir una recomendación sensata en el sentido de prevenir o aun retroceder en la dolarización financiera cuando fuera factible, y de vivir con la dolarización financiera mientras se mitigan las vulnerabilidades del balance general cuando fuere apropiado. Sin embargo, el desarrollo de recomendaciones prácticas en esta área se encuentra en una etapa temprana, particularmente para casos en los cuales la dolarización financiera podría ser muy difícil de revertir.²¹ Se requiere un esfuerzo adicional para establecer la agenda de reforma futura con respecto a estos temas con una base analítica y empírica más sólida.

Finalmente, aunque nuestra discusión en este capítulo se centra en el diseño de políticas por parte de los países en desarrollo, nadie puede dejar de olvidar que la globalización financiera da lugar a la necesidad de mejorar la arquitectura financiera internacional. Como ésta es un área que se sale del control de los mercados emergentes, la responsabilidad recae en la comunidad financiera internacional.²² Las principales brechas están en áreas cruciales, tales como el contagio (es decir, la ausencia de un mecanismo de liquidez internacional para mitigar los efectos cíclicos no justificados por las bases económicas de los merca-

21 En De la Torre y Schmukler (2004), observamos que la profesión económica se mueve hacia un consenso sobre una agenda de “tres puntas” de desdolarización, a saber, política macroeconómica (es decir, flexibilidad de la tasa de cambio con objetivo inflacionario), política prudencial (por ejemplo, mayores requerimientos de capital o aprovisionamientos más altos para los préstamos en dólares, para los deudores en el sector no transable) y política financiera (es decir, el fomento de contratos indexados por el IPC, posiblemente ayudados por préstamos y endeudamiento indexado al IPC por parte de las organizaciones multilaterales). También advertimos que el entusiasmo por esta agenda debe ser controlado, dados los difíciles umbrales que deben cruzarse para cada una de las tres puntas de política para revertir la dolarización financiera en forma sostenible. En De la Torre, Levy Yeyati y Schmukler (2002), trazamos las prioridades de reforma apropiadas para el desarrollo financiero de un sistema altamente dolarizado, en un contexto globalizado.

22 Una discusión convincente y razonablemente completa de problemas de reforma relacionados con la arquitectura financiera internacional se encuentra en Eichengreen (1999).

dos de bonos soberanos),²³ el *default* (es decir, la falta de un marco funcional para tratar eficientemente defaults de la deuda soberana),²⁴ y el problema mencionado de “pecado original” (es decir, la ausencia de un mercado internacional para la deuda en moneda local de los países emergentes).²⁵ La mejora de la arquitectura financiera internacional beneficiaría desproporcionadamente a las economías emergentes. Infortunadamente, el poder económico y geopolítico para considerar las fallas en la arquitectura financiera internacional reside en los países industriales, que son precisamente los países con menor incentivo para preocuparse por esto, salvo en aquellas raras ocasiones en las cuales los centros financieros están amenazados por el contagio.

Liquidez

El enfoque aquí está en la liquidez del mercado secundario, ya que es el centro de una de las contribuciones únicas de los mercados de capitales a un sistema financiero sólido y vibrante. En efecto, como se mencionó en el anexo al capítulo 2, la liquidez del mercado secundario es la base para la “revelación de precios”, una función que distingue a los mercados de títulos valores de los mercados bancarios. En ausencia de una razonable liquidez, la preocupación acerca de la integridad en los precios no puede disiparse completamente. Cuando el mercado secundario que negocia un título valor es muy esporádico, su valuación debe llevarse a cabo utilizando métodos que, aun cuando estuvieren bien diseñados y fueren aplicados uniformemente, son sustitutos imperfectos para lo real –un precio de mercado observable y confiable. Aun en el mejor de los casos, estos métodos son bastante inadecuados para captar en tiempo real los cambios en los riesgos reales, percibidos y probables del emisor.²⁶ Al debilitar la revelación de precios, aun cuando los estándares de revelación sean altos, la iliquidez del mercado secundario hace que la “valuación de mercado” pierda gran parte de su

23 Calvo (2001) ofrece una discusión de los problemas, para crear un Fondo de Mercado Emergente (FME) junto con una propuesta específica.

24 Krueger (2001) ofrece una discusión de los problemas, para crear un Mecanismo de Restructuración de Deuda Soberana (*Sovereign Debt Restructuring Mechanism, SDRM*), junto con una propuesta específica.

25 Véase, por ejemplo, Hausmann y Eichengreen (2002) y Levy Yeyati (2004).

26 Una buena forma de entender este problema es revisar la reglamentación altamente enrevesada sobre “valuación” emitida por los reguladores de los mercados de títulos valores en países con mercados secundarios altamente ilíquidos.

significado y convierta la contabilidad de valor razonable en una labor inherentemente tentativa.

Adicionalmente, la liquidez del mercado secundario es lo que permite a los inversores negociar sin causar trastornos, es decir, salir de sus posiciones sin afectar los precios de los activos. La iliquidez, por consiguiente, constituye un obstáculo importante para la entrada de inversores al mercado (menoscabando con esto la liquidez del mercado primario) aun en tiempos normales, sin considerar las épocas de turbulencia, cuando la iliquidez magnifica los efectos de los impactos sobre las fluctuaciones en los precios de los activos. En este sentido, la iliquidez engendra iliquidez: nuevos inversores y emisores son desalentados de ingresar al mercado debido a preocupaciones acerca de la integridad de precios y salida, y a su vez la falta de nuevos entrantes menoscaba aún más la liquidez.

La liquidez en los mercados secundarios constituye, además, un bloque de construcción para el desarrollo seguro y sólido de otros mercados clave, como los *repos* y los mercados de derivados. Esto explica en gran medida por qué los mercados de *repos* en la mayoría de los países de América Latina se circunscriben generalmente a utilizar deuda gubernamental (relativamente más líquida, con precios más fáciles de fijar y supuestamente el activo más seguro) como instrumento subyacente. Esto también ayuda a explicar por qué el mercado de derivados que primero tiende a desarrollarse, en los pocos países (Brasil, Chile y México) donde éste se ha desarrollado completamente, es el mercado de derivados para las divisas, dada la liquidez relativamente alta del mercado al contado (*spot*) subyacente. En contraste, los mercados de derivados para tasas de interés, riesgo de crédito y precios de acciones en la región están en general subdesarrollados.²⁷

Con este panorama en mente, un tema clave a 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, las externalidades de red y los efectos de aglomeración.

27 En la forma comentada en el capítulo 2, la excepción es Brasil, donde los mercados de derivados para tasas de interés y de cambio han crecido convirtiéndose en mercados mucho más líquidos que los mercados *spot* subyacentes. Sin embargo, esta asimetría parece ser una fuente importante de vulnerabilidad, en la forma ilustrada por el episodio 2002-03 de turbulencia financiera, cuando el desarme de los portafolios ocasionó tal volatilidad en los precios de los activos que el gobierno se vio obligado a desplazar los riesgos hacia sí mismo, convirtiéndose en el proveedor principal de coberturas. Véase Banco Mundial (2003b).

Este simple hecho explica por qué la liquidez global está cada vez más concentrada alrededor de unos pocos centros financieros internacionales. Esto también constituye una noticia aleccionadora para las economías más pequeñas. En la forma mostrada por los resultados en el capítulo 3, el tamaño del mercado es un determinante estructural importante de la liquidez. En efecto, la experiencia en América Latina sugiere que aun los países relativamente pequeños pueden sostener un mercado no muy ilíquido de títulos de deuda gubernamental. Sin embargo, más allá de esto y, en cierta medida, debido a esto, la mayoría de los países de América Latina, salvo probablemente los más grandes, no han podido generar mercados domésticos razonablemente líquidos para la deuda corporativa y para las acciones. Por consiguiente, si no es probable que los mercados de capitales locales en América Latina, especialmente en los países más pequeños, desempeñen adecuadamente su función de revelación de precios, los investigadores y reformadores tendrán que considerar más frontalmente la pregunta de cuál se espera que sea el papel distintivo jugado por estos mercados.

Además, aunque el capítulo 3 no lo analiza, una hipótesis razonable es que los efectos adversos sobre la liquidez doméstica de un tamaño pequeño del mercado se ven agravados por la concentración, una característica de los mercados de capitales latinoamericanos resaltada en el capítulo 2. En efecto, el patrón general en los mercados de América Latina es que sólo unas pocas empresas pueden emitir títulos valores en montos que cumplen los umbrales mínimos de liquidez y estos títulos valores son comprados en su mayor parte por unos pocos inversores institucionales, principalmente los fondos de pensión, que dominan la escena.²⁸ Estos inversores tienden a seguir estrategias de comprar y conservar, debido en parte a la preocupación de afectar significativamente los precios. El resultado es un bajo nivel de actividad de negociación. En el caso del mercado accionario, la baja actividad de negociación también refleja una baja “flotación de acciones”, es decir, una baja proporción de acciones registradas disponibles para negociar, en parte debido a patrones de concentración de propiedad y a la renuencia a entregar el control.²⁹

28 La base de inversores al por menor es minúscula en prácticamente todos los países de América Latina, como se mostró en el capítulo 2.

29 Esto ayuda a explicar por qué los mercados de acciones locales y los IPO en la región parecen haberse desvanecido (*véase* el capítulo 2) a pesar de los esfuerzos de mejorar las prácticas de gobierno corporativo, en la forma documentada en Capaul (2003).

Dadas las limitantes sobre la liquidez que surgen de un pequeño tamaño y el refuerzo de esto debido a la concentración, no es sorprendente que muchos mercados domésticos de títulos valores –aun aquellos que, al igual que Chile, son grandes en tamaño (por ejemplo, en términos de activos relativamente al PIB) y por tanto no tienen escasez de fondos invertibles–, parecen atrapados en una trampa de baja liquidez, especialmente con respecto a los títulos valores del sector privado. Aun aquellos casos en que la liquidez está por encima del promedio son ejemplos de las limitaciones de un pequeño tamaño. Un ejemplo es el de los mercados de bonos gubernamentales relativamente líquidos, a los cuales aplicamos el análisis empírico de McCauley y Remolona's (2000) de márgenes de compra-venta para ciertos montos de transacción mínima. Ese estudio sugiere que un mercado secundario altamente líquido de bonos gubernamentales requeriría un valor nominal negociable de esos bonos del orden de los 100 mil a 200 mil millones de dólares. El problema con esta conclusión, por supuesto, es que relativamente sólo unas pocas economías emergentes tienen un PIB (sin considerar las existencias de deuda gubernamental) que exceda este valor. Aún lo que parecen ser mercados secundarios razonablemente líquidos para la deuda gubernamental doméstica en diversos países no resultan ser realmente así de líquidos de acuerdo con la métrica de McCauley y Remolona.

Una complicación adicional es que en los países pequeños con bases de inversores pequeñas podría no haber suficiente campo para los mercados secundarios líquidos de bonos soberanos y corporativos. Como resultado, un pequeño tamaño agrava el *crowding out* de los mercados de bonos corporativos por los mercados de bonos gubernamentales. Al mismo tiempo, sin embargo, podría decirse que mercados líquidos de bonos gubernamentales son un requisito para generar una curva de rendimientos, que es esencial para el desarrollo de los mercados de bonos corporativos. Por consiguiente, muchos pequeños países emergentes se encuentran atrapados entre la espada y la pared, con poco o ningún espacio para asegurar que los mercados domésticos de bonos gubernamentales jueguen un papel saludable en el desarrollo de los mercados de bonos corporativos sin desplazar a los mismos (*crowding out*).

Los enfoques difieren en cuanto al umbral de tamaño para la liquidez en los mercados de bonos y acciones corporativos. Pero los participantes del mercado en la mayoría de los países de América Latina de tamaño medio y grande generalmente consideran que las emisiones de bonos inferiores a los US\$50 millones no abrirían el apetito de los grandes inversores institucionales, en parte debido a que las emisiones más pequeñas no generarían liquidez suficiente en el mercado secun-

dario para permitir ventas ordenadas.³⁰ Sin embargo, US\$50 millones es un monto bastante grande en términos relativos para muchos países de América Latina. Este valor representa, por ejemplo, un múltiplo del capital total para la mayoría de las corporaciones en estos países y, por ello, es un umbral que deja sólo unas pocas empresas elegibles en términos de tamaño para participar en el mercado local a través de la emisión de títulos valores.

Las limitantes estructurales a la liquidez impuestas por el reducido tamaño del mercado no eliminan el marco de acción para mejorar la liquidez en los mercados domésticos. En la forma documentada en evaluaciones a nivel país de los mercados de títulos valores, incluyendo el Programa de Evaluación del Sector Financiero realizado conjuntamente por el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional, hay bastante campo para mejorar la liquidez del mercado doméstico a través de reformas apropiadas que se enfoquen, por ejemplo, en reducir la fragmentación en la emisión y en la transacción de acciones, mejorar el despeje y la liquidación de títulos valores, organizar las líneas de endeudamiento y préstamo de títulos valores, mejorar los métodos de valoración, promover la estandarización de contratos y la mejora en la calidad de los informes financieros. Pero los mismos expertos que recomiendan estas reformas reconocen que éstas sólo conducirían a modestos mejoras en liquidez en lugar de saltos cualitativos. En resumen, la agenda de reforma no puede ya subestimar tan abiertamente, como tendía a hacerlo en el pasado, la limitante fundamental a la liquidez que deviene de un pequeño tamaño. Una forma obvia y directa de considerar la limitante de un mercado pequeño es, por supuesto, promover la integración adicional de los mercados internacionales. Esta es, en efecto, una forma segura de liberarse de los confines de la iliquidez del mercado local, para los pocos emisores que utilizan los servicios del mercado externo de capitales. Pero ésto trae de vuelta a la mesa de discusión las dos advertencias que ya hemos enfatizado: primero, que la internacionalización de la emisión y de la transacción de títulos valores puede reducir aún más la liquidez de los mercados domésticos, y segundo que, con respecto a los mercados de bonos, la internacionalización puede amplificar las vulnerabilidades asociadas con el problema de una moneda débil.

30 Esta clase de umbral de tamaño para las emisiones también se requiere para repartir los costos transaccionales de la emisión, como se analizó en Zervos (2004).

Diversificación de riesgos

¿Pueden los mercados de capitales domésticos en la mayoría de las economías emergentes mejorar sustancialmente la diversificación de riesgos? Esta pregunta es tan básica que uno se pregunta por qué no se ha hecho con mayor frecuencia y seriedad. Es claro que el entusiasmo inicial detrás de las reformas para desarrollar los mercados de capitales locales estaba lleno de esperanzas a este respecto. Se esperaba que los mercados de capitales domésticos expandieran significativamente las oportunidades de diversificación de riesgos para los inversores locales, liberándolos de la dependencia tradicional en los depósitos bancarios y ayudando a democratizar la propiedad de las empresas. En el proceso, los mercados de capitales locales ampliarían el rango de opciones de financiación para las corporaciones. Sin embargo, el resultado en el agregado, según fue documentado en el capítulo 2, ha sido bastante diferente. En el caso de América Latina, con la excepción de los contribuyentes a los fondos de pensión obligatorios, los inversores minoristas en los mercados locales de títulos valores continúan siendo una fracción minúscula de la población. Además, los portafolios de los inversores institucionales domésticos en la mayoría de los países latinos están, en general, muy poco diversificados y predominantemente invertidos en títulos de deuda gubernamental. La inversión que fluye hacia los activos privados toma principalmente la forma de depósitos bancarios. Para la mayoría de los países de América Latina, por consiguiente, es difícil evitar la conclusión de que su mercado de capitales local ha agregado poco a la función de diversificación de riesgos ya desempeñada por el sistema bancario a través de su actividad prestamista.

Para el promedio regional hay algunas excepciones a esta sombría situación, como fue mencionado en el capítulo 2. Primero, en algunos países –notoriamente Chile– los inversores institucionales locales asignan una participación significativa de sus portafolios a títulos valores domésticos emitidos por emisores corporativos no bancarios. Sin embargo, aun en el caso de Chile el conjunto de emisores cuyos títulos valores están en manos de inversores institucionales es algo estrecho, donde las tenencias de acciones están concentradas en un pequeño subconjunto del universo de compañías registradas, y las tenencias de bonos están concentradas en compañías muy grandes calificadas A y superior. Segundo, los mercados de capitales locales de algunos países, en particular Brasil, Chile y México, se caracterizan por tener mercados de derivados razonablemente desarrollados, principalmente coberturas de tipo de cambio en forma de *non deliverable forwards*. No obstante estas importantes excepciones, se mantiene la conclusión general de que el papel jugado por los mercados domésticos de títulos

valores en materia de mejorar la diversificación de riesgos está muy por debajo de las expectativas iniciales.

Aunque muchas condiciones ayudan a explicar este desalentador resultado, incluyendo los efectos de *crowding out* por gobiernos sedientos de financiación y las regulaciones que restringen fuertemente la libertad de los inversores institucionales, sin duda el reducido tamaño del mercado doméstico es sin duda de una importancia central para la historia. Los pequeños mercados domésticos apenas pueden sostener un número limitado de emisores que podrían satisfacer los umbrales de tamaño, calidad y liquidez requeridos por los inversores institucionales locales. El resultado se acentúa en los lugares donde la concentración de la propiedad es alta, como sucede en la mayoría de los países de América Latina, puesto que pocas acciones son negociadas. Además, aun lo que aparenta ser un conjunto variado de títulos valores locales supondría una menor diversificación “verdadera” si, y cuando, el riesgo sistémico es alto. Esto se debe a que el riesgo sistémico afecta las inversiones en activos locales en general y, como consecuencia, no pueden ser diversificados variando las tenencias de portafolio dentro del mercado doméstico.³¹ Las implicaciones de un pequeño tamaño del mercado, por tanto, poseen igual fuerza para la diversificación de riesgos y para la liquidez.

Las limitadas oportunidades de diversificación en mercados domésticos pequeños han llevado a muchos analistas a argumentar en favor de una relajación del régimen regulatorio para dar a los inversores institucionales locales una mayor libertad para invertir en activos extranjeros. El argumento es particularmente convincente en el caso de los fondos de pensión de rápido crecimiento, cuya función fiduciaria primordial de proteger el ahorro de los trabajadores con el fin de maximizar el ingreso de retiro para un nivel de riesgo dado (relativamente bajo), la cual se ve sistemáticamente frustrada si se encuentran en un mercado doméstico pequeño y no se les permite reducir el riesgo a través de la diversificación internacional. Aunque el argumento ha sido puesto en práctica en algunos países de América Latina, de nuevo sobresale Chile, que ha elevado el tope sobre las inversiones de los fondos de pensión en el exterior; en la mayoría de los países de la región el argumento ha enfrentado oposición política. Esto se debe a que permitir a los inversores institucionales encontrar activos en los mercados

31 En De la Torre y Schmukler (2004), analizamos formas en las cuales los contratos financieros se adaptan (a través de la dolarización, la preferencia por el corto plazo y su escritura en el exterior) para manejar el riesgo sistémico y, en el proceso, para transformar una forma de riesgo sistémico en otra.

internacionales es justamente dar la bendición oficial a la fuga de capitales. Por otra parte, tal acción disuena con respecto a la expectativa aplaudida de que los fondos de pensión pueden jugar un papel crucial de estímulo al desarrollo de los mercados financieros locales, especialmente suministrando financiación de largo plazo al sector privado, sin sacrificar su función fiduciaria principal.³²

Al respecto, otros argumentarían que, en lugar de concentrarse en la diversificación internacional, el relajamiento de los límites regulatorios debería dar prioridad a la ampliación en la capacidad de los fondos de pensión para diversificar sus inversiones locales, una estrategia que sería consistente con el objetivo de fomentar el papel de los fondos de pensión en el desarrollo financiero doméstico. Claramente existe un punto válido en este argumento, considerando que en muchos países de América Latina el régimen regulatorio es altamente limitante y ordena que los fondos de pensión dirijan gran parte de sus fondos a comprar instrumentos de deuda gubernamental.³³ ¿Podría un régimen de inversión doméstica más liberal conducir a una diversificación significativa de las tenencias de los fondos de pensión? Nuevamente, la evidencia sugiere que es preciso calmar las expectativas a este respecto. Considere, a manera de ilustración, el caso de Chile, donde desde hace algún tiempo se vienen realizando esfuerzos para mejorar la diversificación local de riesgos a través del relajamiento gradual de los límites regulatorios a la inversión doméstica y la introducción más reciente de un sistema de fondos múltiples con diferentes perfiles de riesgo-retorno (entre los cuales pueden elegir los trabajadores que aportan). Los resultados de estos esfuerzos, sin embargo, han sido algo desalentadores; en particular, el rango de emisores corporativos presentes en el portafolio agregado de los fondos de pensión se ha mantenido estrecho a pesar de la introducción de los fondos múltiples.³⁴ Esto sugiere que, aun bajo un régimen de inversión más liberal, los factores estructurales parecen estar limitando el nivel de diversificación de los portafolios del inversor institucional. Esto, junto con la iliquidez, conduce a una fuerte segmentación de la participación en los mercados de capitales locales en favor de los grandes emisores.

32 La esperanza va realmente más allá en las mentes de los reformadores que argumentan que el fomento del desarrollo financiero doméstico es consistente con las funciones fiduciarias de los fondos de pensión en la medida que dicho desarrollo financiero promueva el crecimiento. Véase Corbo y Schmidt-Hebbel (2003).

33 Para detalles, véase Gill, Packard y Yermo (2005).

34 Para una discusión detallada de estos resultados y los problemas asociados, véase Rocha (2004).

Las expectativas iniciales de reforma relacionadas con la participación de los emisores de mercados emergentes en las estrategias de diversificación de riesgos de los inversores extranjeros fueron, en cierto sentido, muy modestas pero, en otro, exageradas. En efecto, la evidencia en el capítulo 2 muestra que el grado de internacionalización de las emisiones y de la transacción de títulos valores de América Latina es más grande que en otras regiones. Esto podría sugerir que hay tenencias más grandes de activos latinoamericanos por parte de los inversores extranjeros. Pero aun si ese fuera el caso, las expectativas resultaron ser exageradas respecto de la diversidad de esas tenencias. Aunque la esperanza inicial era que las estrategias de diversificación de riesgos de los inversores extranjeros serían incluyentes, es decir, abiertas igualmente a países y empresas grandes y pequeñas, seleccionando los títulos valores principalmente en base a la calidad del emisor, la evidencia demuestra que esta esperanza no era realista.

El hecho de que la diversificación del portafolio extranjero no sea muy incluyente se ilustra por la observación de que los pocos gerentes de inversión dominantes que invierten activamente en los mercados emergentes utilizan una estrategia altamente selectiva y sesgada en favor de los grandes emisores en términos de tamaño, tanto soberanos como corporativos (*véase* Ladekarl y Zervos, 2004). Estos inversores incluyen a sólo algunos de los países más grandes de América Latina, aquellos con compañías grandes registradas a nivel local e internacionalmente y grandes cantidades de emisiones de bonos internacionales; en su conjunto provenientes de países “de inversión obligada”. Éstos son generalmente los mismos países, que están incluidos en los índices de referencia con ponderaciones relativamente altas, utilizados por muchos fondos de inversión para medir desempeño.³⁵ Debido a que ese desempeño también se utiliza para determinar la compensación del gerente de activos, los incentivos son fuertes para que los gerentes no se desvíen mucho en apuestas por fuera del índice, acentuando aún más la segmentación en favor de los grandes emisores y emisiones.

35 Los índices utilizados para referenciar el desempeño de los bonos soberanos del mercado emergente incluyen los índices EMBI reportados por JPMorgan Chase y por el Índice Brady Bond publicado por Salomon Brothers. Los fondos de deuda en moneda local generalmente están referenciados al índice ELMI, calculado también por JPMorgan Chase. Un índice comúnmente utilizado para referenciar los fondos accionarios de los mercados emergentes es el índice Morgan Stanley Capital International (MSCI) y los índices de mercados emergentes producidos por Lehman Brothers y Merrill Lynch. De acuerdo con la página *web* de MSCI, más del 90% de las inversiones de inversores institucionales de E.U. en acciones internacionales está referenciado a índices MSCI.

El sesgo en favor de los tamaños más grandes de emisores y emisiones no implica, sin embargo, que la calidad del emisor no tenga importancia. Ésta sí la tiene. Como se analizó en Ladekarl y Zervos (2004), los gerentes de activos internacionales deciden si un país en la lista de “inversión obligada” está sub o sobre ponderado relativamente al índice, basados sustancialmente en las percepciones con respecto a la solidez de las políticas macroeconómicas, el grado de estabilidad política, la salud y la elasticidad del sistema financiero local (incluyendo el tamaño de la base de inversores domésticos y la confiabilidad de las infraestructuras del mercado), la cobertura, la oportunidad y la confiabilidad de la revelación de datos, la calidad del gobierno corporativo y la solidez de las prácticas contables y de auditoría. Además, estas variables juegan un papel clave al determinar cuáles países están incluidos en la lista de “inversión probable” de los inversores o en la lista “satélite” (en contraposición con la “central”), respecto de la cual los gerentes de activos tienen mayor discreción. Por tanto, hay campo, aunque generalmente en el borde, para que los inversores extranjeros tomen posiciones en activos relativamente marginales de las economías emergentes. Pero aun esto es sólo en la medida en que estos activos puedan producir un efecto de diversificación de riesgos (lo suficientemente significativo para reducir el riesgo global del portafolio) o un efecto de retorno (lo suficientemente alto para elevar la rentabilidad total del portafolio). Para lograr estos efectos, la inversión exige un umbral de tamaño mínimo. En resumen, aunque aplican advertencias, el hecho básico se mantiene, a saber, que las estrategias de diversificación de ese riesgo por parte de los inversores extranjeros, que no están restringidas por límites impuestos por la regulación, no son tan incluyentes como se preveía originalmente. Esto conduce a una segmentación más grande que aquella esperada originalmente de la participación en favor de los grandes emisores y emisiones.³⁶

La observación general de esta sección, que los portafolios de los inversores locales y extranjeros están menos diversificados de lo que se esperaba originalmente, sugiere que el alcance de la diversificación puede ser obstaculizado por la economía del proceso mismo de diversi-

36 Siguiendo más de 30 entrevistas con los participantes del mercado, Ladekarl y Zervos (2004) concluyen que los títulos valores emitidos por montos inferiores a US\$150-200 millones “continúan siendo poco atractivos para muchos inversores grandes de mercados emergentes” (p. 23). Claessens y Schmukler (2006), utilizando una muestra grande de empresas de 53 países, muestran que el tamaño de la empresa es un determinante importante de la probabilidad de acceder a los mercados financieros internacionales.

ficación de riesgos. Nuestra hipótesis es que la reducción en el riesgo marginal que se logra al incluir un emisor más en el portafolio, parece estar compensada por el costo marginal del seguimiento y monitoreo del emisor en un punto muy anterior al que comúnmente se piensa. Esto agregaría aun otra razón por la cual la participación directa en los mercados de capitales es segmentada en favor de los emisores y de las emisiones que cumplen con un umbral mínimo de tamaño. La evidencia analizada en esta sección es consistente con esta hipótesis, pero se requiere mayor análisis para determinar si ésta pasa pruebas teóricas y empíricas más rigurosas. No obstante, las implicaciones pueden ser significativas, a saber: que los pequeños emisores tienden a ser sistemáticamente desechados de plano en el proceso de diversificación de riesgos de los portafolios de títulos valores, tanto en los mercados domésticos como en los internacionales. Además, las reformas fiscales (para detener la compra forzada de los inversores locales de bonos gubernamentales) y las reformas a la regulación (para permitir a estos inversores una mayor libertad de elección relacionada con la composición de sus portafolios) pueden tener efectos apenas modestos en cuanto a mitigar la participación segmentada en el mercado de capitales doméstico.

La observación de que las empresas pequeñas y medianas tienden a segmentarse saliéndose del acceso directo a los mercados de títulos valores no implica, sin embargo, que como resultado, esas empresas estén peor en términos de acceso a los servicios financieros en general. Aunque estén sesgados en favor de las grandes empresas, los mercados de capitales pueden mejorar el acceso para todos a través de efectos indirectos. Estos mercados pueden, por ejemplo, alejar de los bancos a los clientes corporativos más grandes y exclusivos, obligando con esto a los bancos a rebalancear su cartera de clientes y buscar nuevos negocios prestando más a las empresas pequeñas y medianas.

Observaciones finales

Este capítulo ha evaluado formas alternativas de interpretar la brecha entre expectativas y resultados en el desarrollo de los mercados de capitales en economías emergentes, buscando trazar lecciones para la agenda futura de reforma. Argumentamos que hay dos enfoques estilizados que dominan el debate de reforma actual a este respecto. El primero sostiene que la brecha se debe a la combinación de impaciencia y de esfuerzos de reforma imperfectos e incompletos. El segundo reclama que la brecha se debe a fallas en el secuenciamiento de las reformas. Notamos que, aunque difieren en los diagnósticos y en las for-

mulaciones de política, estos enfoques no son necesariamente incompatibles y que ambos captan aspectos importantes del problema, aportando interesantes reflexiones. Nuestro argumento principal ha sido, sin embargo, que ninguno de los dos enfoques considera adecuadamente el gran número de importantes preguntas que plantea la evidencia. Por consiguiente, proponemos un tercer enfoque complementario que es mucho menos prescriptivo. Éste resalta la necesidad de retroceder, repasar ciertos temas básicos, y dar nueva forma a las expectativas, como un paso previo para asegurar bases más sólidas para una reformulación de la agenda de reforma. Para ilustrar la utilidad de repasar los temas básicos de las perspectivas que van detrás de los dos enfoques principales, seleccionamos y analizamos tres temas específicos: la globalización financiera, la liquidez y la diversificación de riesgos. La discusión muestra que estos temas están entrelazados con problemas de tamaño y segmentación, que los temas involucrados tienen implicaciones de largo alcance para el desarrollo de los mercados de capitales, y que las complejidades y desafíos asociados no deben ser subestimados en el debate de reforma.

La discusión de enfoques alternativos y la vuelta a los temas básicos invita al eclecticismo; un reformador pragmático combinaría elementos de estos tres enfoques, según sea apropiado para las circunstancias de cada país. Nuestro análisis señala claramente los inconvenientes de usar Wall Street como el punto de referencia último en los esfuerzos para desarrollar los mercados de capitales domésticos en economías emergentes. Éste pide, en cambio, una agenda de reforma más variada. La clave para diseñar las reformas específicas de un país sería determinar si el país en cuestión puede cumplir en forma realista los umbrales de tamaño para sostener un mercado secundario doméstico líquido para los títulos valores del sector privado. Para aquellos países que pueden cumplirlos, el paquete de reforma apropiado sería relativamente fácil de formular, puesto que la experiencia de los mercados de capitales desarrollados tendería a ser más relevante para esos casos. Las expectativas de reforma, sin embargo, requerirían aun ser reformuladas en forma significativa, particularmente para acomodar mejor las implicaciones de la globalización financiera. La elaboración de un paquete de reforma apropiado para los países más pequeños representa, en contraste, un desafío más desalentador, puesto que las ideas a este respecto están en una etapa más temprana. Se requiere mucha más reflexión y análisis para trazar una versión apropiada (“ligeramente”) de un mercado de títulos valores doméstico para países pequeños, una que no esté sobrediseñada y que sea complementaria con la integración financiera internacional. Este trazado tendría que estar acompañado por una definición realista de lo que puede y no puede

esperarse del mercado. También surgen temas y desafíos relacionados con respecto a la participación de las empresas pequeñas en los mercados de capitales, independientemente del tamaño del país.³⁷

La vuelta a los temas básicos fortalece la tesis bien aceptada de que cualquier agenda de reforma para los mercados de capitales debe ser formulada dentro de una visión más amplia del desarrollo financiero para las economías emergentes. Las reformas deben comprender una mejor integración con los mercados financieros internacionales, con un desarrollo financiero local complementario. Tratar de evitar la globalización financiera no es realista ni deseable en el largo plazo, con mayor razón si se tiene en cuenta que la integración induce a la reforma. Una visión más amplia enfatizaría los vínculos entre los mercados financieros y, en particular, las formas en las cuales los mercados de capitales locales pueden mejorar la operación del sistema financiero como un todo, aun si estos mercados se quedan cortos en expectativas en términos de su función de revelación de precios para los títulos valores del sector privado. Estos vínculos son cruciales, por ejemplo, en el desarrollo de los mercados para financiación de vivienda, de infraestructura y de productos financieros estructurados, donde los mercados de títulos valores locales e internacionales pueden ayudar a desarrollar productos apropiados (como títulos valores respaldados por activos, coberturas y capital de riesgo), repartir riesgos entre un mayor número de jugadores y traer nuevos inversores institucionales a escena en maneras que no serían posible de otro modo. En último término, será a través de una mayor competencia en los mercados financieros, unida a mejoras constantes en el entorno contractual, que la prestación de servicios financieros se desarrollará y ampliará, y se internará en el mercado, resultando en nuevos vehículos e instrumentos de “puente” que llenarán cualquier potencial brecha de acceso. Muy probablemente, muchos de estos instrumentos y vehículos serán de una naturaleza híbrida, floreciendo en la intersección de los mercados de capitales, los mercados bancarios y otros mercados.

El análisis en este capítulo sugiere áreas para futura investigación que podrían ser de importancia especial para la discusión de política.

37 Muchos han recomendado la integración regional de los mercados de títulos valores como una ruta preferida para superar las limitantes impuestas por un pequeño tamaño, un enfoque que tiende a ser popular entre muchas instituciones financieras internacionales. En la forma analizada en el anexo a este capítulo, sin embargo, muchas buenas razones dan lugar a dudas acerca de la proposición de que la integración regional de los mercados de capitales sería superior a la alternativa de una integración más profunda y aún mejor con los centros financieros desarrollados.

Por ejemplo, se requiere de trabajo adicional para entender la interacción entre la internacionalización del mercado financiero y el desarrollo del mercado de capitales doméstico. Nuestra sugerencia de que la globalización, la liquidez y la diversificación de riesgos están vinculadas con la participación segmentada en los mercados de capitales locales e internacionales, también requiere mayor análisis. De manera relacionada, se requiere una mayor comprensión de la diversidad de formas en las cuales el desarrollo financiero puede suplir eventuales brechas de acceso. Se requiere también investigación para explicar por qué, tras incluir en el análisis las bases económicas y las reformas, América Latina ha presentado un peor desempeño en términos del desarrollo doméstico del mercado de capitales. Este inquietante hecho surgió de nuestra investigación empírica, pero queda aún pendiente una explicación más completa.

Anexo. Integración de los mercados de capitales regionales: ¿una alternativa viable?

Durante la última década han habido intentos crecientes de integración regional de los mercados de títulos valores, con diversos acuerdos entre países y alianzas entre bolsas de valores y aún algunas fusiones. Este proceso ha estado motivado principalmente por la competencia intensificada entre las bolsas de valores nacionales, como resultado de la globalización de los mercados financieros, la desregulación y la liberalización de los mercados domésticos y el cambio tecnológico.³⁸ La

38 Las bolsas de valores han sido tradicionalmente consideradas monopolios nacionales, limitando la competencia a aquella entre bolsas de valores dentro del mismo país. Generalmente, la competencia ha conducido a la concentración de las transacciones en unas pocas bolsas a nivel nacional. En el caso de Estados Unidos, por ejemplo, los cambios tecnológicos y regulatorios redujeron las barreras geográficas que protegían las bolsas locales y condujeron a la consolidación gradual, cayendo el número de bolsas de más de 100 a finales del siglo XIX a 18 en 1940, 11 en 1960 y siete en 1980 (Arnold *et al.* 1999). Procesos similares han tenido lugar en otros países, como el Reino Unido, donde todas las bolsas de valores regionales fueron absorbidas por la Bolsa de Valores de Londres en 1973. En contraste, las bolsas de valores regionales en Alemania son aún bastante activas, aunque ha habido una tendencia hacia la concentración en años recientes (*véase* en Klagge y Martin 2005 una comparación de los sistemas de mercados de acciones en el Reino Unido y Alemania).

presión de los inversores por una mayor liquidez, menores costos de transacción (tanto en forma directa como indirecta, en la forma de menores márgenes de compra-venta), y acceso a la negociación internacional, ha llevado a muchas bolsas de valores a buscar la integración con otros mercados. Los cambios tecnológicos, como las transacciones electrónicas y la automatización, también han jugado un papel significativo en este proceso, permitiendo la conexión entre mercados geográficamente distantes.

La integración regional podría generar beneficios significativos, permitiendo que las bolsas capten economías de escala y aumenten los volúmenes de transacción y la liquidez. Las bolsas de valores y los sistemas de liquidación tienen una alta razón de costos fijos a costos variables, ya que se requieren altas inversiones en tecnología de información y en sistemas de comunicaciones para operarlas, pero una vez instalada la infraestructura necesaria, el costo adicional de emisión o transacción es bajo. La integración regional de los mercados domésticos de títulos valores podría ayudar a lograr una masa crítica para explotar esas economías de escala, reduciendo el costo de los servicios financieros.³⁹ La consolidación del volumen negociado entre mercados regionales también conllevaría a mejoras en la liquidez del mercado, reduciendo las fluctuaciones en los precios de los activos. Dadas las externalidades de red que son intrínsecas a la transacción de títulos valores, este aumento en el volumen negociado y en la liquidez generaría un efecto positivo de retroalimentación, atrayendo más participantes al mercado, quienes traerían oportunidades adicionales de transacción y mayor liquidez. Una bolsa de valores regional también podría mejorar la capacidad de mercadeo de los títulos valores de las empresas, permitiéndoles acceder a una base de inversores más amplia y podría aumentar las oportunidades para diversificación de riesgos disponibles para los inversores domésticos.⁴⁰

Dados todos estos potenciales beneficios, en años recientes han habido progresos crecientes hacia la integración regional de las bolsas de valores. Este proceso ha sido particularmente intenso entre los países europeos (*véase*, por ejemplo, Licht 1998 y McAndrews y Stefanadis,

39 Malkamaki (1999) encuentra evidencia de economías de escala significativas en las actividades de la bolsa de valores, especialmente relacionadas con la ejecución de órdenes.

40 Los costos de transacción más bajos y la mayor liquidez, al igual que una base de inversores más grande, pueden conducir a reducciones en los costos de capital de las empresas (*véase* Amihud y Mendelson, 1986; Brennan y Subrahmanyam, 1996, y Merton, 1987).

2002).⁴¹ La integración entre los mercados de títulos valores domésticos europeos ha tomado diferentes formas, que van desde establecer vínculos entre bolsas de valores (con el fin de compartir algunas funciones, como mercadeo, registro, ejecución de pedidos, despeje y liquidación) hasta fusiones completas o tomas de posesión (*véase* Claessens, Lee y Zechner, 2003).⁴² Un ejemplo de la estrategia de vinculación es Norex, que es una alianza estratégica entre cuatro bolsas de valores escandinavas que permite la membresía múltiple en éstas por parte de las empresas y utiliza un sistema de transacciones y de estándares de regulación comunes, mientras que las bolsas permanecen independientes. Euronext, creada en 2002 como resultado de la unión entre la Bolsa de París, la Bolsa de Amsterdam, y la Bolsa de Bruselas, es un ejemplo de la estrategia de fusión. En América Latina, en contraste, aunque la integración de los mercados nacionales de títulos valores se ha propuesto en forma repetida (*véase*, por ejemplo, Del Valle, 2003; Dowers, Gómez-Acebo, y Masci, 2003; BID, 2002), no ha habido un progreso efectivo, mas allá del surgimiento de acuerdos entre las bolsas de valores que aún deban mostrar un impacto en términos de emisión de títulos valores y negociación.⁴³

A pesar de los potenciales beneficios de la integración del mercado de títulos valores, pocos entre los múltiples intentos de cooperación entre las bolsas alrededor del mundo se han implementado y dentro de aquellos que se han realizado, la mayoría han fallado (Lee, 1999). Euronext y Norex son probablemente las excepciones más notorias. Hay muchas razones para la falla de los esfuerzos de integración regional. Las diferencias legales y regulatorias entre países pueden obstaculizar la integración de los mercados domésticos de títulos valores, ya que las disparidades en las normas nacionales exigen que los inversores y las empresas se familiaricen con los regímenes regulatorios de los diversos países. Las barreras informacionales entre mercados, al

41 Cybo-Ottone, Di Noia y Murgia (2000) identifican cerca de 70 negocios de bolsas europeas entre fronteras, entre 1996 y 1999.

42 La mayoría de la actividad de fusión ha ocurrido a nivel nacional, con fusiones entre bolsas de valores y de derivados en el mismo país y entre bolsas de valores regionales. Las fusiones entre países han sido raras.

43 Hay un acuerdo formal entre las tres bolsas principales en Caricom (la Comunidad del Caribe y el Mercado Común) para permitir el registro cruzado y la negociación de acciones. Las bolsas de valores de Argentina, Brasil y Uruguay han firmado un acuerdo para interconectar sus operaciones en el futuro. Hay conversaciones en curso entre los países andinos hacia permitir los registros en otras bolsas, integrando sus infraestructuras (por ejemplo, la custodia de títulos valores) y vincular electrónicamente sus bolsas.

igual que las diferencias en los estándares de contabilidad y de revelación nacionales, también limitan los beneficios de la integración regional. La creación de los mercados regionales de títulos valores, por consiguiente, exige una armonización en la regulación entre países, lo cual podría ser muy difícil de lograr. La integración de las diferentes infraestructuras de mercado o el desarrollo de nueva infraestructura, por lo general ha demostrado ser más difícil y costoso que lo esperado inicialmente. Los conflictos de interés entre las bolsas de valores que participan (y también dentro de cada bolsa) han también obstaculizado los esfuerzos de integración del mercado. Por otra parte, una barrera fundamental a la integración regional de los mercados de renta fija es la existencia de monedas nacionales, que expone a los inversores extranjeros al riesgo cambiario, dada la falta de mercados desarrollados para las coberturas requeridas.⁴⁴

Dadas las dificultades mencionadas, una pregunta relevante es si la integración regional de los mercados de títulos valores sería superior a la alternativa de la integración global (es decir, integración con los centros financieros de los países desarrollados). Se requiere mayor análisis e investigación para comprender si hay roles específicos para los mercados de capitales regionales que no puedan ser representados por los mercados locales o globales. A primera vista, las respuestas no son simples. Por ejemplo, aunque es cierto que la integración financiera regional puede reducir los costos de transacción y de emisión debido a las economías de escala, parece dudoso que estas reducciones en costos fueran mayores que aquellas que serían alcanzadas por la integración global. En forma similar, aunque es cierto que los inversores vecinos pueden tener ventajas informacionales sobre los activos y empresas regionales en comparación a los inversores extranjeros más remotos, no es claro que esas ventajas fueran mejor ejercidas negociando en un mercado regional y no en uno global. De igual manera, la conjetura de que los mercados regionales de capitales facilitarían el acceso para las empresas pequeñas y medianas (Pymes) debe ser reexaminada. Como se observa en este capítulo, las Pymes están, en efecto, segmentadas y por fuera de los mercados de títulos valores locales e internacionales, debido principalmente al reducido tamaño de sus emisiones potenciales, y no debido al tamaño de los mercados. La solución, por consiguiente, no está en mercados más grandes, regionales o globales, sino en un mayor tamaño de las emisiones.⁴⁵ Finalmente, no es claro por

44 Frankel (1996) argumenta que la existencia de una prima alta de riesgo cambiario también puede obstaculizar la integración de los mercados de acciones.

45 Alternativamente, algunos argumentan que, en la medida que el riesgo de las Pymes pueda ser agrupado, por ejemplo, a través de un fondo mutuo o de in-

qué, en ausencia de unificación monetaria, un mercado de deuda regional tendría alguna ventaja sobre un mercado global en superar el problema del riesgo cambiario. En resumen, permanece abierta la pregunta de si, y en qué sentido, una agenda de integración regional proporcionaría más beneficios que la alternativa de buscar una mejor integración con los principales centros financieros internacionales, que no encuentran rival en términos del desarrollo de sus grupos de liquidez y de la calidad de su entorno contractual.⁴⁶

versión, las participaciones en ese fondo podrían ser colocadas más fácilmente con inversores institucionales en un mercado regional, comparado con un mercado local. Este argumento, sin embargo, tendría mayor fuerza en favor de un mercado de capitales integrado globalmente, donde la base de inversores institucionales sería inmensamente más grande.

46 Frankel (1996) argumenta que la integración con mercados accionarios globales es mejor para el bienestar económico que la integración regional sola, y que la integración regional podría ser una segunda mejor solución.

Referencias

- Acemoglu, D., P. Aghion y F. Zilibotti. 2006. "Distance to Frontier, Selection, and Economic Growth." *Journal of the European Economic Association* 4 (1): 37-74.
- Acemoglu, D., S. Johnson y J. A. Robinson. 2001. "The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation." *American Economic Review* 91 (5): 1369-1401.
- . 2002. "Reversal of Fortunes: Geography and Institutions in the Making of the Modern World Income Distribution." *Quarterly Journal of Economics* 117 (4): 1133-92.
- Aggarwal, R., L. Klapper y P. D. Wysocki. 2005. "Portfolio Preferences of Foreign Institutional Investors." *Journal of Banking and Finance* 29 (12): 2919-46.
- Aghion, P., P. Bacchetta y A. Banerjee. 2004. "Financial Development and the Instability of Open Economies." *Journal of Monetary Economics* 51 (6): 1077-1106.
- Alexander, G., C. Eun y S. Janakiraman. 1987. "Asset Pricing and Dual Listing on Foreign Capital Markets: A Note." *Journal of Finance* 42 (1): 151-58.
- . 1988. "International Listings and Stock Returns: Some Empirical Evidence." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 23 (2): 135-51.
- Allen, F. 1990. "The Market for Information and the Origin of Financial Intermediaries." *Journal of Financial Intermediation* 1 (1): 3-30.
- Allen, F y D. Gale. 2000. "Bubbles and Crises." *Economic Journal* 110: 236-55.
- Alles, L. 2001. "Asset Securitization and Structured Financing: Future Prospects and Challenges for Emerging Market Countries." Documento de trabajo FMI WP/01/147, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Amihud, Y. 2002. "Illiquidity and Stock Returns: Cross-Section and Time-Series Effects." *Journal of Financial Markets* 5 (1): 31-56.
- Amihud, Y. y H. Mendelson. 1986. "Asset Pricing and the Bid-Ask Spread." *Journal of Financial Economics* 17 (2): 223-49.

- Arestis, P., P. O. Demetriades y K. B. Luintel. 2001. "Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets." *Journal of Money, Credit, and Banking* 33 (1): 16-41.
- Arnold, T., P. Hersch, J. H. Mulherin y J. Netter. 1999. "Merging Markets." *Journal of Finance* 53 (3): 1083-1107.
- Bacchetta, P. y E. van Wincoop. 2000. "Capital Flows to Emerging Markets: Liberalization, Overshooting and Volatility." En *Capital Flows and the Emerging Economies—Theory, Evidence, and Controversies*, ed. S. Edwards. Chicago: University of Chicago Press.
- Banco Mundial. 1994. "Averting the Old Age Crisis: Policies to Protect the Old and Promote Growth." World Bank Policy Research Report, Oxford University Press, Nueva York.
- . 1997. *The Long March: A Reform Agenda for Latin America and the Caribbean in the Next Decade*. Washington, DC: Banco Mundial.
- . 1998. *World Development Report*. Washington, DC: Banco Mundial.
- . 2002a. *Financial Sector Assessment, Mexico*. Washington, DC: Banco Mundial.
- . 2002b. "Reform Roadmap: Strategic Choices in Developing Colombia's Debt Market." Mimeo.
- . 2003a. *Global Development Finance: Striving for Stability in Development Finance*. Washington, DC: Banco Mundial.
- . 2003b. "Program Document for Proposed Second Programmatic Fiscal Reform Loan." Informe 25880-BR, Banco Mundial, Washington, DC.
- . 2003c. *Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC): Corporate Governance Country Assessment Mexico*. Washington, DC: Banco Mundial.
- . 2004a. *Global Development Finance 2004. Harnessing Cyclical Gains for Development*. Washington, DC: Banco Mundial.
- . 2004b. *Whither Latin American Capital Markets?* Washington, DC: Banco Mundial.
- . 2005. *Doing Business in 2006*. Bogotá: Banco Mundial y Mayol Ediciones.
- . 2006. *Global Development Finance 2006: The Development Potential of Surging Capital Flows*. Washington, DC: Banco Mundial.
- Banerjee, A. y A. Newman. 1993. "Occupational Choice and the Process of Development." *Journal of Political Economy* 101 (2): 274-98.
- Batten, J. y Y. Kim. 2001. "Expanding Long-Term Financing Through Bond Market Development: A Post-Crisis Policy Task." En

- Government Bond Market Development in Asia*, ed. K. Yun-Hwan. Manila: Banco Asiático de Desarrollo.
- Beck, T. y A. de La Torre. 2006. "The Basic Analytics of Access to Financial Services." Documento de trabajo del Banco Mundial, Washington, DC.
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt, L. Laeven y R. Levine. 2005. "Finance, Firm Size, and Growth." Documento de trabajo sobre investigación de políticas 3485, Banco Mundial, Washington, DC.
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt y R. Levine. 2001a. "Law, Politics, and Finance." Documento de trabajo sobre investigación de políticas 2585, Banco Mundial, Washington, DC.
- . 2001b. "The Financial Structure Database." En *Financial Structure and Economic Growth*, ed. A. Demirgüç-Kunt y R. Levine. Cambridge, MA: MIT Press.
- . 2006. "Finance, Inequality and Poverty: Cross-Country Evidence." Mimeo, University of Minnesota (Carlson School of Management), Minneapolis, MN.
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt y V. Maksimovic. 2005. "Financial and Legal Constraints to Firm Growth: Does Size Matter?" *Journal of Finance* 60 (1): 137-77.
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt y M. S. Martínez Peria. En preparación. "Reaching Out: Access to and Use of Banking Services across Countries." *Journal of Financial Economics*.
- Beck, T. y R. Levine. 2002. "Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market- or Bank-Based System Matter?" *Journal of Financial Economics* 64 (2): 147-80.
- . 2004. "Stock Markets, Banks and Growth: Panel Evidence." *Journal of Banking and Finance* 28 (3): 423-42.
- Bekaert, G. y C. R. Harvey. 2000. "Foreign Speculators and Emerging Equity Markets." *Journal of Finance* 55 (2): 565-613.
- Bekaert, G., C. R. Harvey y C. Lundblad. 2005. "Does Financial Market Liberalization Spur Growth?" *Journal of Financial Economics* 77 (1): 3-55.
- Beckaert, G., C. R. Harvey, C. T. Lundblad y S. Siegel. Forthcoming. "Global Growth Opportunities and Market Integration." *Journal of Finance*.
- Bencivenga, V. R. y B. D. Smith. 1992. "Deficits, Inflation and the Banking System in Developing Countries: The Optimal Degree of Financial Repression." *Oxford Economic Papers* 44 (4): 767-90.

- Bencivenga, V. R., B. D. Smith y R. M. Starr. 1995. "Transactions Costs, Technological Choice, and Endogenous Growth." *Journal of Economic Theory* 67 (1): 53-177.
- Benos, E. y M. S. Weisbach. 2004. "Private Benefits and Cross-Listings in the United States." *Emerging Markets Review* 5 (2): 217-40.
- Bhagwati, J. 1998. "The Capital Myth." *Foreign Affairs* 77 (3): 7-12.
- Bhattacharya, U. y H. Daouk. 2002. "The World Price of Insider Trading." *Journal of Finance* 57 (1): 75-108.
- BID (Banco Interamericano de Desarrollo). 1995. *Overcoming Volatility Report on Economic and Social Progress in Latin America*. Washington, DC: BID.
- . 2002. *Beyond Borders: The New Regionalism in Latin America*. Washington, DC: BID.
- . 2005. *Unlocking Credit: The Quest for Deep and Stable Bank Lending*. Baltimore: Johns Hopkins University Press.
- BIS (Bank for International Settlements). 1999. "Implications of Repo Markets for Central Banks." Committee on the Global Financial System Publications No. 10, Basilea, Suiza.
- . 2005. "The Role of Ratings in Structured Finance: Issues and Implications." Committee on the Global Financial System Publications No. 23, Basilea, Suiza.
- Blackburn, K. y V. T. Y. Hung. 1998. "A Theory of Growth, Financial Development, and Trade." *Economica* 65 (257): 107-24.
- Blanchard, O. y A. Missale. 1994. "The Debt Burden and Debt Maturity." *American Economic Review* 84 (1): 309-19.
- Blennerhassett, M. y R. G. Bowman. 1998. "A Change in Market Microstructure: The Switch to Electronic Screen Trading on the New Zealand Stock Exchange." *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 8 (3-4): 261-76.
- Borensztein, E., B. Eichengreen y U. Panizza. 2006. "Debt Instruments and Policies in the New Millennium: New Markets and New Opportunities." Documento de trabajo BID 1020, BID, Washington, DC.
- Bortolotti, B., F. de Jong, G. Nicodano y I. Schindele. 2003. "Privatization and Stock Market Liquidity." Documento de trabajo 105 Fondazione Eni Enrico Mattei, Milán, Italia.
- Bossone, B., P. Honohan y M. Long. 2001. "Policy for Small Financial Systems." Documento de discusión del sector financiero 6, Banco Mundial, Washington, DC.
- Butchkova, M. K. y W. L. Megginson. 2000. "Privatization and the Rise of Global Capital Markets." *Financial Management* 29: 31-76.

- Bovespa. 1996. "Nova York Ataca e os Mercados Reagem." *Revista Bovespa* Abril-Junio.
- Boyd, J. H., R. Levine y B. D. Smith. 2001. "The Impact of Inflation on Financial Sector Performance." *Journal of Monetary Economics* 47 (2): 221-48.
- Boyd, J. H. y E. C. Prescott. 1986. "Dynamic Coalitions, Growth, and the Firm." Informe del personal 100, Federal Reserve Bank of Minneapolis.
- Boyd, J. H. y B. Smith. 1998. "Capital Market Imperfections in a Monetary Growth Model." *Economic Theory* 11 (2): 241-73.
- Bradshaw, M. T., B. J. Bushee y G. S. Miller. 2004. "Accounting Choice, Home Bias, and U.S. Investment in Non-U.S. Firms." *Journal of Accounting Research* 42: 795-841.
- Braun, M. y C. Raddatz. 2004. "Trade Liberalization and the Politics of Financial Development." Documento de trabajo sobre investigación de política 3517, Banco Mundial, Washington, DC.
- Brennan, M. J. y A. Subrahmanyam. 1996. "Market Microstructure and Asset Pricing: On the Compensation for Illiquidity in Stock Returns." *Journal of Financial Economics* 41 (3): 441-64.
- Broner, F., G. Lorenzoni y S. Schmukler. 2004. "Why Do Emerging Markets Borrow Short Term?" Documento de trabajo 3389, Banco Mundial, Washington, DC.
- Bulow, J. y K. Rogoff. 1989. "Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget?" *American Economic Review* 79 (1): 43-50.
- Burgess, R. y R. Pande. 2005. "Can Rural Banks Reduce Poverty? Evidence from the Indian Social Banking Experiment." *American Economic Review* 95 (3): 780-95.
- Burghardt, G. 2004. "World Futures Volume Soars to New Highs . . . Again." *Futures Industry*. Marzo/Abril.
- Burnside, C., M. Eichenbaum y S. Rebelo. 2001. "Hedging and Financial Fragility in Fixed Exchange Rate Regimes." *European Economic Review* 45 (7): 1151-93.
- Calvo, G. 1996. *Money, Exchange Rates, and Output*. Cambridge, MA: MIT Press.
- . 2001. "Globalization Hazard and Weak Government in Emerging Markets." "Presidential Address" to the Latin American and Caribbean Economic Association (LACEA), Montevideo, Uruguay, octubre 18.
- Calvo, G. y E. G. Mendoza. 2000. "Rational Contagion and Globalization of the Securities Market." *Journal of International Economics* 51 (1): 79-113.

- Calvo, G. y C. Reinhart. 2000. "When Capital Flows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy." En *Key Issues in Reform of the International Monetary and Financial System*, ed. P. K. Kenen y A. K. Swoboda. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional.
- Cameron, R. 1967. "Scotland, 1750-1845." En *Banking in the Early Stages of Industrialization: A Study in Comparative Economic History*, ed. R. Cameron, 60-99. New York: Oxford University Press.
- Cantale, S. 1996. "The Choice of a Foreign Market as a Signal." Mimeo, Tulane University, New Orleans, LA.
- Capaul, M. 2003. "Corporate Governance in Latin America." Mimeo, Estudio regional de la Oficina del economista en jefe para América Latina y el Caribe, Banco Mundial.
- Caprio, G. y P. Honohan. 2001. *Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World*. Nueva York: Oxford University Press; Washington, DC: Banco Mundial.
- Catalán, M., G. Impávido y A. R. Musalem. 2001. "Contractual Savings or Stock Market Development: Which Leads?" *Journal of Applied Social Science Studies* 120: 445-87.
- Chamon, M. y R. Hausmann. 2005. "Why Do Countries Borrow the Way They Borrow?" En *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, ed. B. Eichengreen y R. Hausmann. Chicago: University of Chicago Press.
- Chiesa, G. y G. Nicodano. 2003. "Privatization and Financial Market Development: Theoretical Issues." Documento de trabajo 1.2003, Fondazioni Eni Enrico Mattei (FEEM), Milán, Italia.
- Chong, A., A. Galindo y A. Micco. 2004. "Creditor Protection and SME Finance." Mimeo, Banco Interamericano de Desarrollo.
- Chordia, T., R. Roll y A. Subrahmanyam. 2000. "Commonality in Liquidity." *Journal of Financial Economics* 56 (1): 3-28.
- Chowdhry, B. y V. Nanda. 1991. "Multimarket Trading and Market Liquidity." *Review of Financial Studies* 4 (3): 483-511.
- Claessens, S., S. Djankov y D. Klingebiel. 2000. "Stock Markets in Transition Economies." Documento de discusión del sector financiero 5, Banco Mundial, Washington, DC. En preparación para *Financial Transition in Europe and Central Asia: Challenges of the New Decade*, ed. Alex Fleming, Lajos Bokros y Cari Votava. Washington, DC: Banco Mundial.
- Claessens, S., D. Klingebiel y S. Schmukler. 2002. "The Future of Stock Markets in Emerging Economies: Evolution and Prospects." *European Business Organization Law Review* 3: 403-38. También publicado en *Brookings-Wharton Papers on Financial Services* 2002, ed. R. Litan y R. Herring, 167-202. Washington, DC: Brookings Institution Press.

- . 2006. “Stock Market Development and Internationalization: Do Economic Fundamentals Spur Both Similarly?” *Journal of Empirical Finance* 26 (3): 316-50.
- . En preparación. “Government Bonds in Domestic and Foreign Currency: The Role of Institutional and Macroeconomic Factors.” *Review of International Economics*.
- Claessens, S. y L. Laeven. 2003. “Financial Development, Property Rights, and Growth.” *Journal of Finance* 58: 2401-36.
- Claessens, S., R. Lee y J. Zechner. 2003. “The Future of Stock Exchanges in European Union Accession Countries.” Informe solicitado por the Corporation of London.
- Claessens, S. y S. Schmukler. 2006a. “Assessing International Equity Markets: What Firms from Which Countries Go Abroad?” Mimeo, Banco Mundial, Washington, DC.
- . 2006b. “International Financial Integration through Equity Markets: Which Firms from Which Countries Go Global?” Mimeo, Banco Mundial, Washington, DC.
- Coffee, J. 1999. “The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications.” *Northwestern University Law Review* 93 (3): 641-708.
- . 2002. “Racing Towards the Top?: The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance.” *Columbia Law Review* 102 (7): 1757-1831.
- Cole, H. L. y T. J. Kehoe. 1996. “A Self-Fulfilling Model of Mexico’s 1994-95 Debt Crisis.” Informe del personal 210, Federal Reserve Bank of Minneapolis.
- Collier, P., A. Hoeffler y C. Pattillo. 2000. “Flight Capital as Portfolio Choice.” *World Bank Economic Review* 15: 55-80.
- Corbo, V. y K. Schmidt-Hebbel. 2003. “Efectos Macroeconómicos de la Reforma de Pensiones en Chile.” Documento presentado en The International Federation of Pension Funds Administrators Conference, “Reformas a los sistemas de pensiones: sus efectos y retos.” Panamá, julio 10-11.
- Corsetti, G., P. Pesenti y N. Roubini. 1999. “What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?” *Japan and the World Economy* 11 (3): 305-73.
- Coughenour, J. F. y M. M. Saad. 2004. “Common Market Makers and Commonality in Liquidity.” *Journal of Financial Economics* 73: 37-69.
- Coval, J. y T. Moskowitz. 1999. “Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios.” *Journal of Finance* 54: 2045-73.

- Cybo-Ottone, A., C. Di Noia y M. Murgia. 2000. "Recent Development in the Structure of Securities Markets." En *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, ed. R. Litan y R. Herring. Washington, DC: Brookings Institution Press.
- Davis, H. A. 2005. "The Definition of Structured Finance: Results from a Survey." *Journal of Structured Finance* 11: 5-10.
- De Ferranti, D., D. Leipziger y P. S. Srinivas. 2002. "The Future of Pension Reform in Latin America." *Finance and Development* 39: 39-43.
- de la Torre, A., J. C. Gozzi y S. Schmukler. 2006a. "Innovative Experiences in Access to Finance: Market Friendly Roles for the Visible Hand?" Documento de trabajo sobre investigación de políticas 3963, Banco Mundial, Washington, DC.
- . 2006b. "Stock Market Development under Globalization: Whither the Gains from Reforms?" Documento de trabajo, Banco Mundial, Washington, DC.
- . En preparación. "Capital Market Development: Whither Latin America?" En *Strengthening Global Financial Markets*, volumen IASE/NBER, ed. M. García Y S. Edwards. Chicago: University of Chicago Press.
- De la Torre, A., E. Levy Yeyati y S. Schmukler. 2002. "Financial Globalization: Unequal Blessings." *International Finance* 5 (3): 335-57.
- . 2003. "Living and Dying with Hard Pegs: The Rise and Fall of Argentina's Currency Board." *Economía* 3 (2): 43-107.
- De la Torre, A. y S. Schmukler. 2004. "Coping with Risks through Mismatches: Domestic and International Financial Contracts for Emerging Economies." *International Finance* 7 (3): 349-90.
- Del Valle, C. 2003. "Developing Bond Markets: A Comprehensive View." En *Focus on Capital: New Approaches to Developing Latin American Capital Markets*, ed. K. Dowers y P. Masci. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Demirgüç-Kunt, A. y E. Detragiache. 1999. "Financial Liberalization and Financial Fragility." En *Financial Liberalization: How Far, How Fast?*, ed. G. Caprio, P. Honohan y J. Stiglitz. Cambridge, RU: Cambridge University Press.
- Demirgüç-Kunt, A. y R. Levine. 2001. "Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons." En *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*, ed. A. Demirgüç-Kunt y R. Levine, 81-140. Cambridge, MA: MIT Press.
- Demirgüç-Kunt, A. y V. Maksimovic. 1998. "Law, Finance, and Firm Growth." *Journal of Finance* 53: 2107-37.

- Department for International Development. 2004. "The Importance of Financial Sector Development for Growth and Poverty Reduction." Documento de trabajo Policy Division 030, Londres.
- Devereux, M. B. y G. W. Smith. 1994. "International Risk Sharing and Economic Growth." *International Economic Review* 35: 535-50.
- Di Noia, C. 1999. "The Stock Exchange Industry: Network Effects, Implicit Mergers, and Corporate Governance." *Quaderni di Finanza* No. 33, National Commission for Corporations and Stock Exchanges (CONSOB).
- Diamond, J. 1997. *Guns, Germs, and Steel: The Fates of Human Societies*. Nueva York: W. W. Norton.
- Doidge, C. A., A. Karolyi y R. M. Stulz. 2004. "Why Are Firms that List in the U.S. Worth More?" *Journal of Financial Economics* 71 (2): 205-38.
- Domowitz, I., J. Glen y A. Madhavan. 1998. "International Cross-Listing and Order Flow Migration: Evidence from an Emerging Market." *Journal of Finance* 53 (6): 2001-27.
- Domowitz, I. y B. Steil. 1999. "Automation, Trading Costs, and the Structure of the Securities Trading Industry." En *Papers on Financial Services*, ed. R. Litan and A. Santomero. Washington, DC: Brookings Institution.
- Dooley, M. 2000. "A Model of Crises in Emerging Markets." *Economic Journal* 110 (460): 256-72.
- Dowers, K., F. Gómez-Acebo y P. Masci. 2003. "Developing a Strategy for Reforming Capital Markets in Latin America and the Caribbean." En *Focus on Capital: New Approaches to Developing Latin American Capital Markets*, ed. K. Dowers y P. Masci. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Eaton, J. y M. Gersovitz. 1981. "Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis." *Review of Economic Studies* 48 (2): 289-309.
- Economides, N. 1993. "Network Economics with Application to Finance." *Financial Markets, Institutions and Instruments* 2 (5): 89-97.
- . 1996. "The Economics of Networks." *International Journal of Industrial Organization* 14 (6): 673-99.
- The Economist*. 2000. "Latin America's Stock Markets: High and Dry." Febrero 19.
- Edison, H. y F. E. Warnock. 2003. "A Simple Measure of the Intensity of Capital Controls." *Journal of Empirical Finance* 10 (1): 81-103.
- . 2004. "U.S. Investors' Emerging Market Equity Portfolios: A Security Level Analysis." *Review of Economics and Statistics* 86 (3): 691-704.

- Eichengreen, B. 1994. *International Monetary Arrangements for the 21st Century*. Washington, DC: Brookings Institution.
- . 1999. *Towards a New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda*. Washington, DC: Institute for International Economics.
- Eichengreen, B. y R. Hausmann. 1999. "Exchange Rates and Financial Fragility." Documento de trabajo NBER 7418, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- . 2003. *Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*. Chicago: University of Chicago Press.
- Eichengreen, B., R. Hausmann y U. Panizza. 2003. "Original Sin: The Pain, the Mystery, and the Road to Redemption." En *Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, ed. B. Eichengreen y R. Hausmann. Chicago: University of Chicago Press.
- . 2005. "The Mystery of Original Sin." En *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, ed. B. Eichengreen y R. Hausmann. Chicago: University of Chicago Press.
- Eichengreen, B. y N. Sussman. 2000. "The International Monetary System in the Very Long Run." En *World Economic Outlook Supporting Studies*, 52-85.
- Errunza, V. R. y E. Losq. 1985. "International Asset Pricing Under Mild Segmentation: Theory and Test." *Journal of Finance* 40: 105-24.
- Errunza, V. y D. Miller. 2000. "Market Segmentation and the Cost of Capital in International Equity Markets." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 35 (4): 577-600.
- Eun, C. S. y S. Janakiraman. 1986. "A Model of International Asset Pricing with a Constraint on the Foreign Equity Ownership." *Journal of Finance* 41: 897-914.
- Federation des Bourses de Valeurs. 2000. *Price Discovery and the Competitiveness of Trading Systems*, Informe para IBV Annual Meeting, París, octubre.
- Feldstein, M. 1998. *Privatizing Social Security*. Chicago: Chicago University Press.
- . 1999. "Self-Protection for Emerging Market Economies." Documento de trabajo 6907, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Feldstein, M. y J. Liebman. 2002. "Social Security." En *The Handbook of Public Economics*, ed. A. Auerbach y M. Feldstein. Vol. 4. Amsterdam: Elsevier Science.

- Fernández, V. 2002. "The Derivatives Markets in Latin America with an Emphasis on Chile." Documento de trabajo 128, Center for Applied Economics, Universidad de Chile.
- Fernández-Arias, E. y P. Montiel. 2001. "Reform and Growth in Latin America: All Pain, No Gain?" *IMF Staff Papers* 48 (3): 522-46.
- Financial Times*. 1998. "ADRs Prove a Double-Edged Sword." Abril 6.
- FMI (Fondo Monetario Internacional). 2002. *Global Financial Stability Report-Market Developments and Issues*. Washington, DC: FMI.
- . 2005. *Global Financial Stability Report*. Washington, DC: FMI.
- Foerster, S. y G. A. Karolyi. 1999. "The Effects of Market Segmentation and Investor Recognition on Assets Prices: Evidence from Foreign Stock Listing in the U.S." *Journal of Finance* 54 (3): 981-1014.
- Frankel, J. A. 1996. "Exchange Rates and the Single Currency." En *European Equity Markets: The State of the Union and an Agenda for the Millennium*, ed. B. Steil. Copenhagen: European Capital Markets Institute.
- Frankel, J., E. Fajnzylber, S. Schmukler y L. Servén. 2001. "Verifying Exchange Rate Regimes." *Journal of Development Economics* 66 (2): 351-86.
- French, K. R. y J. M. Poterba. 1991. "Investor Diversification and International Equity Markets." *American Economic Review* 81 (2): 222-26.
- Fuerst, O. 1998. "A Theoretical Analysis of the Investor Protection Regulations Argument for Global Listing of Stocks." Mimeo, Yale University, New Haven, CT.
- Furman, J. y J. E. Stiglitz. 1998. "Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia." Documento presentado al Brookings Panel on Economic Activity, Washington, DC, septiembre.
- Galetovic, A. 1996. "Specialization, Intermediation and Growth." *Journal of Monetary Economics* 38 (3): 549-59.
- Galiani, S., E. Levy Yeyati y E. Schargrotsky. 2003. "Financial Dollarization and Debt Deflation under a Currency Board." *Emerging Markets Review* 4 (4): 340-67.
- Galor, O. y J. Zeira. 1993. "Income Distribution and Macroeconomics." *Review of Economic Studies* 60 (1): 35-52.
- Gavin, M. y R. Hausmann. 1996. "The Roots of Banking Crises: The Macroeconomic Context." En *Banking Crises in Latin America*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Gavin, M., R. Hausmann y L. Leiderman. 1995. "Macroeconomics of Capital Flows to Latin America: Experience and Policy Issues."

- Documento de trabajo BID 310, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Gill, I., T. Packard y J. Yermo. 2005. *Keeping the Promise of Social Security in Latin America*. Washington, DC: Banco Mundial, Stanford, CA: Stanford University Press.
- Glaessner, T. 2003. "Derivatives in Implementation of Economic Policy within Emerging Economies: Getting Back to Basics." Documento presentado a la first "Derivatives and Financial Markets Conference" organizada por the Brazilian Mercantile & Futures Exchange, Campos de Jordao, Brasil.
- Goldsmith, R. W. 1969. *Financial Structure and Development*. New Haven, CT: Yale University Press.
- Gozzi, J. C., R. Levine y S. Schmukler. 2006. "Internationalization and the Evolution of Corporate Valuation." Documento de trabajo sobre investigación de política 3933, Banco Mundial, Washington, DC., previamente presentado como documento de trabajo NBER 11023, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Green, C., R. Mannos, V. Murinde y J. Suppakitjarak. 2003. "The Impact of Microstructure Innovations in Emerging Markets Stock Markets: Evidence from Mumbai, India." Mimeo, Loughborough University, Leicestershire, RU.
- Greenspan, A. 1999. "Do Efficient Financial Markets Contribute to Financial Crises?" Documento presentado en la "Financial Markets Conference of the Federal Reserve Bank of Atlanta," Sea Island, Georgia, octubre 17.
- Greenwood, J. y B. Jovanovic. 1990. "Financial Development, Growth, and the Distribution of Income." *Journal of Political Economy* 98 (5): 1076–1107.
- Grinblatt, M. y M. Keloharju. 2001. "How Distance, Language, and Culture Influence Stockholdings and Trades." *Journal of Finance* 56 (3): 1053-74.
- Guiso, L., P. Sapienza y L. Zingales. 2004. "Does Local Financial Development Matter?" *Quarterly Journal of Economics* 119 (3): 929-69.
- Haber, S. H. 1991. "Industrial Concentration and the Capital Markets: A Comparative Study of Brazil, Mexico, and the United States, 1830–1930." *Journal of Economic History* 51 (3): 559-80.
- . 1997. "Financial Markets and Industrial Development: A Comparative Study of Governmental Regulation, Financial Innovation and Industrial Structure in Brazil and Mexico, 1840–1940." En *How Latin America Fell Behind: Essays in the Economic History of Brazil and Mexico, 1800-1914*, ed. S. Haber, 146-78. Stanford, CA: Stanford University Press.

- Haber, S., A. Razo y N. Maurer. 2003. "The Politics of Property Rights: Political Instability, Credible Commitments, and Economic Growth in Mexico." Cambridge, RU: Cambridge University Press.
- Halling, M., M. Pagano, O. Randl y J. Zechner. 2005. "Where Is the Market? Evidence from Cross-Listings." Documento de discusión del Centre for Economic Policy Research (CEPR) 4987, Londres.
- Handbook of World Stock, Derivative and Commodity Exchanges*. 2001. Londres: MondoVisione.
- Hargis, K. 2000. "International Cross-Listing and Stock Market Development in Emerging Economies." *International Review of Economics and Finance* 9: 101-22.
- Hasbrouck, J. y D. J. Seppi. 2001. "Common Factors in Pricing, Order Flows and Liquidity." *Journal of Financial Economics* 59 (3): 383-411.
- Häusler, G., D. J. Mathieson y J. Roldos. 2004. "Trends in Developing Country Capital Markets around the World." En *The Future of Domestic Capital Markets in Developing Countries*, ed. R. Litan, M. Pomerleano y V. Sundarajan. Washington, DC: Brookings Institution Press.
- Hausmann, R. y B. Eichengreen. 2002. "How to Eliminate Original Financial Sin." *Financial Times*, noviembre 22.
- Hausmann, R., M. Gavin, C. Pages-Serra y E. Stein, 1999. "Financial Turmoil and the Choice of Exchange Rate Regime." Documento de trabajo BID 400 Washington, DC.
- Hausmann, R. y U. Panizza. 2003. "On the Determinants of Original Sin: An Empirical Investigation." *Journal of International Money and Finance* 22: 957-90.
- Hausmann, R., U. Panizza y E. Stein. 2001. "Why Do Countries Float the Way They Float?" *Journal of Development Economics* 66 (2): 387-414.
- Henry, P. B. 2000a. "Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices." *Journal of Finance* 55 (2): 529-64.
- . 2000b. "Do Stock Market Liberalizations Cause Investment Booms?" *Journal of Financial Economics* 58 (1-2): 301-34.
- . 2003. "Capital Account Liberalization, the Cost of Capital, and Economic Growth." *American Economic Review* 93 (2): 91-96.
- Herrera, L. y R. Valdés. 2003. "Dedollarization, Indexation and Nominalization: The Chilean Experience." Documento presentado en la IDB/World Bank "Conference on Financial Dedollarization: Policy Options," Washington, DC, diciembre 1-2.
- Herring, R. y N. Chatusripitak. 2000. "The Case of the Missing Market: The Bond Market and Why It Matters for Financial Development."

Documento de trabajo del Wharton Financial Institutions Center, University of Pennsylvania, Filadelfia.

- Huberman, G. 2001. "Familiarity Breeds Investment." *The Review of Financial Studies* 14 (3): 659--80.
- Huybens, E. y B. Smith. 1998. "Financial Market Frictions, Monetary Policy, and Capital Accumulation in a Small Open Economy." *Journal of Economic Theory* 81 (2): 353-400.
- . 1999. "Inflation, Financial Markets, and Long-Run Real Activity." *Journal of Monetary Economics* 43 (2): 283-315.
- IFC (International Finance Corporation). 2000. *Building Local Bond Markets: An Asian Perspective*. Washington, DC: IFC.
- IOMA (International Options Market Association). 2004. *Derivatives Market Survey 2003*.
- Isham, J., D. Kaufmann y L. Prichett. 1995. "Governance and Returns on Investment: An Empirical Investigation." Documento de trabajo sobre investigación de política 1550, Banco Mundial, Washington, DC.
- Jeanne, O. 2000. "Foreign Currency Debt and the Global Financial Architecture". *European Economic Review* 44 (4-6): 719-27.
- . 2003. "Why Do Emerging Economies Borrow in Foreign Currency?" Documento de trabajo FMI 03/177, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Jeanneau, S. y C. Pérez Verdia. 2005. "Reducing Financial Vulnerability: The Development of the Domestic Government Bond Market in Mexico." *BIS Quarterly Review* (diciembre): 95-107.
- Johnson, S., J. McMillan y C. Woodruff. 2002. "Property Rights and Finance." *American Economic Review* 92 (5): 1335-56.
- Johnston, B. R. y V. Sundararajan. 1999. *Sequencing Financial Sector Reforms: Country Experiences and Issues*. Washington, DC: FMI.
- Kaminsky, G. L. y C. M. Reinhart. 1999. "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems." *American Economic Review* 89 (3): 473-500.
- Kaminsky, G. L. y S. Schmukler. 2003. "Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization." Documento de trabajo NBER 9787, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Karacadag, C., V. Sundararajan y J. Elliott. 2003. "Managing Risks in Financial Market Development: The Role of Sequencing." Documento de trabajo FMI 03/116, FMI, Washington, DC.
- Karolyi, G. A. 2004. "The Role of American Depositary Receipts in the Development of Emerging Equity Markets." *Review of Economics and Statistics* 86 (3): 670-90.

- . 2006. “The World of Cross-Listings and Cross-Listings of the World: Challenging Conventional Wisdom.” *Review of Finance* 10 (1): 99-152.
- Kim, E. H. y V. Singal. 2000. “Opening Up of Stock Markets: Lessons from Emerging Economies.” *Journal of Business* 73 (1): 25-66.
- King, R. G. y R. Levine. 1993a. “Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right.” *Quarterly Journal of Economics* 108 (3): 717-38.
- . 1993b. “Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence.” *Journal of Monetary Economics* 32 (3): 513-42.
- Klagge, B. y R. Martin. 2005. “Decentralised versus Centralised Financial Systems: Is There a Case for Local Capital Markets?” *International Journal of Management Reviews* 7 (3): 135-65.
- Kremer, M. y S. Jayachandran. 2002. “Odious Debt.” Documento de trabajo NBER 8953, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Krueger, A. 2001. “A New Approach to Sovereign Debt Restructuring.” Dirigido al The Indian Council for Research on International Economic Relations, Delhi, India, diciembre 20.
- . 2004. “Meant Well, Tried Little, Failed Much: Policy Reforms in Emerging Market Economies.” Comentarios a la conferencia en la Economic Honors Society, Nueva York University, Nueva York, marzo 23.
- Krugman, P. 1999. “Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises.” *International Tax and Public Finance* 6 (4): 459-72.
- Ladekarl, J. y S. Zervos. 2004. “Housekeeping and Plumbing: The Investability of Emerging Markets.” Documento de trabajo sobre investigación de política 3229, Banco Mundial, Washington, DC.
- Lane, P. y S. Schmukler. 2007. “The International Financial Integration of China and India. En *China, India y la economía mundial*, ed. L. Alan Winters y Shahid Yusuf. Bogotá: Banco Mundial y Mayol Ediciones.
- Lang, M., V. Lins y D. Miller. 2003. “ADRs, Analysts, and Accuracy.” *Journal of Accounting Research* 41 (2): 317-45.
- La Porta, R., F. López-de-Silanes, A. Shleifer y R. W. Vishny. 1997. “Legal Determinants of External Finance.” *Journal of Finance* 52 (3): 1131-50. Washington, DC: Banco Mundial.
- . 1998. “Law and Finance.” *Journal of Political Economy* 106 (6): 1113-55.
- . 2000. “Investor Protection and Corporate Governance.” *Journal of Financial Economics* 58 (1-2): 3-27.
- . 2002. “Investor Protection and Corporate Valuation.” *Journal of Finance* 57: 1147-70.

- . 2006. “What Works in Securities Laws?” *Journal of Finance* 61 (1): 1-32.
- Latin Finance*. 1999. “The Incredible Shrinking Markets.” Septiembre.
- Lee, R. 1999. *What Is an Exchange? The Automation, Management and Regulation of Financial Markets*. Oxford, RU: Oxford University Press.
- Levine, R. 1991. “Stock Markets, Growth, and Tax Policy.” *Journal of Finance* 46 (4): 1445-65.
- . 1997. “Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda.” *Journal of Economic Literature* 35 (2): 688-726.
- . 2002. “Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better?” *Journal of Financial Intermediation* 11 (1): 398-428.
- . 2005. “Finance and Growth.” En *Handbook of Economic Growth*, ed. P. Aghion y S. Durlauf. Amsterdam: Elsevier.
- Levine, R., N. Loayza y T. Beck. 2000. “Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes.” *Journal of Monetary Economics* 46 (1): 31-77.
- Levine, R. y S. Schmukler. 2006. “Internationalization and Stock Market Liquidity.” *Review of Finance-Journal of the European Finance Association* 10 (1): 153-87.
- . En preparación. “Migration, Spillovers, and Trade Diversion: The Impact of Internationalization on Domestic Stock Market Liquidity.” *Journal of Banking & Finance*.
- Levine, R. y S. Zervos. 1998a. Capital Control Liberalization and Stock Market Development. *World Development* 26 (7): 1169-84.
- . 1998b. “Stock Markets, Banks, and Economic Growth.” *American Economic Review* 88 (3): 537-58.
- Levy Yeyati, E. 2004. “Dollars, Debts, and the IFIs: Dedollarizing Multilateral Lending.” Mimeo, Universidad Torcuato Di Tella, Buenos Aires, Argentina.
- Levy Yeyati, E., S. Schmukler y N. van Horen. 2006. “International Financial Integration through the Law of One Price.” Documento de trabajo 3897, Banco Mundial, Washington, DC.
- Levy Yeyati, E. y F. Sturzenegger. 2003. “To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes on Growth.” *American Economic Review* 93 (4).
- Licht, A. 1998. “Stock Market Integration in Europe.” Harvard Institute for International Development. Documento de discusión CAER II No. 15, Consulting Assistance on Economic Reform, Cambridge, MA.

- Licht, A. N. 2003. "Cross-Listing and Corporate Governance: Bonding or Avoiding?" *Chicago Journal of International Law* 4 (1): 141-63.
- Linnenberg, D. y E. J. Waitzer. 2004. "Corporate Governance Reforms in Chile." Documento presentado en la "Fourth International Conference on Finance," Universidad de Santiago de Chile, enero 7-9.
- Lins, K., D. Strickland y M. Zenner. 2005. "Do Non-U.S. Firms Issue Equity on U.S. Stock Exchanges to Relax Capital Constraints?" *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 40 (1): 109-33.
- Loayza, N., P. Fajnzylber y C. Calderón. 2005. *Economic Growth in Latin America and the Caribbean: Stylized Facts, Explanations, and Forecasts*. Washington, DC: Banco Mundial.
- Loser, C. y M. Guerguil. 2000. "The Long Road to Financial Stability." *Finance and Development* 37 (1, marzo): 1-12.
- Love, I. 2003. "Financial Development and Financing Constraint: International Evidence from the Structural Investment Model." *Review of Financial Studies* 16 (3): 765-91.
- Lucas, R. E., Jr. 1988. "On the Mechanics of Economic Development." *Journal of Monetary Economics* 22 (1): 3-42.
- Malkamaki, M. 1999. "Are There Economies of Scale in Stock Exchange Activities?" Documento de discusión 4/99, Bank of Finland, Helsinki.
- Martínez, L. y A. Werner. 2002a. "Capital Markets in Mexico: Recent Developments and Future Challenges." Documento preparado para el seminario organizado por el Banco de México, "Estabilidad macroeconómica, mercados financieros y desarrollo económico," noviembre 12-13.
- . 2002b. "The Exchange Rate Regime and the Currency Composition of Corporate Debt: The Mexican Experience." *Journal of Development Economics* 69 (2): 315-34.
- McAndrews, J. y C. Stefanadis. 2002. "The Consolidation of European Stock Exchanges." *Current Issues in Economics and Finance* (Federal Reserve Bank of New York) 1 (6).
- McCauley, R. y E. Remolona. 2000. "Size and Liquidity of Government Bond Markets." *BIS Quarterly Review* (noviembre).
- McKinnon, R. I. 1973. *Money and Capital in Economic Development*. Washington, DC: Brookings Institution.
- McKinnon, R. 1993. *The Order of Economic Liberalization, Financial Control in the Transition to a Market Economy*. Baltimore: John Hopkins University Press.
- McKinnon, R. y H. Pill. 1997. "Credible Economic Liberalizations and Over-borrowing." *American Economic Review* 87 (2): 189-93.

- . 1998. “International Overborrowing: A Decomposition of Credit and Currency Risks.” *World Development* 26 (7): 1267-82.
- Meddin, L. 2004. “Structured Finance in the Emerging Markets.” En *Global Securitisation Review 2004/2005*, Euromoney Institutional Investor PLC, Londres.
- Mehl, A. y J. Reynaud. 2005. “The Determinants of ‘Domestic’ Original Sin in Emerging Market Economies.” Documento de trabajo 560, European Central Bank, Frankfurt, Alemania.
- Merton, R. 1987. “A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information.” *Journal of Finance* 42 (3): 483-510.
- . 1992. “Financial Innovation and Economic Performance.” *Journal of Applied Corporate Finance* 4 (4): 461-81.
- Merton, R. C. y Z. Bodie. 1995. “A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment.” En *The Global Financial System: A Functional Perspective*, ed. D. B. Crane et al., 3-31. Boston: Harvard Business School Press.
- . 2004. “The Design of Financial Systems: Towards a Synthesis of Function and Structure.” Documento de trabajo NBER 10620, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Mihaljek, D., M. Scatigna y A. Villar. 2002. “Recent Trends in Bond Markets.” *BIS Papers* No. 11: 13-41.
- Miller, D. 1999. “The Market Reaction to International Cross-Listings: Evidence from Depositary Receipts.” *Journal of Financial Economics* 51 (1): 103-23.
- Missale, A. y O. Blanchard. 1994. “The Debt Burden and Debt Maturity.” *American Economic Review* 84 (1): 309-19.
- Moel, A. 2001. “The Role of American Depositary Receipts in the Development of Emerging Markets.” *Economía* 2 (1): 209-73.
- Noronha, G., A. Sarin, and S. Saudagaran. 1996. “Testing for Microstructure Effects of International Dual Listings Using Intraday Data.” *Journal of Banking and Finance* 20 (6): 965-83.
- NU-Cepal. 2005. *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe*: Comisión Económica de las Naciones Unidas para América Latina y el Caribe, Santiago, Chile.
- Obstfeld, M. 1994. “Risk-Taking, Global Diversification, and Growth.” *American Economic Review* 84 (5): 1310-29.
- Obstfeld, M. 1998. “The Global Capital Market: Benefactor or Menace?” *Journal of Economic Perspectives* 12 (otoño): 9-30.
- Obstfeld, M. y A. M. Taylor. 2005. *Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth*. Cambridge, RU: Cambridge University Press.

- Ocampo, J. A. 2003. "Capital-Account and Counter-Cyclical Prudential Regulations in Developing Countries." En *From Capital Surges to Drought: Seeking Stability for Emerging Markets*, ed. R. French-Davis y S. Griffith-Jones. Londres: Palgrave Macmillan.
- Orszag, P. y J. Stiglitz. 2001. "Ten Myths of Pension Reform." En *New Ideas about Old-Age Security*, ed. R. Holzmann y J. Stiglitz. Washington, DC: Banco Mundial.
- Pagano, M., A. Roell y J. Zechner. 2002. "The Geography of Equity Listing: Why Do European Companies List Abroad?" *Journal of Finance* 57 (6): 2651-94.
- Pagano, M. y P. Volpin. 2001. "The Political Economy of Finance." *Oxford Review of Economic Policy* 17 (4): 502-19.
- Patro, D. 2000. "Return Behavior and Pricing of American Depositary Receipts." *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 10 (1): 43-67.
- Perotti, E y L. Laeven. 2002. "Confidence Building in Emerging Stock Markets." Documento de trabajo, University of Amsterdam.
- Perotti, E. y P. Van Oijen. 2001. "Privatization, Political Risk, and Stock Market Development in Emerging Economies." *Journal of International Money and Finance* 20 (1): 43-69.
- Pulatkonak, M. y G. Sofianos. 1999. "The Distribution of Global Trading in NYSE-listed Non-U.S. Stocks." Documento de trabajo NYSE 99-03, New York Stock Exchange, Nueva York.
- Queisser, M. 1998. "Pension Reform: Lessons from Latin America." *Policy Brief* 15, OECD Development Center, París.
- Radelet, S. y J. Sachs. 1998. "The Onset of the East Asian Financial Crisis." Documento de trabajo, Harvard Institute for International Development, Cambridge, MA.
- Rajan, R. G. y L. Zingales. 1998. "Financial Dependence and Growth." *American Economic Review* 88 (3): 559-86.
- . 2001. "Financial Systems, Industrial Structure, and Growth." *Oxford Review of Economic Policy* 17 (4) 467-82.
- . 2003a. "The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century." *Journal of Financial Economics* 69 (1): 5-50.
- . 2003b. *Saving Capitalism from the Capitalists*. Nueva York: Crown Business Division of Random House.
- Reese, W. A., Jr. y M. S. Weisbach. 2002. "Protection of Minority Shareholder Interests, Cross-Listing in the United States, and Subsequent Equity Offerings." *Journal of Financial Economics* 66 (1): 65-104.

- Robinson, J. 1952. "The Generalization of the General Theory." En *The Rate of Interest, and Other Essays*, 67-142. Londres: Macmillan.
- Rocha, R. 2004. "Chile: The Pensions Sector." Documento técnico base para Chile FSAP. Mimeo.
- Rodrik, D. y A. Velasco. 1999. "Short-Term Capital Flows." Annual "World Bank Conference on Development Economics," Washington, DC, abril.
- Roe, M. J. 1994. *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Rossi, J. L., Jr. 2004. "Corporate Foreign Vulnerability and the Exchange Rate Regime: Evidence from Brazil." Mimeo, Yale University, New Haven, CT.
- Roubini, N. 2001. "Key Macroeconomic Issues to Consider in the Development of Regional Capital Market Integration." Comentarios preparados para el panel BID "Promoting Capital Market Integration in Latin America and the Caribbean," Washington, DC, febrero 5.
- Rousseau, P. L. y P. Wachtel. 1998. "Financial Intermediation and Economic Performance: Historical Evidence from Five Industrial Countries." *Journal of Money, Credit and Banking* 30 (4): 657-78.
- . 2000. "Equity Markets and Growth: Cross-Country Evidence on Timing and Outcomes, 1980-1995." *Journal of Business and Finance* 24 (12): 1933-57.
- Rutkowski, M. 1998. "A New Generation of Pension Reforms Conquers the East: A Taxonomy in Transition Economies." *Transition* 9 (4): 16-19.
- . 2002. "Pensions in Europe: Paradigmatic and Parametric Reforms in EU Accession Countries in the Context of EU Pension System Changes." *Journal of Transforming Economies and Societies* 9 (1): 2-26.
- Sachs, J., A. Tornell y A. Velasco. 1996. "Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995." *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 147-215.
- Saint-Paul, G. 1992. "Technological Choice, Financial Markets and Economic Development." *European Economic Review* 36 (4): 763-81.
- Schinasi, G. y R. T. Smith. 1998. "Fixed Income Markets in the United States, Europe, and Japan: Some Lessons for Emerging Markets." Documento de trabajo FMI 173/98, FMI, Washington, DC.
- Schineller, L. M. 1997. "An Econometric Model of Capital Flight from Developing Countries." Documento de discusión sobre finanzas internacionales 579, Federal Reserve Board, Washington, DC.

- Schmukler, S. 2004. "Financial Globalization: Gain and Pain for Developing Countries." *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review* (Segundo trimestre): 39-66.
- Schmukler, S. y L. Servén. 2002. "Pricing Currency Risk under Currency Boards." *Journal of Development Economics* 69 (2): 367-391. Versión ampliada que había aparecido como "Pricing Currency Risk: Facts and Puzzles from Currency Boards," documento de trabajo DNBBER 9047, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Schmukler, S. y E. Vesperoni. 2001. Globalization and Firms' Financing Choices: Evidence from Emerging Economies." En *Financial Structure and Economic Growth*, ed. A. Demirgüç-Kunt y R. Levine, 347-75. Cambridge, MA: MIT Press.
- . 2006. "Financial Globalization and Debt Maturity in Emerging Economies." *Journal of Development Economics* 79 (1): 183-207.
- Schneider, M. y A. Tornell. 2004. "Bailout Guarantees, Balance Sheet Effects, and Financial Crises." *Review of Economic Studies* 71 (3): 883-913.
- Shah, A. y S. Thomas. 2001. "Securities Markets Infrastructure for Small Countries." Mimeo, Banco Mundial, Washington, DC.
- Shaw, E. 1973. *Financial Deepening in Economic Development*. Nueva York: Oxford University Press.
- Sheets, N. 1996. "Capital Flight from the Countries in Transition: Some Theory and Empirical Evidence." Documento de discusión sobre finanzas internacionales 514, Federal Reserve Board Washington, DC.
- Siegel, J. 2005. "Can Foreign Firms Bond Themselves Effectively by Renting U.S. Securities Laws?" *Journal of Financial Economics* 75 (2): 319-60.
- Singh, A., A. Belaisch, C. Collyns, P. De Masi, R. Krieger, G. Meredith y R. Rennhack. 2005. "Stabilization and Reform in Latin America: A Macroeconomic Perspective on the Experience since the Early 1990s." Documento ocasional FMI 238, FMI, Washington, DC.
- Smith, K. y G. Sofianos. 1997. "The Impact of a NYSE Listing on the Global Trading of Non-U.S. Stocks." Documento de trabajo NYSE 97-02, New York Stock Exchange, Nueva York.
- Sonakul, C. M. 2000. "Keynote Address." Presentado en la ADB conference "Government Bond Market and Financial Sector Development in Developing Asian Economies," Manila, marzo 20-26.
- Stapleton, R. C. y M. G. Subrahmanyam. 1977. "Market Imperfections, Capital Market Equilibrium and Corporation Finance." *Journal of Finance* 32 (2): 307-19.

- Stern, N. 1989. "The Economics of Development: A Survey." *Economic Journal* 99 (397): 597-685.
- Stiglitz, J. 1999. "Bleak Growth for the Developing World." *International Herald Tribune*, abril 10-11.
- . 2000. "Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability." *World Development* 28 (6): 1075-86.
- . 2002. *Globalization and Its Discontents*. Nueva York: W. W. Norton.
- Stulz, R. M., 1999a. "Globalization of Equity Markets and the Cost of Capital." Documento de trabajo NBER 7021, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Stulz, R. 1999b. "Globalization of Equity Markets and the Cost of Capital." *Journal of Applied Corporate Finance* 12 (3): 8-25.
- Stulz, R. y R. Williamson. 2003. "Culture, Openness, and Finance." *Journal of Financial Economics* 70 (3): 313-49.
- Tesar, L. y I. Werner. 1995. "Home Bias and High Turnover." *Journal of International Money and Finance* 14 (4): 467-92.
- Tirole, J. 2002. *Financial Crises, Liquidity and the International Monetary System*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Tobin, J. 2000. "Financial Globalization." *World Development* 28 (6): 1101-04.
- Tornell, A. y F. Westermann. 2005. *Boom-Bust Cycles and Financial Liberalization*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Tovar, C. 2005. "International Government Debt Denominated in Local Currency: Recent Developments in Latin America." *BIS Quarterly Review* (diciembre): 109-18.
- Velli, J. 1994. "American Depositary Receipts: An Overview." *Fordham International Law Journal* 17 (1): 38-57.
- Walker, E. 1998. "The Chilean Experience Regarding Completing Markets with Financial Indexation." Documento de trabajo, Banco Central de Chile, Santiago.
- Walker, E. y F. Lefort. 2002. "Pension Reform and Capital Markets: Are There Any (Hard) Links?" Documento de discusión sobre protección social 24082, Banco Mundial, Washington, DC.
- Williamson, John. 1990. "What Washington Means by Policy Reform?" En *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?*, ed. John Williamson. Washington, DC: Institute for International Economics.
- Wojcik, D. G. L. Clark y R. Bauer. 2004. "Corporate Governance and Cross-Listing: Evidence from European Companies." Documento de trabajo, University of Oxford, Oxford, RU.

- Wright, R. E. 2002. *The Wealth of Nations Rediscovered: Integration and Expansion in American Financial Markets, 1780–1850*. Cambridge, RU: Cambridge University Press.
- Wurgler, J. 2000. “Financial Markets and the Allocation of Capital.” *Journal of Financial Economics* 58 (1–2): 187-214.
- Xu, Z. 2000. “Financial Development, Investment, and Growth.” *Economic Inquiry* 38 (2): 331-44.
- Yermo, J. 2003. “Pension Reform and Capital Market Development: Background Paper for Regional Study on Social Security Reform.” Office of the Chief Economist, Latin America and the Caribbean, Banco Mundial, Washington, DC.
- Zervos, S. 2004. “The Transaction Costs of Primary Market Issuance: The Case of Brazil, Chile and Mexico.” Mimeo, Banco Mundial, Washington, DC.

Índice Analítico

En el índice, *g* se refiere a gráfico, *n* se refiere a nota y *c* se refiere a cuadro.

A

ABS. Véase valores respaldados por activos
acceso a mercados, 221, 227, 105n63, xiv
actividad de fusión y adquisición, 78, 226n42
Alemania, 37g, 42g, 43g
América Latina, 1, 63, 80
 monto obtenido por privatizaciones, 56g
 mercado de bonos, 66g, 108g
 subdesarrollados, 65
 desarrollo del mercado de capitales, 59g, 62g
 reformas institucionales, 60g
 internacionalización, 176n56
 portafolios de los fondos de pensión, 82g
 reforma pensional, 58g
 mercados de acciones, 61, 64g, 178g
 registros, 79g
 subdesarrollados, 29
 financiación estructurada, 76, 77g
American depositary receipts (ADRs), 88, 4n6, 17n27, 99n57
activos, títulos valores respaldados con (Asset-backed securities ABS), 76, 76n27
arquitectura financiera, internacional, 210, 58n15
atracción de capital, 18, 48-53
Asia oriental, 78, 100, 103

mercados de bonos, 66g, 108g
mercados de acciones, 21, 64g

B

banda de tasa de cambio, 88n36
bancario, sector, 5, 9, 11n22
bancario, sistema, 133, 199, 200
BM&F. Véase Bolsa Brasileira Mercantil y de Futuros (*Brazilian Mercantile & Futures Exchange*)
bonos hipotecarios, 87n34
bonos, mercados de, 25, 100, 105, 117, 128, 25n33
Chile, 83
 concentración corporativa, 97g
 composición de moneda, 128
 déficit y mercados gubernamentales, 121n8
 desarrollo, 62g, 129
 por país, 43g
 por región, 66g
 domésticos, 20-21, 61, 70, 84g
 tamaño economía, 127g, 130, 179
 nivel de ingresos, 119g
 protección inflación, 120
 internacionalización, 106g, 108g
 México, 93
 precondición, 202
bonos, 24-25, 117
 atracción de inversionistas, 214
 vencimientos promedio, 71g
 Chile, 85
 fuente de financiación, 80
 inversionistas extranjeros, 137

- países del G-7, 41-42
- gobierno, 71g, 81
 - y depósitos totales, 132g
 - composición de moneda, 135g, 136g, 137
 - moneda doméstica y extranjera, 131g, 134
 - emisión, 44, 70, 86g
 - calidad del emisor, 220
 - liquidez, 52
 - largo plazo *v.* corto plazo, 139
 - hipoteca, 87
 - en circulación sector público y sector privado, 66g
- Bonos Brady, Índice de, 219n35
- bonos, corporativos, 21, 65, 71g
- bonos gubernamentales. *Véase* endeudamiento con bonos gubernamentales en mercados extranjeros, 107
- Brady, Iniciativa, 16, 44
- Brasil, 46n7, 212n27
- Bolsa Brasileña Mercantil y de Futuros (*Brazilian Mercantile & Futures Exchange*), 73
- Bretton Woods, arreglo de, 14, 37, 38, 39

- C
- capitales, fuga de, 151n42
- capitales, flujos de, 14, 16, 44, 45
 - atracción de los flujos internacionales, 48-50
 - entre países, 39
 - inestabilidad, 47-48
 - manejo, 51-53
 - privados, 32, 46, 46n7
 - hacia países en desarrollo, 45g, 47g
 - volatilidad en el sistema bancario, 200
- capitales, desarrollo del mercado de 14, 24, 113, 55n11
 - y PIB per cápita, 120n5
 - doméstico, 20, 84g
 - economías emergentes, 205
 - estabilidad del sistema financiero, 19
 - América Latina, 62g
 - liberalización, 15
 - limitaciones, 188
 - medición, 6
 - resultados pobres, 1
 - reformas, 51, 53-60, 54g
- capitales, mercados de, 42-43, 201, 221
 - análisis, 24, 109
 - crédito bancario, 37g
 - características de los mercados emergentes, 31
 - clima para el desarrollo, 53
 - tamaño de la economía, 123
 - políticas fiscales, 120
 - marcos, 19, 20
 - fundamentos, 177
 - crecimiento, 61, 113
 - internacional, 13-16, 32
 - limitaciones en Chile, 89
 - políticas pasadas, 55n11
 - reforma pensional, 55-56
 - papel de los fundamentos, 116-117
- capital obtenido en el exterior, 101-103, 102g
- Cencosud, emisión, 88n35
- Certificados Bursátiles (CBs), 93
- Chile, 83-91, 86g
 - banda de tasa de cambio, 88n36
- Compañía de Teléfonos de Chile, 100
- composición de los bonos gubernamentales, 135g, 136g
- Comunidad del Caribe y Mercado Común (Caricom), 226n43
- concentración, 67, 98n55
 - efectos sobre la liquidez, 213
 - efectos de red, 123n14
 - reformas, 161
 - diversificación de riesgos, 217
 - mercados de acciones, 68g
- contratos de tasa de cambio a futuro, 74g

contratos a futuro, 74g
 controles de capitales, 38
 corto plazo, práctica, 21, 25, 70
v. largo plazo, 139
 crecimiento económico, 8, 12, 50,
 57
 cupones, tamaño de los, 139n29
 CTC. *Véase* Compañías de Teléfonos
 de Chile, 99n57, 151n43

D

déficits, 154, 121n8
 déficits fiscales, 121, 122g
 déficit público, 154g
 demanda de inversionista
 extranjero, 136g
 dependencia de ruta, 129
 desregulación, 201
 desviación del comercio, 28, 169,
 173
 derivados, 22, 73, 17n27, 99n57
 medición de actividad, 73n23
 Chile, 88
 primeros en desarrollar, 212
 México, 95
depository receipts, 99, 172, 17n27,
 99n57
 desarrollo financiero, 1, 7, 10, 24,
 116, 223
 por región, 50g
 deuda, documentos de, 93n46
 deuda, emisión de, 138n27
 deuda gubernamental, 25, 69, 129
 manejo, 202n16
 deuda, manejo de la, 92, 202n16
 deuda, mercados de, 208
 deuda, vencimientos de, 25, 70, 93,
 137
 deuda en moneda extranjera, 128,
 133, 137
 sensibilidad al cambio de los
 tenedores, 137
 diversificación, riesgo. *Véase*
 diversificación de riesgo
 dolarización, 133, 209n20, 210n21,
 xiv

dolarización de pasivos, 133, xiv
 doméstica, bonos en moneda, 21
 DRs. *Véase depository receipts*

E

economías de escala, 124, 125
 economías emergentes, 21, 31, 75,
 137
 endeudamiento de corto plazo,
 137, 139n28
 liquidez y diversificación de
 riesgos, 192
 desarrollo de mercados, 205
 subdesarrollo de mercados, 29
 efectos en red, 123n14
 endeudamiento, 92, 107, 128, 138
 endeudamiento en divisas, 128
 entorno institucional, 121, 144
 empresas pequeñas y medianas
 (Pymes), 221, 227
 evaluación de prácticas de país, 195
 evolución de los mercados
 financieros, 36-42
 estándares internacionales, 195, 58-
 59n15, 155-156n44
 Estados Unidos, 379, 429, 439
 consolidación de intercambio,
 224n38
 Eurodólares, mercado de, 14, 15,
 38
 Europa del este, 79g
 Euronext, 226
 externalidades, 28, 167, 172, 174

F

FDI. *Véase* inversión directa
 extranjera nexo finanzas-
 crecimiento, 10
 flujos de acciones, 46, 154g
 flujos privados de capital, 32, 46,
 46n7
 financiación del gobierno, 120-121
 firmas, 126, 170n51, 220n36
 internacionalización, 32, 159,
 167n45
 firmas, internacional, 157g, 105n63
 liberalización, 162g, 164g

- capitalización de mercado, 153g, 154g, 161
- privatización y capitalización, 163g
- rotación, 170, 171, 173
- Fondo de Operación y Financiamiento Bancario a la Vivienda (FOVI), 95n49
- Fondo Monetario Internacional (FMI), 37
- FMI. *Véase* Fondo Monetario Internacional
- forwards* no entregables, 22, 75n24
- FSAP. *Véase* Programa de Evaluación del Sector Financiero
- fundamentos (bases), 116-117, 156-159, 176-177

- G**
- gastos del gobierno, 129-130
- G-7, países del, 64g, 66g, 108g
- GBI-EM. *Véase* Mercados Emergentes de Bonos Gubernamentales
- gobierno corporativo, 9
- global depositary receipts*, GDRs, 17n27, 99n57
- globalización, 13, 14, 99, 109
 - efectos sobre los flujos de capital, 43-44
 - financiera (*Véase* globalización financiera)
 - proceso, 16-20
 - segmentación, 32
- globalización financiera, 3, 4, 13, 42, 166, 180
- medición, 206-207
- agenda de reforma, 191

- I**
- iliquidez, 69, 109, 167n46
 - Chile, 90
 - economías emergentes, 192
 - México, 98
 - mercados secundarios, 212-214
- índice de liquidez, 173n54
- indexación, 85, 85n32
- índices, 72n21, 219n35
- innovación financiera, 15, 39
- intermediarios financieros, 7, 8, 17, 41
- inflación, protección contra la, 120
- inflación, demanda de bonos, 129
- Infonavit, 95n48, 95n50
- infraestructura, 20, 125
- instituciones, 19, 129
- Instituto para la Protección al Ahorro Bancario (IPAB), 92n43
- integración, falla de, 226
- inversión extranjera directa (IED), 17, 46
- internacionalización, xiii, 3, 4, 5, 174, 176n56
 - análisis del mercado de acciones, 114
 - y el PIB, 153g, 157g, 163g
 - y liberalización, 162g
 - mercados de bonos, 106g, 108g
 - actividad doméstica, 158g, 164g
 - fundamentos económicos, 155
 - mercados de acciones, 105
 - factores, 24, 26, 150-151, 159, 161, 167, 168, 173-175, 180
 - servicios financieros, 17, 46-47
 - nivel de firma, 168n47
 - reforma, 29-30, 160
 - mercados de acciones, 102g, 105, 160g, 167-175
 - rotación, 28
- inversión, atracción, 18, 48-53
- inversionistas, 80, 81, 159, 81n29
- instrumentos de moneda doméstica, 72
- entorno, 152
- efectos de liquidez sobre la entrada al mercado, 212
- internacionales y domésticos, 134-137
- diversificación del portafolio, 53-54
- protección, 121, 93n46, 151n43
- estrategias de diversificación de riesgos, 219
- IPAB. *Véase* Instituto para la Protección al Ahorro Bancario

J

Japón, 37g, 42g, 43g

L

leyes contra el uso de información privilegiada, 142n34

libre flotación, 90n40

ley y orden, índice de, 60g

Ley sobre Ofertas Públicas y Gobierno Corporativo, 89

liberalización, 53, 140, 196n6, 199n9

atracción de capitales, 48

economías incluidas en el análisis, 184c

internacionalización y actividad, 164g

manejo de flujos de capitales, 51

desarrollo del mercado, 15

prematureo, 198

secuenciamiento de reformas, 200

internacionalización del mercado de acciones, 162g

liquidez, 98, 167, 211-215

economías emergentes, 192

mercados de capitales

internacionales, 44

falta de, 69

manejo, 76

medición, 170n49

México, 96

participación, 123n14

privatización, 143n37

rotación, 170n49

liquidez, riesgo de, 8

M

marco legal, 142

marcos institucionales, 142

mercados, capitalización de, 64g, 68g, 178g

Chile, 87

doméstica y PIB, 118g, 126g

economías incluidas en el análisis, 181c

plataformas de negociación

electrónica, 147g

déficits fiscales, 122g

reforma institucional, 148g

firmas internacionales, 102g,

153g, 154g, 165g

internacionalización, 157g, 160g

privatización, 146g

normas sobre títulos valores, 124g

mercados de acciones, 9, 117,

224n38

análisis, 114

capitalización, 61, 144-145

competencia, 125n15

concentración por parte de las

grandes firmas, 68g

desarrollo, 62g, 64g

por país, 42g

tamaño de economía, 125,

126g, 179

factores, 145

niveles de ingreso, 118g

América Latina, 178g

déficit economía doméstica, 33

plataformas de negociación

electrónica, 147g

déficits fiscales, 122g

iliquidez, 98

reforma institucional, 148g

internacional, por región, 101g

internacionalización, 160g, 163g,

164g, 165g, 168-169

y PIB, 102g, 153g, 154g,

157g

actividad doméstica, 26-27,

158g

leyes y regulaciones, 123

liberalización, 141, 162g

registros en bolsa, por país, 79g

desempeño de las economías

emergentes, 21

- privatización, 146
- reforma, 26
- regulaciones sobre títulos valores, 124g
- economías de transición, 125n15
- subdesarrollo en América Latina, 29
- mercado, integración de, 169, 224, 223n37, 228n46
- mercado, valuación de, 110-111
- MBS. *Véase* títulos valores respaldados con hipoteca (MBS)
- mercados de deuda en moneda local, 219n35, xiv
- Mercados emergentes de bonos gubernamentales (GBI-EM), 72n21
- mercados financieros, 13-14, 201n15
 - historia, 36-42
- mercados secundarios, 69, 211, 214
- mercados de títulos valores, 22-23, 51, 200
 - Chile, 83
 - factores de expansión, 36-37
- México, Bolsa de Derivados de, (*Mexican Derivatives Exchange, MexDer*) 95-96, 95n51
- mercados de acciones, 100-101, 105
- México, 97g, 111, 95n51
 - manejo de deuda, 92
 - derivados, 75
 - mercado hipotecario, 95n48
 - restricciones a la calificación del fondo de pensiones, 97
 - transacciones de productos estructurados, 94
- migración, 28, 78, 167, 173
 - Chile, 91
 - emisión de acciones y negociación, 209
 - efectos de internacionalización, 115
 - México, 98-99
 - mínimo de fortaleza institucional, 199
 - mínimo, umbral de tamaño, 221, 105n63
 - mercados monetarios, 202
- N
- negociado, volumen, 61, 101
 - contratos a futuro, 74g
 - riesgo de liquidez, 8n14
 - México, 98
 - migración, 172
 - efectos de red, 123n14
 - primeras 10 firmas, 68g
 - efectos de volumen y liquidez, 225
- Norex, 226
- O
- original, pecado, 128, 201, 130n20
- OTC, mercado, 73, 75, 95
- P
- plataformas de comercio electrónico, 161, 183c, 142n35
 - capitalización de mercado, 165g
 - efectos de mercado, 147g
- participación en mercados de capitales, 80, 99, 221
- pensión, fondos de, 82g, 97, 201
 - Chile, 88
 - inversión, 81n30
 - límites, 81-82
 - regulaciones, 96n53
 - diversificación de riesgos, 217
- políticas, desarrollo de, 29-30
- portafolio, diversificación del, 218
- prima de término, emisión de deuda, 138n27
- precios, revelación de, 211
- precios, fijación de, 110, 111, 141
 - manipulación, 111n14
- privatización, 53, 143, 161, 143n37
 - monto obtenido, 56g
 - atracción de capital, 18, 48
 - retiro de registro, 78
 - economías incluidas en el

- análisis, 184c
 - liquidez, 143n37
 - capitalización de mercado, 163
 - mercados de acciones, 145, 146g, 49n8
 - Programa de Evaluación del Sector Financiero (FSAP), 58n15
- R**
- reforma, 59g, 114, 191, 195g
 - impacto de actividad, 161
 - agenda, 188, 193, 194
 - diseño específico de país, 222
 - reformulación de, 205
 - análisis, 26, 145-149, 176
 - Chile, 89
 - desarrollo, 18, 50, 53-60, 54g, 114
 - falla en desarrollar mercados, 205
 - globalización financiera, 207
 - primera y segunda generación, 190n1
 - descuidar globalización, 33
 - impacto sobre el desarrollo de mercados, 140-150
 - implementación de economías, 183-185c
 - institucional, 60g, 148g
 - insuficientemente implementado, 197
 - internacionalización, 28, 159-160, 163g, 165g
 - México, 91-99, 100
 - sesgo pro-internacionalización, 29
 - revisión, 203-205
 - diversificación de riesgos, 216
 - secuenciamiento, 198-203
 - Reino Unido, 37g, 42g, 43g
 - regulaciones, uso de información privilegiada, 142n34
 - regulaciones de títulos valores, 124g
 - regulatorio, marco, 53, 57, 142
 - régimen regulatorio, relajamiento de, 217, 218
 - repo*, mercados, 22, 69, 76
 - países emergentes, 76
 - papeles de deuda gubernamental, 212
 - negociación de deuda, gubernamental, 98
 - transacciones, 22n32, 69n18
 - riesgos, diversificación de, 8, 191, 192, 216-221
 - tamaños de país y de corporaciones, 192
 - reducción de riesgos, 8, 202
 - reforma institucional, 60g, 148g, 204
 - economías incluidas en el análisis, 185c
 - reforma pensional, 19, 55-56, 144n40
 - desarrollo del mercado de capitales, 55n11
 - estabilidad económica, 143-144
 - economías incluidas en el análisis, 184c
 - América Latina, 58g
 - México, 92
 - reformas de primera generación, 19, 190n1
 - régimen de inversión, liberal, 218
 - régimen de tasa de cambio fijo, 133, 136g
 - riesgo de tasa de cambio, 128
 - riesgo moral, 139
 - registro de acciones en varias bolsas, 172, 17n27
 - registro de acciones en bolsa, 17n27, 99n57
 - retiro del registro de acciones, 78, xiii
 - rotación, 28, 170, 171, 172, 170n49
- S**
- schumpeteriano, argumento, 8
 - reformas de segunda generación, 19, 190n1
 - securitization, 22n32
 - Sociedad Hipotecaria Federal (SHF), 95, 95n49

Sonakul, Chatu Mongol, 52n10

Sudeste asiático, 79g

T

tamaños de las emisiones, 227

Teléfonos de México, 100

títulos valores hipotecarios, 87

títulos valores respaldados por hipoteca (TPH), 75, 95

transacciones de productos estructurados, 23, 39, 75, 22n32, 39n2

Chile, 87

América Latina, 77g

México, 94

U

Unidad de Fomento (UF), 85-86, 85n32

V

valor económico, 110

valuación, mercados secundarios, 211

volatilidad económica, 120

volumen negociado, 64g, 102g, 122g

y PIB, 118g, 126g

economías incluidas en el análisis, 182c

plataformas de negociación electrónica, 147g

reforma institucional, 148g

América Latina, 178g

liberalización, 162g, 164g

privatización, 146g

W

Washington, Consenso de, xi

A principios de la década de 1990, economistas y diseñadores de políticas tuvieron grandes expectativas acerca de las perspectivas para el desarrollo doméstico del mercado de capitales en economías emergentes. Infortunadamente, ahora están enfrentados a resultados desalentadores. Muchos mercados de bonos y de acciones permanecen ilíquidos y segmentados. La deuda tiende a estar concentrada en el extremo de corto plazo del espectro de vencimientos y denominada en moneda extranjera, exponiendo a los países a riesgos de vencimiento y de moneda.

Los mercados de capitales en América Latina se ven particularmente subdesarrollados al considerar tantos esfuerzos emprendidos para mejorar el entorno macroeconómico y para reformar las instituciones que supuestamente fomentan el desarrollo del mercado de capitales. El desalentador desempeño ha hecho que las recomendaciones convencionales de política sean cuestionables, en el mejor de los casos.

En *Mercados de capitales emergentes y globalización* se analiza el lugar donde se encuentra y hacia donde se dirige el desarrollo del mercado de capitales. Primero se hace un recuento del estado y de la evolución de los mercados de capitales y de las reformas relacionadas, en el tiempo y entre regiones, concentrándose en la experiencia de América Latina. Segundo, se analizan los factores relacionados con el desarrollo de los mercados de capitales. Y tercero, a la luz de este análisis, se analizan las perspectivas para el desarrollo del mercado de capitales en las economías emergentes y las implicaciones para la agenda de reforma.

"El desarrollo de los mercados de capitales es prioritario en la agenda de política de América Latina. Augusto de la Torre y Sergio Schmukler logran un panorama global, junto con algunos análisis excepcionalmente dirigidos y provocadores. No hay mejor inicio para los lectores interesados en el estado de los mercados, en los obstáculos para la continuación de su desarrollo y en opciones de política concretas".

- **Barry Eichengreen**, *George C. Pardee and Helen N. Pardee Professor of Economics and Political Science, Universidad de California, Berkeley*

"Este análisis perceptivo del mal funcionamiento de los mercados de capitales en América Latina desde la década de 1990 es una lectura obligada para cualquier persona interesada en los mercados financieros, en las finanzas internacionales o en el desarrollo económico. El libro articula argumentos convincentes acerca de cómo lograr que éste funcione en el futuro. He aprendido mucho con la lectura del libro y lo recomiendo bastante a estudiantes y colegas."

- **Ross Levine**, *autor de Rethinking Bank Regulation: Till Angels Govern*
Harrison S. Kravis University Professor y Profesor de Economía, Brown University

"Investigadores y practicantes del mercado financiero y del desarrollo económico no deben prescindir de este libro. El mensaje es aleccionador, y admirablemente directo acerca del limitado progreso en el desarrollo de mercados de capitales en gran parte de América Latina, y de la medida de nuestro conocimiento acerca de algunos de los temas más críticos. Los autores sostienen que tratar de crear mini Wall Streets puede no ser buena idea para aumentar la contribución de los mercados financieros locales al desarrollo económico. Léalo!"

- **Michael Gavin**, *Emerging Markets, Cita del Investment Group*



BANCO MUNDIAL

ISBN 958-8307-20-6



9 789588 307206