

# El Estado, los mercados y el financiamiento del desarrollo

*Rogério Studart*

**E**n este artículo se analiza el papel del Estado, las instituciones y los mercados financieros en la financiación del desarrollo económico, y en especial el papel de los bancos de desarrollo. Se examinan brevemente los límites del enfoque convencional actual sobre los problemas de financiación del desarrollo. Se hace hincapié en las asimetrías de información como causa de racionamiento del crédito y de mala distribución del ahorro. Luego se presenta un análisis del papel del Estado y de los mercados en la financiación del desarrollo, así como una agenda de políticas que surge de la postura diferente que aquí se expone. En la conclusión se formulan algunas consideraciones sobre los problemas y retos que se plantean actualmente para la financiación del desarrollo en el ámbito latinoamericano.

Rogério Studart

Director Ejecutivo por Brasil y Suriname

Banco Interamericano de Desarrollo (BID)

 [rogerios@iadb.org](mailto:rogerios@iadb.org)

## I

## Introducción

En los últimos años, los economistas renovaron su interés en el papel que desempeña el Estado en la financiación del desarrollo. Desde el punto de vista teórico, ese interés casi había desaparecido desde que Shaw y McKinnon propusieron en 1973 la tesis de que la liberalización financiera por sí sola sería una panacea para crear mecanismos privados de financiación a largo plazo.

En contraposición con la visión liberal inherente a los modelos de Shaw y McKinnon, los autores nekeynesianos se dedicaron a estudiar los problemas de distribución en los mercados de crédito y de capitales causados por asimetrías de información. A nuestro juicio, aunque este enfoque comprende argumentos sólidos a favor de las políticas públicas en la financiación del desarrollo, es aún ambiguo desde el punto de vista analítico y político, y poco preciso como guía de políticas gubernamentales.

Desde el punto de vista analítico, dicha ambigüedad se basa por lo menos en dos elementos: i) la conceptualización del financiamiento en las economías capitalistas, según la cual las instituciones financieras (inclusive los bancos) son consideradas simples intermediarias entre ahorristas e inversionistas, con un papel meramente pasivo en la determinación del volumen de fondos para el financiamiento de la inversión, y ii) la definición de los problemas de información (asimetría de la información) en el proceso de intermediación financiera, que deja de lado el concepto de incertidumbre en el sentido keynes-knightiano.<sup>1</sup>

## II

## El enfoque convencional

Toda teoría necesita una estilización de las condiciones ideales de funcionamiento del objeto de análisis.

Desde el punto de vista político, la ambigüedad (señalada en forma explícita por muchos autores conservadores) se refiere al alcance de la intervención del Estado y sus consecuencias finales, en el marco del ya clásico debate sobre fallas del mercado *versus* fallas del Estado. Esto se debe a que en general no se establece si el Estado debería limitarse a mejorar los mecanismos de distribución de la información y los de regulación, o si debería financiar directamente a los sectores, en cuyo caso también debería definirse cuáles serían los sectores privilegiados.

En este artículo se realiza una crítica constructiva de estos modelos, basada en un enfoque distinto que destaca el papel de las instituciones y de la incertidumbre en los problemas de la financiación del desarrollo. El análisis, por lo tanto, plantea una visión más positiva del papel del Estado en este campo y establece una agenda de políticas que, teóricamente, podría orientar las de financiación y de desarrollo industrial en el mercado financiero.

El artículo se divide en cinco secciones. Tras esta introducción, la sección II analiza en forma crítica el enfoque convencional de los problemas inherentes a la financiación del desarrollo; la sección III presenta un enfoque alternativo con fundamentos keynesianos; en la sección IV se estudia la agenda de políticas que surge del enfoque presentado en la sección anterior, y en la sección V se sintetiza el tema y se presentan las conclusiones.

En los modelos de física, por ejemplo, los resultados siempre se proyectan en “condiciones normales de

□ Este artículo fue escrito cuando el autor era economista de la División de Desarrollo Económico de la CEPAL, pero sus ideas no representan necesariamente el punto de vista de la institución. El autor desea agradecer los comentarios de Antônio José Alves Jr. y Jaques Kerstenetzky a una versión preliminar de este texto y los excelentes comentarios de un evaluador anónimo de esta Revista. La responsabilidad por eventuales errores recae en el autor.

<sup>1</sup> Esta omisión es particularmente grave, debido a que una de las características fundamentales de las economías en desarrollo es el continuo nacimiento de nuevos sectores, la introducción de nuevas tecnologías y la creación de nuevos mercados. Estas situaciones son por definición de incertidumbre, porque no hay datos del pasado que puedan utilizarse fácilmente como orientación para el análisis del crédito o para determinar los precios de activos de largo plazo de las empresas.

temperatura y presión”. Suponiendo este “ambiente ideal” podemos caracterizar el proceso en su estado más puro y evaluar resultados que supuestamente difieren de los previstos en forma teórica.

El procedimiento es el mismo en la teoría económica: se crea un modelo del funcionamiento de los mercados y sus agentes en un ambiente considerado ideal. Como se lidia con sistemas sociales —y por lo tanto con instituciones humanas—, esta tarea es obviamente mucho más compleja, no sólo porque el objeto de análisis (la organización económica) puede tener diversas interpretaciones según la orientación teórica e ideológica del analista, sino también porque se modifica con el correr del tiempo.

Pese a su complejidad, la estilización del objeto en la teoría de intermediación financiera y financiación del desarrollo —como en otras áreas de la economía— es fundamental para establecer si el funcionamiento de determinados mercados y agentes es eficiente (en comparación con nuestro modelo ideal), detectar las fallas y “ruidos” que podrían afectar el buen funcionamiento de los mercados, y trazar políticas orientadas a remediar posibles fallas en el proceso de intermediación.

Una de las estilizaciones más convencionales de la intermediación financiera y de la problemática de la financiación del desarrollo está tomada del modelo neoclásico de mercado de capital y la llamada hipótesis de los mercados eficientes (Lewis, 1992). En el primer caso, el mercado está compuesto por dos agentes optimizadores: ahorristas e inversionistas. Los ahorristas —oferentes de ahorro— tienen preferencias intertemporales definidas y los inversionistas —demandantes de capital— realizan funciones de producción y tienen, por lo tanto, curvas de productividad marginal del capital precisas. El mercado de capital y las instituciones financieras se definen respectivamente como el *locus* y como los agentes a través de los cuales se realiza la intermediación del ahorro.

De acuerdo con este modelo, los ahorristas y los intermediarios financieros tienen, en condiciones ideales, toda la información y los instrumentos requeridos para definir sus carteras y no hay “escasez de fuentes de financiamiento de la inversión” propiamente dicha. La existencia de inversiones no financiadas se debe a que su rentabilidad es inferior a la exigida por los ahorristas en función de sus preferencias intertemporales.

Según la hipótesis de los mercados eficientes, los mercados de capital se consideran eficientes si reflejan total y correctamente toda la información en la determinación de los precios de los títulos financieros

(Malkiel, 1994, p. 739). En su forma más categórica, esta hipótesis supone que, a pesar de la posible volatilidad (de corto plazo) de los precios de los activos financieros, dichos precios varían a largo plazo de acuerdo con las variables económicas fundamentales de los agentes que los emiten (la tasa natural de interés de Wicksell).<sup>2</sup> Esta hipótesis, por lo tanto, simplemente complementa o refuerza la idea de que el ahorro se asigna de manera eficiente, según las preferencias intertemporales de los ahorristas, a las inversiones de mayor rentabilidad.

De este modo, en el modelo convencional se define al sistema financiero como un *locus* o intermediario pasivo, sin influencia en la determinación del volumen y la calidad de los fondos para financiar la inversión. Su eficiencia se relaciona simplemente con su capacidad de distribuir información entre los inversionistas productivos y los ahorristas, los “verdaderos actores” del mercado financiero. Vittas y Cho resumen ese punto de vista de la siguiente manera:

*En un mundo ideal en el que la información económica es completa y está disponible fácilmente, el sistema financiero es pasivo. Los inversionistas financian los proyectos que producen mayor rentabilidad y los gobiernos y las instituciones financieras no necesitan mejorar la distribución del crédito. No obstante, en el mundo real, la información es bastante imperfecta y costosa y la asignación del crédito resulta afectada por la distribución desigual de la información, los costos de supervisión y verificación y los que supone el incumplimiento o la aplicación de contratos. En estas condiciones, el crédito no necesariamente se distribuye de forma que asegure su mejor utilización (Vittas y Cho, 1997, p. 278).*

La aplicación del enfoque convencional al análisis de los problemas de financiación del desarrollo tiene como consecuencia la definición de dos únicas razones (“fallas” o “impurezas”) que justifican la instrumentación de políticas gubernamentales activas en el proceso de financiamiento:

- i) que los mercados sean incompletos (subdesarrollados) y por eso no puedan realizar con eficiencia la intermediación entre ahorristas e inversionistas, y

<sup>2</sup> Véase en Andersen (1983-1984) un análisis de la hipótesis de mercados eficientes.

- ii) que existan fallas de información significativas que impidan que los mercados puedan distribuir el ahorro de manera eficiente.

Como veremos a continuación, estos han sido los dos enfoques principales de la mayoría de los análisis convencionales de la financiación del desarrollo —por lo menos en las últimas tres décadas— que, haciendo hincapié en distintos aspectos, han servido de base para la formulación de políticas.

### 1. Mercados incompletos y represión financiera

Gurley y Shaw (1955) ya admitían la posibilidad de que la capacidad de financiación del crecimiento estuviera limitada por la inexistencia de mercados que pudieran conciliar los vencimientos de las unidades con superávit (ahorristas) y de las unidades deficitarias (inversionistas). De ser incompleto el mercado, la oferta de créditos sería inferior a la potencial y, por lo tanto, el nivel de acumulación sería relativamente bajo.

A nuestro juicio, esta línea de análisis del problema de la financiación del desarrollo sería muy interesante, si no hubiese sido criticada por considerársela un subproducto del enfoque convencional descrito. Ese subproducto, importantísimo por su influencia sobre las políticas financieras de los países en desarrollo (e incluso de algunos países desarrollados), corresponde a los llamados modelos de liberalización financiera, que surgen de los trabajos germinales de Shaw y McKinnon de 1973. Estos autores comparten la opinión de Gurley y Shaw (1955) de que el subdesarrollo financiero representa un serio obstáculo para el desarrollo. La diferencia entre ambos tipos de análisis es que los modelos de liberalización financiera vinculan el subdesarrollo financiero (mercados financieros incompletos) con la “represión financiera” prolongada en estas economías.<sup>3</sup> En otras palabras, el “subdesarrollo financiero” (que aquí se define como poca profundidad financiera) se debería exclusivamente a políticas equivocadas de represión de tasas de interés y de crédito selectivo.

Según el pensamiento de Shaw y McKinnon, la intervención del Estado en el mercado de capitales no está justificada por las fallas de intermediación debidas a mercados incompletos, sino que la propia intervención es el motivo por el cual los mercados continúan siendo incompletos. A partir de los trabajos de estos autores, la teoría del desarrollo económico pasó a considerar los temas señalados por Gurley y Shaw en el

decenio de 1950 —los problemas de subdesarrollo financiero y sus efectos negativos en el desarrollo, y el papel del Estado en la mitigación de tales efectos— como cuestiones secundarias, que se podían solucionar con relativa facilidad mediante la liberalización financiera.<sup>4</sup>

Los modelos del tipo Shaw-McKinnon sirvieron como justificación teórica de algunos intentos frustrados de liberalización financiera, que resultaron desastrosos y que en lugar del esperado aumento de la oferta de recursos para préstamos e inversión, causaron una mayor inestabilidad financiera, con frecuencia seguida por quiebras de bancos y empresas y recesión económica.<sup>5</sup>

Tal vez la lección más clara de estas experiencias sea que el problema de mercados incompletos en la financiación del desarrollo no se resuelve simplemente con la reducción del papel del Estado en los mercados de capital, la desregulación y la liberalización de las tasas de interés. De hecho, las instituciones y mercados a los que llamamos sistemas financieros son en general fruto de décadas de ensayo y error de agentes privados, unidos a estímulos de política y de regulación. En el caso de la financiación del desarrollo (y de la institucionalidad del mercado financiero) se observan experiencias y configuraciones institucionales bastante distintas, tanto en las economías desarrolladas como en las economías en desarrollo.<sup>6</sup> Más adelante retomaremos este tema, tal vez el más importante de este artículo.

### 2. Asimetrías de información y problemas de distribución

Autores como Stiglitz, que moderaron la hipótesis típica de los modelos walrasianos con respecto a la distribución perfecta de la información, pudieron mostrar que existían problemas de distribución de fondos de largo plazo —como los de racionamiento del crédito o inclusive de los fondos accionarios—, causados por fallas en la distribución de la información.

<sup>4</sup> Véanse, por ejemplo, Gertler (1988) y Gersovitz (1988).

<sup>5</sup> En Studart (1999) se presenta una bibliografía de textos que describen el fracaso de tentativas de liberalización financiera como medio de aumentar las fuentes de financiación del desarrollo. Entre esos trabajos, tal vez el más notorio sea el de Díaz-Alejandro (1985).

<sup>6</sup> Howells y Bain (1997, caps. 16-19) presentan una descripción de las diferencias fundamentales de la institucionalidad en los mercados financieros en el Reino Unido, Estados Unidos, Alemania, Francia e Italia. Para un análisis más detallado sobre los efectos de estas institucionalidades en los mecanismos de financiamiento de la inversión, véase Zysman (1983).

<sup>3</sup> Véase en Studart (1999) un análisis crítico de estos modelos.

Desde ese punto de vista, la asimetría de información puede introducir ineficiencias en los mercados financieros, las que pueden tener considerables efectos reales *cuantitativos* (Gertler, 1988, p. 560; cursivas del autor). En otras palabras, los prestadores (directos o intermediarios) tienen dificultades para discernir entre buenos proyectos (por ejemplo, proyectos de inversión rentables y con bajo riesgo de incumplimiento) y malos proyectos. Para evitar el riesgo de selección adversa y el riesgo moral, la solución racional del prestador es imponer tasas de interés inferiores a la tasa de equilibrio en el mercado de capital y racionar el crédito. Esto, además de crear un problema de distorsión distributiva,<sup>7</sup> conduce, como lo demostraron Stiglitz y Weiss (1981), a una oferta de crédito reducida.<sup>8</sup> Frente a tales fallas, el Estado tendría una importante función de fomento, brindando crédito a sectores racionados e indicando a intermediarios y ahorristas los sectores con buenas perspectivas.<sup>9</sup>

Este enfoque fue criticado en dos frentes: i) si el problema obedece a fallas de distribución de la información, una regulación más cuidadosa, con reglas de divulgación aceptadas internacionalmente, y los avan-

ces recientes en la producción y distribución de la información (como el surgimiento de empresas calificadoras privadas) tornarían innecesaria la intervención del Estado, y ii) si existen fallas del mercado, ¿qué garantías hay de que sean menores que las fallas del gobierno?<sup>10</sup>

Al contrario de los análisis basados en los modelos de Gurley y Shaw, en los que siguen el pensamiento de Stiglitz (1993), el problema del subdesarrollo financiero (el hecho de que los mercados financieros sean incompletos) es minimizado al examinar las dificultades de la financiación del desarrollo. Esto, porque para Stiglitz el problema es puramente macroeconómico (asimetría de información) e independiente de la estructura institucional (tamaño y organización de los mercados financieros) donde se realiza la intermediación financiera. Por otra parte, al ser un problema de mala distribución de la información, es igualmente aplicable a economías con crecimiento lento o acelerado, con cambios estructurales profundos o sin ellos. A nuestro juicio, estos dos aspectos son lagunas importantes para la comprensión de los problemas de la financiación del desarrollo.

### III

## Financiamiento de la inversión y estructuras de mercado: más allá del enfoque convencional

Keynes insistió en diversos pasajes de la Teoría General (Keynes, 1943), y en artículos posteriores, que la inversión era el factor determinante del ingreso y del ahorro; esto marcó un cambio en la dirección de la causalidad con respecto al enfoque convencional, lo que

es consecuencia lógica de su principio de demanda efectiva.<sup>11</sup> Este cambio indica a su vez una jerarquía de agentes dentro de los mecanismos de financiamiento de la formación de capital en las economías capitalistas:

<sup>7</sup> Un caso típico de "problema de los limones", tal como lo plantea Akerlof (1970).

<sup>8</sup> Este análisis se opone directamente a la teoría de la represión financiera: "Esto es importante, porque la crítica original a los límites máximos de la tasa de interés era que creaban un problema de racionamiento del crédito: el tope impedía que el precio del crédito aumentara hasta que la demanda de crédito equivaliera a la oferta. Se considera ahora que el crédito quedará racionado aun sin los topes impuestos por medidas oficiales" (Naciones Unidas, 1999, p. 153).

<sup>9</sup> Véase en Stiglitz y Uy (1996) una aplicación de este enfoque al análisis de la experiencia del sudeste asiático.

<sup>10</sup> Ese es el tono del siguiente comentario de Jamarillo-Vallejo (1994, p. 53) al texto de Stiglitz (1993) en la Reunión Anual del Banco Mundial, que refleja muchas de las críticas actuales a las instituciones financieras de desarrollo: *En su documento Stiglitz nos pide*

*que supongamos que los gobiernos de todo el mundo —especialmente de los países en desarrollo— son lo suficientemente sabios, justos y eficientes como para efectuar la clase de intervención 'perfecta' que él sugiere. Es como si el mundo subóptimo hubiera sido apenas descubierto y no hubiéramos aprendido por experiencia de las diferentes formas de intervención gubernamental que hemos presenciado en este siglo. Vittas y Cho también plantean este dilema en el mismo tono: En última instancia, sin embargo, las ventajas dependen de la motivación y eficiencia del gobierno involucrado. Los gobiernos no siempre 'hacen lo correcto'. La participación gubernamental en la asignación del crédito puede resultar, y con frecuencia resulta, en la captación de rentas por los prestatarios, la corrupción de los banqueros y funcionarios gubernamentales y la exclusión de otros proyectos que valen la pena (Vittas y Cho, 1997, p. 280).*

<sup>11</sup> Véase en Carvalho (1992, parte I) un análisis de los fundamentos de la teoría de Keynes en una interpretación poskeynesiana.



- i) al igual que para Wicksell, son los bancos —y no los ahorristas— los que desempeñan un papel fundamental en la determinación de la oferta agregada de fuentes de financiamiento de la inversión, y, por lo tanto, *en la transición entre una escala de actividad más baja y una más alta* (Keynes, 1937, p. 668);
- ii) el ahorro es un resultado del proceso de inversión, y no un requisito previo para la inversión;
- iii) la distribución del ahorro que se genera en el proceso de multiplicación del ingreso es importante para el manejo de los problemas derivados del creciente descalce de los vencimientos a lo largo del proceso de crecimiento económico, y
- iv) la preferencia por la liquidez de los bancos y poseedores de títulos, y no la preferencia intertemporal de los consumidores, es lo que determina el volumen y los plazos del financiamiento de la inversión.

Estas diferencias entre el enfoque de Keynes y el modelo convencional no son simplemente semánticas: el modelo keynesiano tiene una conceptualización propia, con dimensiones microeconómicas, macroeconómicas e institucionales del proceso de financiamiento de la inversión. A partir de esa conceptualización se puede examinar el papel del Estado, de los mercados y de las instituciones en la financiación del desarrollo, de una manera que no es la convencional. Este es el tema que se abordará a continuación.

### 1. El descalce de los vencimientos y el racionamiento del crédito en el contexto del desarrollo

Gran parte de las necesidades de financiación del desarrollo se vincula con el financiamiento de largo plazo. Las inversiones productivas van en general a activos fijos con largos plazos de maduración. Al financiar la adquisición de un activo de largo plazo, tanto los bancos comerciales como los inversionistas productivos estarán expuestos a los riesgos inherentes al descalce de los vencimientos. Si los bancos otorgan préstamos a largo plazo (y, como suele ocurrir, captan recursos a plazos menores), además de exponerse a un evidente riesgo de incumplimiento, corren también riesgos en materia de liquidez y de tasas de interés. Si financian a corto plazo, serán los inversionistas productivos quienes estarán sujetos a continuas prórrogas de sus créditos de corto plazo y, por ende, al riesgo de alzas de las tasas de interés (lo que a su vez amplía el riesgo de incumplimiento con el banco).

Los banqueros, como cualquier otro agente, tienen preferencia por la liquidez —cuya definición es distinta a la que se aplica en el caso de los inversionistas financieros. Podemos expresar la preferencia de los bancos por la liquidez mediante el siguiente razonamiento. Dado el acervo de reservas de los bancos comerciales, la creación de depósitos representa una reducción —aunque temporal— de la relación entre las reservas y activos de alta liquidez, y los depósitos a la vista. Esta relación, a la que en adelante se hará referencia como  $\alpha$ , constituye una variable sustitutiva del aumento de la brecha de vencimientos entre activos y pasivos bancarios. La reducción de  $\alpha$  amplía la vulnerabilidad financiera de los bancos.

Dicha vulnerabilidad aumenta a medida que disminuyen el tamaño y la profundidad de los mercados interbancarios y de títulos. Por ejemplo, al no existir un mercado interbancario amplio o un mercado para títulos afianzados en préstamos convertidos en valores (securitización secundaria), la liquidez de los préstamos en cartera de los bancos es nula. Esto hace que los redescuentos del Banco Central sean fundamentales para evitar los problemas de liquidez en los bancos. Pero como esos redescuentos tienen carácter punitivo (ya sea porque su tasa de descuento es superior a la de mercado o porque suponen la pérdida de confianza del público en la solidez del banco que los solicita), las instituciones bancarias sólo recurren a ellos en última instancia.

De ese modo, dados la estructura de los mercados financieros y el acceso de los bancos a fuentes de liquidez, la preferencia de estas instituciones por la liquidez se vincula directamente con la percepción de riesgos adicionales (en materia de incumplimiento, de liquidez y de tasas de interés) a medida que aumentan los depósitos.

Cabe señalar que en los períodos de crecimiento basados en la inversión los riesgos percibidos de incumplimiento y liquidez tienden a aumentar simultáneamente: mientras la cartera de solicitantes de recursos de los bancos tiende a ampliarse (lo que supone la incorporación de nuevos clientes, con riesgo percibido mayor), la relación entre activos líquidos totales y préstamos disminuye.<sup>12</sup> Como estos préstamos se financian mediante la expansión de depósitos a corto plazo, los descalces entre los vencimientos de activos y pasivos bancarios aumentan.

<sup>12</sup> Obviamente, se podría suponer que los bancos amplían sus préstamos sólo a clientes ya existentes, pero esa sería por cierto una situación límite.

A medida que se amplía la percepción de los riesgos totales, los bancos tienden a volverse más conservadores con respecto a un determinado nivel de expectativas y comienzan a ser más selectivos al otorgar créditos, buscando mayores garantías y más margen en sus operaciones. Así, a lo largo del proceso de desarrollo se tiende a racionar la demanda creciente de crédito —que en un contexto de crecimiento económico generalmente es superior a la demanda agregada— para un nivel dado de expectativas.<sup>13</sup>

Por lo tanto, en economías en crecimiento donde la financiación se basa en el crédito bancario, el racionamiento del crédito no se debe solamente a la asimetría de la información, sino que hay también otros tres posibles motivos:<sup>14</sup>

- i) los niveles de financiación bancaria alcanzan los límites máximos aceptados por los bancos (dado su nivel de expectativas) a medida que ellos responden a la demanda de crédito cada vez mayor;
- ii) los bancos no disponen de los datos necesarios para el analizar el crédito, como en el caso de clientes nuevos;
- iii) los datos no existen o no sirven para evaluar con precisión los riesgos de los clientes potenciales. En este último caso, por ejemplo, se tiende a discriminar a las empresas innovadoras —las que introducen nuevos productos y formas de producción o se insertan en nuevos mercados internos y externos— y a las pequeñas y medianas empresas (Dosi, 1990).

De este modo, en un contexto de crecimiento, el crédito se raciona principalmente por una selección más cuidadosa de los crecientes riesgos percibidos. Este racionamiento tiende a favorecer a las empresas consolidadas y con garantías reales de más valor, y a la vez puede significar la exclusión de empresas nuevas o pequeñas y de proyectos de inversión con rentabilidades inciertas o a muy largo plazo.

<sup>13</sup> Véase una formalización de esta hipótesis en Sobreira y Studart (1997). Vale la pena recordar que, en general, como lo demuestra Minsky (1982), el nivel de expectativas de los bancos tiende a modificarse positivamente en momentos de crecimiento, lo que genera la posibilidad de auges de crédito.

<sup>14</sup> El racionamiento del crédito causado por problemas de distribución de la información (información asimétrica) afecta al proceso de financiación —ya sea de la producción o de la acumulación— de cualquier tipo de actividad productiva. Esto ocurre, porque se trata de un problema microeconómico: los mercados pueden asignar los recursos en forma excelente, pero para hacerlo deben contar con la información necesaria para evaluar el riesgo y, por lo tanto, la rentabilidad esperada.

## 2. La funcionalidad de los mercados de capital, de los especuladores y de los inversionistas (individuales e institucionales)

Hemos visto que, al no existir títulos de largo plazo (colocados por las empresas en mercados especializados o vendidos por “bancos universales”), el financiamiento de la inversión supone el aumento de la vulnerabilidad financiera de los inversionistas o intermediarios financieros, definida en este trabajo como la diferencia entre el plazo medio de sus activos y el de sus pasivos. Cuanto menos desarrollados sean los mercados o la demanda de activos de más largo plazo, mayor será el problema de desajuste de activos y más difícil que los agentes privados asuman el financiamiento de la inversión.

Los mercados de valores de largo plazo brindan a los colocadores individuales la liquidez requerida (por medio de negociaciones en mercados secundarios), volviendo atractivos títulos que, para la comunidad como un todo, son por definición ilíquidos.<sup>15</sup> Tales mercados de valores constituyen, por lo tanto, los principales mecanismos de mercado con los cuales el inversionista productivo y los “bancos universales” pueden alargar el plazo de sus pasivos, disminuyendo así el descalce de activos. Este proceso de reestructuración de pasivos, ya sea por alargamiento de plazos o conversión de deuda, es lo que Keynes llamó *funding*.

La funcionalidad de los mercados de capital para el crecimiento económico está vinculada en gran medida al tamaño y el desarrollo de los mercados primarios, en los que se emiten los activos y donde, en consecuencia, los capitalistas pueden obtener financiación. A su vez, el tamaño de los mercados primarios depende del grado de organización y del volumen de transacciones en los mercados secundarios, ya que estos ofrecen al emisor la posibilidad de colocar títulos con costos menores y al inversionista financiero la liquidez que atenúa el riesgo de pérdidas de capital. Un volumen considerable de negociaciones diarias es fundamental para la liquidez de los mercados secundarios, que a su vez requiere la participación dinámica de inversionistas de corto plazo (especuladores).

Aunque la existencia de especuladores es esencial para el mercado, los inversionistas individuales

<sup>15</sup> En otras palabras, si todos los portadores de determinado título financiero decidieran venderlo simultáneamente, su precio tendería rápidamente a cero.

e institucionales de largo plazo son el “ancla” que evita la excesiva volatilidad. Un mercado en el que predomina la actividad especulativa de corto plazo tiende a

inhibir la actuación de los inversionistas institucionales, sobre todo los más aversos al riesgo de capital, como los fondos de pensiones y las aseguradoras.<sup>16</sup>

## IV

### Los problemas de la financiación del desarrollo

En el contexto del desarrollo, la existencia de mercados e instituciones apropiadas y de un aparato regulador y de supervisión de mercados permite, pero no garantiza, el acceso de los inversionistas al financiamiento de largo plazo.<sup>17</sup> Dicho acceso es fundamental para un crecimiento financieramente sólido.

Además de considerar la necesidad de un aparato regulador y jurídico adecuado, el análisis de los problemas de la financiación del desarrollo debe tener en cuenta por lo menos dos aspectos: el subdesarrollo institucional (incluidos mercados financieros, inversionistas institucionales<sup>18</sup> e instituciones auxiliares de la intermediación financiera) y los problemas de información (asimetría de la información e incertidumbre). A continuación se analizan estos dos aspectos, que servirán de base para la presentación de una agenda de políticas en el apartado siguiente.

#### 1. El peso de la institucionalidad y de la historia

El modelo de reestructuración de pasivos (*funding*) a través de los mercados de capital exige una institucionalidad compleja. Además de una estructura jurídica y reguladora que garantice los derechos y reduzca las posibilidades de fraude, esos mercados están constituidos por agentes con diversas preferencias de colocación y por oferentes (empresas y gobierno): los inversionistas institucionales —entre ellos los fondos de pensiones— generalmente se inclinan por los títulos de más largo plazo, mientras que los especuladores compran y venden a plazos menores.

El desarrollo de esta institucionalidad no es un resultado elemental de las fuerzas del mercado. Uno de los grandes problemas del desarrollo de los mercados de capital es el de los costos de mantenimiento, que dependen en gran medida de su escala inicial. Para que la escala sea significativa, el número y el tamaño de las empresas emisoras, el valor de los recursos que han de captarse y el número de demandantes de títulos de largo plazo son elementos fundamentales. El desarrollo del mercado de capital estadounidense a fines del siglo XIX se cimentó básicamente en gigantescos proyectos ferroviarios que supuso la expansión hacia el interior del país. Además de que las emisoras iniciales eran grandes empresas, la distribución del ingreso en la economía de los Estados Unidos del siglo XIX era mejor que la de la mayoría de las economías en desarrollo contemporáneas. Esto, unido al crecimiento relativamente acelerado de la economía estadounidense, llevó a un aumento considerable y sostenido de la demanda de activos emitidos en el mercado de capital. También dio pie a un aumento del número de inversionistas institucionales, los que tienden a concentrar ahorros e invertirlos en activos compatibles con sus pasivos contingentes, es decir, a plazos más largos.<sup>19</sup>

La escala, tanto de la oferta como de la demanda de activos de largo plazo, parece esencial. Es por este motivo que, más que una norma, los mercados desarrollados de negociación de títulos constituyen una excepción histórica. La mayoría de las economías desarrolladas —con excepción de Estados Unidos y el Reino Unido— y las economías en desarrollo poseen

<sup>16</sup> No es, por lo tanto, casual que el crecimiento del mercado de capital estadounidense tenga lugar con expansión simultánea de la apertura de capitales de las empresas y el crecimiento de los inversionistas institucionales. Este tema se retoma más adelante.

<sup>17</sup> Esta sección fue enriquecida merced a la lectura de Acevedo (2000).

<sup>18</sup> Véase en Studart (1999) un análisis del papel de los inversionistas institucionales en la provisión de fondos de largo plazo.

<sup>19</sup> Este no es el espacio adecuado para un examen más profundo del papel del desarrollo ferroviario en el crecimiento del mercado de capital estadounidense. El lector puede remitirse a Schumpeter (1939), especialmente el capítulo VII, para profundizar en el tema. Véase también en Pollard (1964) un análisis del caso inglés.



mecanismos diferentes de reestructuración de pasivos.<sup>20</sup> El proceso alemán, dominado por “bancos universales” privados, es un ejemplo interesante que se cita con frecuencia.

El modelo alemán se caracteriza por la concentración en dos sentidos: i) en el tipo de instituciones financieras, ya que predomina la figura de los bancos universales, en tanto que la actividad de las instituciones especializadas (bancarias o no bancarias) es poco significativa, y ii) en el gran tamaño de las instituciones bancarias. Otra característica estructural del sistema de crédito privado es la debilidad del mercado de capital como fuente de financiamiento de las empresas, inclusive las de gran tamaño, que teóricamente tendrían fácil acceso a recursos directos. La concentración del ahorro financiero en las instituciones bancarias las convierte en las principales compradoras potenciales de títulos y acciones. Esto tiende a reducir la demanda de esos documentos que compiten directamente con el negocio bancario por excelencia: la concesión de préstamos. Así, en el modelo alemán predomina la financiación indirecta, intermediada por bancos que captan ahorros en forma de depósitos y los aplican en forma de préstamos.

La regulación también desempeñó un papel importante en la formación de este tipo de sistema financiero, aunque en sentido opuesto al de las experiencias estadounidense e inglesa. En el caso alemán, por razones culturales e históricas, la regulación de la actividad financiera siempre tuvo como objetivo propiciar las condiciones de financiamiento adecuadas para el rápido crecimiento económico o incluso la reconstrucción en los períodos de posguerra (Zysman, 1983, pp. 251-265). En esas circunstancias, nunca se prohibió la actividad de las instituciones bancarias en área alguna; por el contrario, inclusive en el sector no financiero, era —y todavía es— explícitamente permitida por las autoridades locales. Esa normativa explica en gran parte la tendencia del sistema financiero

alemán a la concentración (en los dos sentidos anteriormente mencionados) y a la conglomeración o formación de grandes corporaciones lideradas por bancos universales, que operan en diversos sectores de la economía.

La mención de estructuras financieras específicas sirve para reforzar la idea de que hay distintos modelos institucionales en el financiamiento de la acumulación y de que no hay motivos para pensar que uno sea más eficiente que otro. Zysman (1983), por ejemplo, señala que sistemas tan distintos como el estadounidense —basado en mercados de capital— y el alemán —basado en el crédito— fueron igualmente funcionales para el desarrollo de sus economías en la posguerra.

Podemos concluir que, independientemente de la institucionalidad del proceso de financiamiento, la existencia de tales mecanismos de reestructuración de pasivos puede ser fundamental para mantener las condiciones de endeudamiento de las empresas inversoras y delimitar su vulnerabilidad financiera ante posibles cambios de las tasas de interés de corto plazo. En caso contrario, el crecimiento puede verse restringido por falta de mecanismos de financiación más apropiados o por un aumento considerable de la fragilidad financiera de los inversionistas productivos y de los bancos que los financian.

## 2. Subdesarrollo institucional: mercados, bancos universales e inversionistas institucionales

Para que haya mecanismos de financiamiento líquido de corto plazo (*finance*) se requiere simplemente la existencia de instituciones bancarias con capacidad de emitir medios de pago. No obstante, ya vimos que la financiación del desarrollo basada en el crédito bancario tiende a generar fragilidad financiera y racionamiento del crédito, factores que amagan la continuidad del crecimiento; en el primer caso, porque los procesos de inestabilidad financiera tienden a deprimir la economía<sup>21</sup> y, en el segundo, porque el crecimiento puede verse limitado por falta de mecanismos de financiamiento de la inversión. Una economía sin sistemas adecuados de reestructuración de pasivos (*funding*) es una economía con poco margen financiero para el desarrollo económico.

Tal vez el problema más complejo de la financiación del desarrollo guarde relación con dichos sistemas,

<sup>20</sup> Si tomamos el modelo estadounidense (antes del proceso de desregulación del decenio de 1990), los bancos comerciales son generalmente los agentes principales en la provisión de liquidez para iniciar proyectos de inversión. Los bancos de inversión, por su parte, desempeñan un papel auxiliar en este proceso: avalan préstamos a empresas inversoras, reaseguran (*underwrite*) la colocación de los títulos correspondientes cuando las condiciones en los mercados organizados son favorables, y mantienen en cartera títulos (acciones y obligaciones) de las empresas financiadas. Obsérvese que desde el punto de vista macroeconómico, el ahorro adicional generado por el proceso multiplicador aumenta la liquidez de los mercados organizados, lo que a su vez determina las condiciones de mercado para la colocación de estos títulos.

<sup>21</sup> Véase, por ejemplo, Minsky (1982).

cuyo avance institucional supone —además de un adecuado aparato regulador y de supervisión— por lo menos cuatro elementos interrelacionados.

En el caso de los sistemas basados en mercados de capital, dichos elementos son:<sup>22</sup>

- i) el tamaño y la profundidad de los mercados de títulos de largo plazo de las empresas, y
- ii) el tamaño y perfil de colocación de los inversionistas institucionales.

En el caso de los sistemas de bancos universales, los elementos son:

- iii) el perfil de colocación de los inversionistas financieros (familias e inversionistas institucionales) en activos de estos bancos, y
- iv) el perfil y potencial papel de los bancos en el financiamiento de largo plazo.

La existencia de inversionistas institucionales no sólo facilita el surgimiento de mercados de capital robustos, sino que también los estimula a elevar su profundidad y eficiencia, como plantea Vittas:

*La experiencia de los países angloamericanos sugiere la existencia de grandes beneficios potenciales del proceso interactivo entre inversionistas institucionales y mercados de valores. Los inversionistas institucionales pueden actuar como contrapeso de la posición dominante de los bancos comerciales y de ese modo promover la competencia y la eficiencia de los sistemas financieros. Pueden estimular la innovación financiera, modernizar los mercados de capital, realzar la transparencia y la difusión de la información, y fortalecer la gestión de las empresas (Vittas, 1998, p. 6).*

No obstante, el aumento del número y la importancia de los inversionistas institucionales en el sistema financiero no debe considerarse como la panacea para el desarrollo de mecanismos privados de financiación a largo plazo. La expansión de los inversionistas institucionales (por ejemplo, los fondos de pensiones) no induce por sí sola a un incremento de la oferta de créditos para el financiamiento de la inver-

sión. Ese incremento continúa ligado especialmente al ingreso y la capacidad de ahorro de familias y empresas.

Por otra parte, el crecimiento y desarrollo de los inversionistas institucionales facilita la conciliación de los instrumentos financieros con los plazos normalmente requeridos en el proceso de inversión productiva, porque tales instituciones —entre ellas los fondos de pensiones, fondos mutuos y aseguradoras— poseen pasivos contingentes de largo plazo, lo que les permite invertir en instrumentos de largo plazo, como acciones y bonos.

De este modo, la existencia de mercados organizados de títulos de largo plazo (como los mercados de capital) y de inversionistas institucionales con preferencia por colocaciones de largo plazo podría atenuar el problema del desajuste de plazos de los activos. Después de realizar la inversión, las empresas inversoras podrían tener acceso a la colocación de títulos con vencimientos más compatibles con los de sus inversiones, y así amortizar los créditos de corto plazo obtenidos de los bancos comerciales.

Es por esta razón que en la mayoría de las economías con mercados de capital pequeños el financiamiento de la inversión se realiza por medio de instituciones bancarias universales capaces de captar recursos de largo plazo (como los bancos universales alemanes), o de bancos públicos que recurren a la reestructuración de pasivos con recursos fiscales o para-fiscales (como en la mayoría de las economías en desarrollo). Estas son formas optativas de evitar los problemas de descalce de vencimientos, que pueden restringir la expansión de la financiación de largo plazo del crecimiento económico.

El desarrollo de un mercado de títulos bancarios de largo plazo tropieza con algunos problemas semejantes a los de un mercado de títulos de empresas, entre ellos los de escala. Alemania, por ejemplo, exhibe en el período de posguerra un considerable incremento de la demanda de activos bancarios de largo plazo, como resultado de:

- i) la concentración de inversiones en el proceso de reconstrucción y equipamiento industrial;
- ii) la particular actuación de los bancos universales en el financiamiento directo del proceso de acumulación;
- iii) el crecimiento económico ligado a una distribución del ingreso bastante equitativa;
- iv) la preferencia de los ahorristas alemanes por activos emitidos por bancos universales, dado el tamaño inicial ínfimo de los mercados de capital.

<sup>22</sup> En el debate contemporáneo se concede una importancia excesiva a la regulación y supervisión de los mercados financieros como forma de promover el desarrollo de mecanismos de financiación del desarrollo. Evidentemente, la existencia de una regulación precisa y una supervisión atenta es indispensable para el funcionamiento de cualquier mercado, pero, por las razones ya descritas, no resuelve por sí sola los problemas de la financiación del desarrollo.

CUADRO 1

**Problemas de información en el crecimiento con reformas estructurales**

	Tipo I	Tipo II
Tipos de demanda de financiamiento	Empresas y sectores establecidos, con inversión marginal y garantías reales relativamente altas.	Creación de nuevas empresas o sectores; ingreso en sectores con barreras de entrada determinadas por los costos de aprendizaje y las economías de escala, o entrada en nuevos mercados; garantías reales relativamente bajas.
Problemas de información	Problemas de distribución de la información (asimetría de la información, entre otros).	La información sobre el pasado no permite realizar proyecciones adecuadas de la rentabilidad futura de las empresas inversoras.
Fallas posibles de la intermediación	Problemas de seguimiento, selección y préstamos; mercados incompletos o inexistentes; competencia imperfecta. Racionamiento del crédito causado por el aumento acelerado de la vulnerabilidad financiera de los bancos comerciales.	Imposibilidad de evaluar el riesgo, lo que conduce a la inexistencia de fuentes privadas de financiamiento.

Fuente: Elaboración propia.

Gracias al aumento de la demanda de títulos bancarios, seguros e instrumentos de ahorro a largo plazo, los bancos universales tuvieron la posibilidad de captar recursos con distintos plazos de vencimiento, desde depósitos a la vista hasta depósitos de más largo plazo. Por lo tanto, la administración de los desajustes de vencimientos se lleva a cabo dentro de la propia estructura patrimonial de estas instituciones.

Contar con instituciones apropiadas para financiar la acumulación —mediante el financiamiento líquido de corto plazo y la reestructuración de pasivos— parece ser requisito fundamental para alcanzar un desarrollo económico sólido desde el punto de vista financiero. Sin embargo, aunque supusiéramos la existencia de mercados plenamente desarrollados o de instituciones bancarias con las características de los bancos universales alemanes, todavía se observarían problemas generados por fallas de la información e incertidumbre en el proceso de intermediación financiera a través de la reestructuración de pasivos. Una vez que analicemos los aspectos vinculados a la información podremos finalizar nuestro análisis de los problemas de la financiación del desarrollo.

### 3. Fallas de la información e incertidumbre

El desarrollo se caracteriza en general por una combinación de crecimiento y reforma estructural, que con frecuencia supone la introducción de una nueva tecnología u organización de la producción por empresas innovadoras, o la inserción en un sector en el que los

costos de aprendizaje y las economías de escala pueden constituir barreras al ingreso (Dosi, 1990). En estas situaciones, el grado de incertidumbre sobre el futuro y por lo tanto el riesgo de la inversión son elevados, pero se reducen a medida que las industrias incipientes maduran.<sup>23</sup>

La consecuencia lógica del enunciado anterior es que los problemas de información aumentan considerablemente en las economías que se encuentran en una etapa de crecimiento y de cambio estructural. Si nuestra hipótesis es válida, el problema del financiamiento en las economías en desarrollo no se limita a la distribución o falla de información sobre diversos proyectos con rentabilidad conocida, sino a la incertidumbre sobre el propio éxito de la introducción de un nuevo patrón productivo o la búsqueda de nuevos mercados, y sus consecuencias para el sector y la macroeconomía.

Esto se refleja en el cuadro 1, que distingue dos tipos de incertidumbre: la de tipo I es reducible al riesgo, mientras que la de tipo II no lo es. Las empresas y sectores establecidos, con antecedentes de desempeño generalmente registrados en balances periódicos, con inversiones marginales y garantías reales relativamente altas, constituirán riesgos de tipo I. Por su parte, las empresas nuevas, que carecen de antecedentes de desempeño y en general tienen garantías poco significativas

<sup>23</sup> Véase en Moreira (1995, caps. 1-4) un análisis moderno del concepto de industria incipiente y su uso para justificar la aplicación de políticas de promoción industrial en el proceso de desarrollo.

en relación con los riesgos asumidos, representarán riesgos del tipo II.

Haya o no una estructura privada de financiación, los problemas de información del tipo II impiden el análisis del riesgo y, por lo tanto, la intermediación privada de recursos para determinadas empresas. Esto no puede considerarse una falla de mercado: la propia hipótesis de mercados eficientes se basa en la idea de que las instituciones y los mercados financieros privados son eficientes en la recolección, el procesamiento y la distribución de información. Obviamente estos mercados e instituciones —inclusive en un ambiente de plena competencia— no actúan como proveedores de financiamiento en condiciones de incertidumbre no reducibles al riesgo.

Según la definición anterior de desarrollo económico (como un proceso de crecimiento asociado a cambios estructurales), y si fuesen correctas nuestras conclusiones sobre los efectos de la incertidumbre no reducible al riesgo en el proceso de financiación, el papel del Estado en la financiación del desarrollo es mucho más significativo que el señalado en el modelo convencional. No es una coincidencia que en los países en desarrollo las instituciones públicas de fomento surjan principalmente como instrumentos para aplicar estrategias de desarrollo y sólo en forma secundaria como respuesta a las fallas de información de los mercados. El papel de estas instituciones no se limita a la intermediación entre ahorristas, otros intermediarios financieros e inversionistas. Esto es lo que se analizará a continuación.

#### 4. La normativa y el papel de los bancos de desarrollo

¿Cuál es el elemento común a los modelos convencionales en lo que respecta al papel del Estado en la financiación del desarrollo? A nuestro juicio, es la concepción de que el Estado es un agente externo al financiamiento del proceso de acumulación capitalista. Mientras que para algunos modelos la intervención estatal desvirtúa los precios relativos, reduciendo la eficiencia en la utilización de los recursos, en otros la intervención surge como un recurso de última instancia frente a fallas incorregibles del mercado.

En el enfoque adoptado en este trabajo, el Estado puede desempeñar un papel de mayor importancia en la promoción de fuentes más sólidas de financiamiento del desarrollo, puesto que:

i) las políticas de construcción institucional pueden (y deben) atenuar los problemas de mercados in-

completos, facilitando la creación de mecanismos de financiamiento líquido de corto plazo o de reestructuración de pasivos con recursos privados. Estas políticas van desde la instrumentación de una normativa y mecanismos de supervisión adecuados hasta el otorgamiento de incentivos a la creación de mercados de títulos de largo plazo.<sup>24</sup> Como los inversionistas institucionales son básicos para la consolidación de tales mercados, dichas políticas también deben ofrecer incentivos (normativos y otros) que aumenten el atractivo de estos títulos;

ii) las políticas de financiamiento directo pueden ayudar a construir el camino para el desarrollo y al establecimiento de lo que Stiglitz y Uy (1996) llamaron una “visión”, creando nueva información y posibilitando que los agentes se organicen y planifiquen su futuro a partir de comportamientos optimizadores. Según Aoki, Murdock y Okuno-Fujiwara (1997) esta es una función de potenciamiento de mercados (*market-enhancement*).

Estas dos líneas normativas son complementarias. Un Estado desarrollista debe orientar sus políticas esencialmente a la instrumentación de un proyecto de desarrollo y a la consolidación de determinados sectores dentro de este proyecto.<sup>25</sup> Las políticas públicas de financiación del desarrollo (y sus instrumentos, los bancos de desarrollo) surgen, por lo tanto, como herramientas para llevar a cabo estrategias de desarrollo, dirigir fondos de largo plazo a sectores estratégicos y crear oportunidades de inversión, no sólo dentro de los sectores elegidos, sino también en aquellos con los cuales dichos sectores tienen eslabonamientos hacia adelante y hacia atrás.

<sup>24</sup> Un ejemplo de esto fue el desarrollo de los mercados de activos hipotecarios que constituyen la base del sistema actual de financiación inmobiliaria estadounidense. Como expresa Feeney (1995, cap. 5): *El mercado estadounidense de securitización ha sido influenciado en gran medida por varias instituciones gubernamentales y cuasi gubernamentales, que posibilitaron la creación de un mercado secundario líquido de hipotecas ... La hipoteca moderna de viviendas en Estados Unidos y el propio mercado de hipotecas securitizadas son en principio el resultado de la Ley Nacional de Vivienda de 1934. Esta ley creó la Administración Federal de Vivienda como un mecanismo para atraer el capital privado al mercado inmobiliario.* El capítulo indicado de Feeney presenta un interesante análisis del papel de las instituciones públicas en el desarrollo de este mercado, que actualmente es el mayor mercado interno de títulos privados del mundo.

<sup>25</sup> Esta parece ser crecientemente la conclusión a la que llegan autores tan variados como Amsden y Euh (1990), Banco Mundial (1994) y Stiglitz y Uy (1996) con respecto al éxito del modelo del sudeste asiático.

CUADRO 2

**Una clasificación de políticas públicas orientadas a la  
financiación del desarrollo**

Información	Información completa	Información asimétrica	Información inexistente
Mercados			
<i>Intervención requerida</i>			
Mercados completos	La intervención es innecesaria	Políticas de mejora de la distribución de la información (MI)	MI + políticas de potenciamiento de mercados (PM)
Mercados incompletos	Políticas de desarrollo institucional de mercados, que incluyen incentivos a inversionistas institucionales para que inviertan en activos privados de largo plazo (DM)	DM + MI	DM + PM
Mercados inexistentes	DM	DM + MI Políticas de crédito selectivo (CS)	CS

*Fuente:* Elaboración propia.

Por consiguiente, los bancos de desarrollo no son simples intermediarios entre ahorristas, otros intermediarios financieros e inversionistas, sino que posibilitan la creación de mercados y producen la información requerida. Una vez estandarizados sus instrumentos, con rentabilidad y calidad conocidas, estos pueden negociarse en mercados de crédito y títulos privados.<sup>26</sup> Es decir, una vez creados esos mercados y garantizada la rentabilidad de los instrumentos generados, el atractivo de sus títulos para el mercado privado de capital abre posibilidades de reprogramación o conversión de deuda con independencia de los fondos públicos. Estos últimos deben ser tratados como bienes escasos, en virtud de la demanda de gasto social inherente al proceso de desarrollo.

A su vez, las reglas de intervención del Estado en el proceso de financiación del desarrollo deben clasificarse según cuán completos sean los mercados y la información correspondientes a los sectores que han de financiarse. En el cuadro 2 se presenta el resultado de un ejercicio simple de clasificación de las políticas.

<sup>26</sup> El caso sudcoreano es un buen ejemplo para el análisis del papel de las instituciones financieras de desarrollo, no porque se reconozca al Estado un papel importante en la financiación, sino por las características del sorprendente desarrollo económico de la República de Corea, que supone considerables incertidumbres y riesgos vinculados a la financiación de largo plazo. Véase en UNCTAD (1996, parte 2, caps. 1 y 2) un análisis breve y preciso de la estrategia de desarrollo reciente de dicho país (y de otras economías asiáticas de rápido crecimiento).

El cuadro procura clasificar las decisiones de intervención estatal y el tipo de política requerido frente a los problemas de información incompleta y de mercados incompletos. En el caso de sectores y empresas que tienen acceso a mercados financieros y disponen de toda la información que necesitan, no se requiere intervención estatal. Es lo que sucede con las grandes empresas registradas en mercados organizados de títulos, que, además de acceder a estos mercados, publican periódicamente balances auditados.

A partir de ese ejemplo, hacia la derecha del cuadro —es decir, en las columnas “Información asimétrica” e “Información inexistente”— aumenta la necesidad de intervención gubernamental. En el caso de las empresas establecidas que tienen la posibilidad de publicar balances y cuyas perspectivas futuras pueden ser evaluadas fácilmente por el mercado, para encarar la asimetría de la información se requiere una política que incentive la difusión de la información, más que una política permanente de crédito selectivo. Por un lado, los bancos de datos sobre riesgos crediticios (disponibles para las instituciones financieras privadas) podrían reducir los problemas de asimetría en este contexto. Por otro, las instituciones públicas de financiación podrían condicionar la aprobación de líneas de crédito a la captación de recursos por parte de estas empresas en mercados de acciones o títulos de largo plazo, lo que tendería a acentuar la transparencia de la empresa emisora hacia el mercado financiero. A esta estrategia la hemos llamado política de mejora de la distribución de la información (MI).



Cuando no existe la información necesaria para que el mercado pueda analizar el riesgo (incertidumbre), cabe distinguir entre dos posibles categorías de empresas. La primera incluye a las empresas establecidas que, por ser pequeñas, normalmente carecen de registros contables precisos y tienen bajas garantías reales. En este caso, para ampliar el acceso a la financiación privada es necesario fomentar la práctica convencional de contabilidad empresarial (una política de MI), además de crear fondos de garantía que pueden ser administrados por los bancos de desarrollo.

En la segunda categoría se encuentran las empresas cuyos antecedentes no pueden utilizarse como orientación para evaluar su rentabilidad futura —dado el perfil de su inversión— y cuyas garantías reales son relativamente bajas. En esta categoría están las empresas que utilizan tecnología avanzada, o aquellas que están entrando en mercados con poco desarrollo en el país (por ejemplo, un producto nuevo sin sustitutos en

el mercado). En este caso, por más desarrollados que estén los mercados financieros, no les es posible evaluar los riesgos ni, por lo tanto, intermediar recursos (ya sea a través de préstamos o colocación de títulos y acciones) para estas inversiones. El financiamiento directo puede ser una alternativa válida, por lo menos hasta que la empresa se haya establecido y exista la información requerida para el análisis de riesgo. También se podrían aplicar algunas medidas de captación de recursos privados, como la creación de fondos de garantía y sistemas de riesgo compartido. A políticas de este tipo podríamos llamarlas de potenciamiento de mercados.

Mientras menor sea el grado de organización de los mercados y más incompleta la información, mayor será la necesidad de que el Estado intervenga en la financiación del desarrollo. Teóricamente, como se desprende del cuadro 2, las microempresas y las pequeñas y medianas empresas deberían tener alta prioridad al aplicarse una política de crédito selectivo.

## V

### Conclusión

Si aplicamos el enfoque keynesiano, son dos los problemas en la financiación del desarrollo:

i) A falta de una institucionalidad apropiada de financiamiento líquido de corto plazo (*finance*) y de reestructuración de pasivos (*funding*), como los bancos universales del caso alemán o los mercados de activos de largo plazo, el incremento del riesgo crediticio y la exposición de los agentes privados por el aumento de los gastos más allá de lo previsto puede generar racionamiento del crédito bancario y acentuar peligrosamente la vulnerabilidad financiera de los agentes involucrados en el proceso de financiación de largo plazo (bancos e inversionistas productivos). El subdesarrollo institucional puede, por lo tanto, llevar a un crecimiento poco sólido desde el punto de vista financiero y desembocar en crisis financieras.

ii) Los problemas de información en el financiamiento del desarrollo van más allá de las dificultades convencionales de mala distribución de la información (asimetría). Los sectores “emergentes” e innovadores, así como las pequeñas y medianas empresas en general, tienen dificultades para acceder al crédito, ya que la información transmitida es poco confiable para el análisis del riesgo, sus garantías reales son pequeñas o inexistentes y sus relaciones de clientela con institu-

ciones financieras privadas —de haberlas— están poco desarrolladas.

Las políticas públicas de financiamiento pueden consolidar sectores productivos, aumentando el atractivo de sus futuras emisiones de activos en mercados privados. Es decir, a medida que se consolidan esos sectores, los problemas de información en la intermediación financiera tienden a disminuir en muchos casos, ampliando la posibilidad de intermediación privada de recursos para financiar la acumulación.

Esta posibilidad sólo puede aprovecharse ampliamente si existen instituciones apropiadas para la reestructuración de pasivos. Esto a su vez requiere políticas orientadas a crear un aparato fiscalizador e institucional adecuado para el desarrollo de mercados privados de títulos de largo plazo (bancarios y de empresas), incluida una mayor adquisición de activos privados de largo plazo por parte de los inversionistas institucionales. En este sentido, las políticas de construcción institucional pueden generar mecanismos de financiación del desarrollo más sólidos desde el punto de vista financiero.

El comienzo del siglo XXI presenta oportunidades y estímulos significativos para las políticas orientadas a la creación de mecanismos sólidos de financiación

del desarrollo. Por una parte, los mercados financieros (especialmente los internacionales) cambiaron considerablemente en los decenios de 1980 y 1990, e incorporaron nuevas formas de captación, mediante procesos de conversión de activos financieros en valores (securitización) y de segmentación de riesgos (por ejemplo, con derivados). Por otra, los acontecimientos recientes en los mercados financieros abren la posibilidad de aplicar políticas de desarrollo institucional de más largo plazo, orientadas a fortalecer el papel de los inversionistas institucionales y los mercados de títulos de largo plazo en la financiación de empresas de ma-

yor tamaño, con más posibilidades de acceso a esos mercados.

No obstante, las dificultades no han disminuido. En un clima de modificación de los posibles caminos de desarrollo y de una financiación externa cada día más escasa y volátil, la existencia de financiación interna en volúmenes y plazos adecuados pasa a ser un factor condicionante del desarrollo sustentable desde el punto de vista financiero. Como planteó Stiglitz (1993), el dilema ya no es si el Estado debe intervenir, sino cuál es la forma más eficiente de intervención.

(Traducido del portugués)

#### Bibliografía

- Acevedo, R. (2000): *Banca de desarrollo: paradigmas en el nuevo milenio*, Lima, Asociación Latinoamericana de Instituciones Financieras de Desarrollo (ALIDE).
- Akerlof, G. (1970): The market for "lemons": qualitative uncertainty and the market mechanism, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, N° 3, Cambridge, Massachusetts, The MIT Press.
- Amsden, A. y Y. Euh (1990): *Republic of Korea's Financial Reform: What Are the Lessons?*, Discussion Paper, N° 30, Ginebra, Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD).
- Andersen, T.B. (1983-1984): Some implications of the efficient capital markets hypothesis, *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 6, N° 2, Nueva York, M.E. Sharpe, Inc.
- Aoki, M., K. Murdock y M. Okuno-Fujiwara (1997): Beyond the East Asian miracle: Introducing the market enhancing view, en M. Aoki, M. Okuno-Fujiwara y H. Kim (comps.), *The Role of Government in East Asian Economic Development: Comparative Institutional Analysis*, Oxford, Oxford University Press.
- Banco Mundial (1994): *The East Asian Miracle*, Nueva York, Oxford University Press.
- Carvalho, F.J.C. (1992): *Mr. Keynes and the Post Keynesians: Principles of Macroeconomics for a Monetary Production Economy*, Aldershot, Edward Elgar.
- Díaz-Alejandro, C. (1985): Good-bye financial repression, hello financial crash, *Journal of Development Studies*, vol. 51, N° 3, Londres, Taylor & Francis.
- Dosi, G. (1990): Finance, innovation and industrial change, *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 13, Amsterdam, Elsevier Science.
- Feeney, P.W. (1995): *Securitization: Redefining the Bank*, Nueva York, St. Martin's Press.
- Gersovitz, M. (1988): Saving and development, en H.B. Chenery y T.N. Srivasan (comps.), *Handbook of Development Economics*, Amsterdam, North-Holland.
- Gertler, M. (1988): Financial structure and aggregate economic activity: an overview, *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 20, N° 3, Columbus, Ohio, Ohio State University Press.
- Gurley, J. y E. Shaw (1955): Financial aspects of economic development, *American Economic Review*, N° 45, Nashville, Tennessee, American Economic Association, septiembre.
- Howells, P. y K. Bain (1997): *The Economics of Money, Banking and Finance*, Harlow, Reino Unido, Addison Wesley Longman Limited.
- Jaramillo-Vallejo, J. (1994): Comment on the role of the State in financial markets, *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1993*, Washington, D.C., Banco Mundial.
- Keynes, J.M. (1937): The "ex-ante" theory of the rate of interest, *The Economic Journal*, Oxford, Blackwell Publishing, diciembre.
- \_\_\_\_\_ (1943): *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, Buenos Aires, Fondo de Cultura Económica.
- Lewis, M.K. (1992): Modern banking in theory and practice, *Revue économique*, vol. 10, N° 2, París, Fondation Nationale des Sciences Politiques.
- Malkiel, B.G. (1994): Efficient market hypothesis, en P. Newman, M. Milgate y J. Eatwell (comps.), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Londres, MacMillan.
- McKinnon, R.I. (1973): *Money and Capital in Economic Development*, Washington, D.C., The Brookings Institution.
- Minsky, H.P. (1982): The financial-instability hypothesis: capitalistic processes and the behavior of the economy, en C.P. Kindleberger y J.P. Laffargue (comps.), *Financial Crises*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Moreira, M.M. (1995): *Industrialization, Trade and Market Failures*, Londres, St. Martin's Press.
- Naciones Unidas (1999): *Estudio económico y social mundial, 1999*, E/1999/50/REV.1, Nueva York. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.99.II.C.1.
- Pollard, S. (1964): Fixed capital in the industrial revolution in Britain, *The Journal of Economic History*, vol. 24, N° 3, Nueva York, Cambridge University Press, septiembre.
- Schumpeter, J. (1939): *Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process*, Nueva York, McGraw-Hill.
- Shaw, E.S. (1973): *Financial Deepening in Economic Development*, Nueva York, Oxford University Press.
- Sobreira, R. y R. Studart (1997): Racionamento de crédito, *Anais do XXV Encontro de Economistas da ANPEC (Recife, 10 a 12 de Dezembro de 1997)*, diciembre.
- Stiglitz, J.E. (1993): The role of the State in financial markets, *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics, 1993*, Washington, D.C., Banco Mundial.
- Stiglitz, J.E. y M. Uy (1996): Financial markets, public policy, and the East Asian miracle, *The World Bank Research Observer*, vol. 11, N° 2, Washington, D.C., Banco Mundial, agosto.
- Stiglitz, J.E. y A. Weiss (1981): Credit rationing in markets with imperfect competition, *American Economic Review*, vol. 71, N° 5, Nashville, Tennessee, American Economic Association.
- Studart, R. (1999): Financiamento do desenvolvimento: duas visões alternativas, en G.T. Lima, J. Sicsu y L.F. Paula (orgs.), *Macroeconomia moderna*, São Paulo, Ed. Campus.

- \_\_\_\_\_ (2000): *Pension funds and the financing productive investment: an analysis based on Brazil's recent experience*, serie Financiamiento del desarrollo, N° 102, LC/L.1409-P, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.00.II.G.83.
- UNCTAD (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo) (1996): *Informe sobre el comercio y el desarrollo, 1996*, UNCTAD/TDR/16, Ginebra, Naciones Unidas. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.96.II.D.6.
- Vittas, D. (1998): Institutional investors and securities markets: which comes first?, documento presentado a la Conferencia Anual del Banco Mundial sobre Desarrollo en América Latina y el Caribe (ABCD LAC) (San Salvador, El Salvador, 28 a 30 de junio de 1998).
- Vittas, D. y Y. J. Cho (1997): Credit lessons from Japan and Korea, *The World Bank Research Observer*, vol. 11, N° 2, Washington, D.C., Banco Mundial.
- Zysman, J. (1983): *Governments, Markets, and Growth: Financial Systems and the Politics of Industrial Growth*, Oxford, Martin Robertson.