

Pasos cortos

Desarrollar el mercado financiero de una economía pequeña es una tarea delicada que requiere una dosis de realismo

Mark Stone y Seiichi Shimizu

EN TEORÍA, los mercados financieros de las economías más pequeñas pueden reportar importantes beneficios, entre otros: una política monetaria y fiscal más eficaz, una mayor transferencia del riesgo, más financiamiento para las empresas y una mejor integración en la economía mundial. Sin embargo, los fundamentos analíticos necesarios para poder desarrollar estos mercados financieros son escasos y hasta ahora la investigación se ha centrado en el desarrollo de los mercados financieros de las economías avanzadas o emergentes. Además, las políticas que se precisan para desarrollar los mercados financieros de los países más pequeños tienden a depender más de las características nacionales, porque sus economías difieren considerablemente las unas de las otras (véase el recuadro).

A continuación se examina esta insuficiencia analítica y se proponen medidas para desarrollar mercados “esenciales” en las economías pequeñas: los mercados cambiarios, monetarios, bursátiles y de títulos públicos. Estos mercados son esenciales porque brindan servicios financieros clave. Más adelante, se analiza una secuencia de medidas que podrían adoptar los países pequeños, pero reconociendo que no hay una solución única aplicable en todos.

Mercados poco desarrollados

Los mercados financieros de las economías pequeñas son, en general, de menor tamaño y brindan una gama de servicios más limitada que en las economías más grandes. El volumen de operaciones en sus mercados cambiarios es mucho más reducido que en los países de mercados emergentes, y ni siquiera en el 50% se realizan operaciones a término (en que se adquieren o se venden monedas a plazo, a un tipo de cambio preestablecido). El mercado monetario se caracteriza por su escasa actividad, y predominan las operaciones interbancarias en efectivo de un día para el otro. Solo un 25% de estos países tienen mercados secundarios de títulos públicos suficientemente desarrollados como para atraer instituciones extranjeras. Solo un 40% cuentan con una bolsa de valores, y el volumen de operaciones es tan bajo que el efecto económico resulta mínimo. La integración regional ha obtenido resultados desiguales en la profundización de estos mercados. Hay algunos ejemplos positivos, y algunas economías pequeñas (Croacia y Jordania) cuentan con mercados relativamente desarrollados que reportan beneficios considerables.

¿A qué se debe el subdesarrollo de los mercados financieros de las economías pequeñas? Muchas confrontan obstáculos



Tablero de cotizaciones de la bolsa de valores de Mbabane, Swazilandia.

intrínsecos que, en gran parte, están fuera del control de las autoridades económicas. Los bancos son la clave del desarrollo de los mercados, dado que se trata de los principales protagonistas en la mayoría de los mercados financieros. Pero en la mayoría de los países pequeños la banca es de tamaño reducido y los bancos no compiten entre sí; hay una mediana de seis bancos, y el número de los que predominan en el sector es aun menos. Si la economía real no está diversificada, las oportunidades para transferir riesgos también resultan limitadas y, como la economía es pequeña, una infraestructura y una normativa modernas pueden ser ineficaces. El bajo número de empresas y su reducido tamaño constituyen otros obstáculos inherentes.

La aplicación de medidas de política puede ayudar a superar algunos de estos problemas. Para hacer frente a una excesiva liquidez en el sector bancario —que lleva a que todos los bancos quieran ser “vendedores” en los mercados monetarios— o a la dolarización —que reduce el número de transacciones financieras en moneda nacional—, habrá que implementar medidas de política a más largo plazo. A mediano plazo, pueden corregirse limitaciones institucionales, como un bajo número de protagonistas financieros, o deficiencias en la divulgación de la información financiera. Por último, el desarrollo de los mercados puede verse obstaculizado por rigideces de política que las autoridades controlan directamente, y por la falta de voluntad política o por los intereses de quienes no se beneficiarían del desarrollo del mercado.

¿Cuáles son las economías más pequeñas?

Las economías más pequeñas corresponden a países cuyo PIB y PIB per cápita son inferiores a un umbral considerado como límite para el desarrollo de sus mercados financieros. Del análisis de datos sobre estos mercados, se desprende que la mayoría de los países con un PIB inferior a US\$40.000 millones y un PIB per cápita menor a US\$10.000 no tienen mercados financieros o, si los tienen, son relativamente subdesarrollados.

Las economías pequeñas representan un 2% del PIB mundial: su población, en conjunto, asciende a 960 millones de habitantes, un 15% de la población mundial. Engloban a una amplia gama de países: algunos cuentan con mercados desarrollados y son países de mercados emergentes o podrían llegar a serlo. En el otro extremo, 36 de las economías más pequeñas tienen menos de un millón de habitantes, lo cual indica que será más difícil lograr economías de escala.

¿Qué funciona y qué no?

¿Qué ganan las economías pequeñas con promover el desarrollo del sector financiero? La experiencia de países individuales, los estudios comparativos y la labor que han realizado el FMI y otros organismos son muy ilustrativos.

A medida que los mercados se profundizan, el desarrollo del **mercado cambiario** es impulsado por los agentes del mercado más que por el banco central y el gobierno. Al comienzo, el gobierno levanta obstáculos como los requisitos de cesión de divisas y los controles sobre el capital (Uganda). En el siguiente paso, el banco central reorienta su función de limitar el mercado y empieza a respaldarlo (ex República Yugoslava de Macedonia). Para ello, se debe reducir su control directo sobre los flujos del mercado; debe crearse un mecanismo de negociación favorable a la economía de mercado; la función de creación de mercado debe delegarse exclusivamente en esas fuerzas, y las operaciones cambiarias deben realizarse en las condiciones resultantes. En la última fase, el desarrollo es impulsado por el mercado y el papel de las autoridades se limita principalmente a ofrecer respaldo prudencial (Serbia).

El desarrollo de los **mercados monetarios y de títulos públicos** debe estar integrado porque en ambos la banca ejerce un papel central, y ambos se sustentan en la misma infraestructura y desempeñan una función conjunta en las políticas y operaciones monetarias y fiscales. Las políticas de desarrollo inicial de estos mercados suelen centrarse en los depósitos interbancarios y tienden a plasmarse en medidas estatales para suprimir obstáculos y desarrollar el sistema bancario (Botswana). Una vez que los valores empiecen a negociarse regularmente, el banco central —en colaboración con las autoridades y los participantes del mercado— puede acelerar el desarrollo realizando operaciones monetarias que respaldan el mercado (Túnez), como los acuerdos de recompra (repos), u ofreciendo financiamiento en condiciones de mercado, como por ejemplo mediante la subasta de letras del Tesoro (Serbia). Los propios agentes del mercado son los que lideran la creación de mercados formales y desarrollados, y las entidades estatales colaboran para garantizar la estabilidad sistémica.

Los **mercados bursátiles** difieren de los demás mercados financieros esenciales en el sentido de que sus protagonistas ejercen una mayor función de liderazgo y las políticas estatales son más amplias. En las economías pequeñas sin una bolsa de valores activa, el principal reto es crear nuevas fuentes de financiamiento empresarial. A medida que los mercados empiecen a funcionar regularmente, las políticas deben centrarse en las instituciones y en el gobierno de las sociedades (Croacia, Mauricio y Kenya). Por último, la tarea de desarrollar un mercado secundario activo y profundo también recae sobre los agentes del mercado, mientras que las entidades públicas se ocupan de mejorar el suministro de información y fomentar la estabilidad del mercado (Jamaica, Jordania y Sri Lanka).

Aunque la **integración regional** puede ayudar a superar los obstáculos para el desarrollo de los mercados al reducir las diseconomías de escala, la experiencia acumulada hasta la fecha ha sido desigual. Las condiciones generales de una integración eficaz parecen residir en vínculos económicos y políticos regionales, sectores bancarios desarrollados e integrados,

la existencia de mercados locales y el respaldo político para contrarrestar los intereses creados. Por lo general, la integración debe complementar a los mercados locales, no reemplazarlos. La mayor parte de los casos exitosos han sido impulsados por el mercado con la participación de los mercados bursátiles (Estados bálticos). Si los intereses de los agentes del mercado están en conflicto con la integración, la intervención estatal puede resultar eficaz. La adhesión a un mercado regional que ya ha realizado las economías de escala puede ser preferible a la integración con pequeños mercados.

¿Cuáles son las enseñanzas?

La enseñanza básica es que las políticas para desarrollar los mercados deben ser realistas y ajustarse a las circunstancias de las economías más pequeñas. Primero, un mercado más activo tiene que ser una opción viable: debe poder contarse continuamente con suficientes actores en ambos lados del mercado. Segundo, los beneficios de desarrollar el mercado a largo plazo deben superar los costos para el sector público. En muchas economías pequeñas, el costo de oportunidad de destinar escasos recursos estatales financieros y humanos al desarrollo de los mercados puede ser elevado. Por último, las políticas deben tener plenamente en cuenta las repercusiones sobre la estabilidad financiera sistémica.

¿Qué opciones existen si las posibilidades de desarrollo son limitadas o riesgosas? La falta de mercados desarrollados puede compensarse aprovechando la capacidad del sector bancario. Por ejemplo, para ayudar a las sociedades a administrar la liquidez, los bancos pueden ofrecer instrumentos monetarios y cambiarios. Una política estatal que fomente el crédito bancario en condiciones de mercado puede contrarrestar un insuficiente financiamiento mediante emisión de acciones. Asimismo, las políticas estatales pueden incentivar a las empresas a recurrir a personas adineradas o inversionistas especializados como fuentes alternativas de financiamiento.

¿Debe replantearse la función de los mercados financieros en las economías pequeñas a la luz de las perturbaciones financieras actuales? Hasta la fecha, las tensiones del mercado internacional transmitidas a las economías más pequeñas a través de los vínculos financieros parecen haber tenido un efecto moderado, en gran parte por los relativamente reducidos flujos de capital privado de esos países. Además, las instituciones financieras de dichas economías no adquirieron los activos tóxicos que contribuyeron a las perturbaciones en las economías avanzadas y muchas de las emergentes. Por lo tanto, los problemas actuales en estas dos últimas no parecen restar validez a los argumentos generales en favor del desarrollo de los mercados de las economías más pequeñas. Probablemente lo mejor sea que sigan adelante sin perder de vista lo fundamental y que aprovechen al máximo las posibilidades de sus propios mercados. ■

Mark Stone es Subjefe de División y Seiichi Shimizu es Economista Principal del Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI.

Este artículo se basa en el informe Developing Essential Financial Markets in Smaller Economies: Stylized Facts and Policy Options, IMF Occasional Paper 265 (Washington, 2009).