



Hacia mercados de capitales sólidos y estables en economías emergentes

LILIANA ROJAS-SUAREZ*

El presente estudio identifica y analiza las condiciones necesarias para fomentar el desarrollo de mercados de capitales sólidos y estables en economías emergentes. Estas condiciones se pueden agrupar en cuatro pilares: estabilidad macroeconómica, un sistema bancario sólido, calidad institucional alta y marcos regulatorios y de supervisión adecuados. El mensaje central es que estos pilares son interdependientes: son complementarios y de igual importancia, de manera que la falta de fortaleza de alguno debilitaría al resto de pilares. El artículo también enfatiza que la incapacidad de las economías emergentes para emitir activos seguros (activos que se mantienen líquidos en “tiempos malos”) representa una restricción importante sobre la resiliencia de sus mercados de capitales frente a shocks externos.

Palabras Clave : Mercados de capitales, economías emergentes, liquidez, pilares.

Clasificación JEL : G18, E44, O16.

Los beneficios de la profundización de los mercados de capitales en las economías emergentes son bastante conocidos. Los mercados de capitales, además de facilitar la asignación eficiente de recursos, complementando la función de intermediación financiera de los bancos, permiten a los agentes económicos mejorar su capacidad de gestionar los riesgos financieros y su resiliencia frente a shocks inesperados. Más aún, la profundización de los mercados de capitales promueve la integridad financiera de las empresas a través de la disciplina de mercado y la necesidad de alinearse a estándares internacionales sobre prácticas en materia de contabilidad, transparencia y gobernabilidad, entre otros. Sin embargo, a pesar de estos beneficios, la mayoría de mercados de capitales en economías emergentes siguen siendo endebles y subdesarrollados. El desarrollo de estos mercados no es una tarea fácil, ya que involucra a un gran número de agentes e instituciones, al igual que políticas complejas que garanticen la eficiencia y seguridad de sus operaciones.

El presente artículo se concentra en las condiciones necesarias para el desarrollo de mercados de capitales sólidos y estables en economías de mercados emergentes. Este artículo sostiene que tales condiciones se pueden agrupar en cuatro pilares: estabilidad macroeconómica, un sistema bancario sólido, calidad institucional alta y marcos regulatorios y de supervisión adecuados. El mensaje central de este trabajo es que los cuatro pilares son interdependientes y complementarios; la falta de fortaleza de alguno

* Rojas-Suarez: Center for Global Development, 2055 L Street NW Fifth Floor, Washington DC 20036, USA (e-mail: lrojas-suarez@cgdev.org).

Este artículo ha sido publicado en inglés por el Banco de Pagos Internacionales (*Bank for International Settlements-BIS*) en el 2014 en la serie BIS Papers 75.

debilitaría al resto de pilares. Por ende, los cuatro pilares son igualmente importantes. Este artículo culmina con una reflexión sobre una restricción clave que afecta la resiliencia de los mercados de capitales locales en economías emergentes frente a shocks externos: la limitación de estas economías para emitir activos seguros; o sea activos que se mantienen líquidos en presencia de shocks adversos.

1 LOS CUATRO PILARES PARA EL DESARROLLO DE LOS MERCADOS DE CAPITALS

1.1 PRIMER PILAR: ESTABILIDAD MACROECONÓMICA SOSTENIDA

Es de amplio conocimiento que los mercados de capitales no pueden desarrollarse en economías inestables. En efecto, en un gran número de episodios de crisis económicas y financieras en economías emergentes, la actividad en los mercados de capitales se contrajo drásticamente y, en algunos casos, prácticamente desapareció. Esto se debe a que las debilidades macroeconómicas se ven reflejadas en los precios de los activos y, si son suficientemente profundas, pueden comprometer la existencia de un conjunto de mercados de activos. La crisis de la deuda latinoamericana de la década de los ochenta es un buen ejemplo. Recientemente, las constantes dificultades macroeconómicas de la economía Argentina, durante la crisis de 2001, han afectado severamente la profundidad y liquidez de los mercados de capitales de este país.

La volatilidad de las variables financieras, tales como tasas de interés y tipos de cambio, fomenta el desarrollo de una serie de productos financieros. Sin embargo, si dicha volatilidad es demasiado alta, puede generar incertidumbre acerca de la dirección de las políticas económicas y financieras. Por ejemplo, tasas de interés reales excesivamente altas y volátiles, al ser percibidas por los inversores como insostenibles, inducen incertidumbre sobre posibles intervenciones del gobierno. Estas intervenciones pueden incluir modificaciones al régimen cambiario, imposición de nuevas normas tributarias u otras formas de control que afecten a los mercados de capitales. Al mismo tiempo, esta incertidumbre reduce los incentivos para invertir en los mercados de capitales locales, ya que afecta negativamente a la rentabilidad esperada de proyectos de largo plazo. Más aún, una inestabilidad macroeconómica significativa, la cual se refleja en la excesiva volatilidad de los precios de activos, genera incentivos a utilizar derivados con propósitos especulativos en lugar de cobertura.

El problema de una excesiva volatilidad es de particular interés para los inversionistas institucionales, especialmente de los fondos de pensiones. Los gerentes de fondos de pensiones bien administrados no estarían interesados en mantener una proporción significativa de activos con precios altamente volátiles en sus carteras, ya que estos activos se asocian con una mayor probabilidad de incumplimiento de pagos.

Por último, la estabilidad macroeconómica es la base para el crecimiento económico sostenible y, por lo tanto, para incrementar las tasas de ahorro privado.¹ Esto, a su vez, genera un aumento de la demanda doméstica potencial por instrumentos del mercado de capitales.

1.2 SEGUNDO PILAR: SISTEMAS BANCARIOS SÓLIDOS

A pesar de su importancia central, este es quizás el pilar menos comprendido para el desarrollo de los mercados de capitales en economías emergentes. En particular, existen algunos conceptos erróneos acerca

¹ Mientras que el debate con respecto a la relación causal entre ahorro y crecimiento económico continúa, la mayoría de los expertos se encuentran a favor de que el crecimiento económico es un factor determinante del comportamiento del ahorro. Un artículo seminal al respecto es [Carroll y Weil \(1994\)](#).

de la capacidad que tienen los mercados de bonos corporativos locales para sustituir a los préstamos bancarios como fuente de financiamiento de las empresas durante periodos de estrés financiero. Mi punto de vista es que la profundización de los mercados de capitales y la solidez del sistema bancario son complementos, y no pueden ser sustitutos. En períodos de dificultades bancarias, cuando los créditos se contraen abruptamente, los mercados de capitales, incluyendo los mercados de bonos corporativos, tienden también a contraerse de manera significativa.

Existe una serie de razones que explican la complementariedad entre la profundización de los mercados de capitales y la solidez del sistema bancario:

En primer lugar, los bancos sólidos proporcionan las fuentes de liquidez que necesitan los mercados de capitales. Por ejemplo, los agentes de bolsa juegan un papel activo en los mercados de capitales mediante la negociación de valores, ya sea por cuenta propia o por cuenta de sus clientes. Para realizar sus actividades, estos agentes mantienen valores financieros como parte de sus inventarios; cuyos montos pueden ser algunas veces muy elevados. Estos inventarios de valores se financian a través de líneas de crédito otorgadas por los bancos. Por lo tanto, si el crédito proveniente de los bancos se vuelve escaso como consecuencia de shocks financieros, la provisión de liquidez necesaria para el adecuado funcionamiento de los mercados de capitales se interrumpiría.

En segundo lugar, considérese el desarrollo de los mercados de bonos corporativos locales. En un mercado en formación, los inversionistas solo confiarán sus fondos de largo plazo a las empresas emisoras de bonos locales si es que tienen la seguridad de que dichas empresas serán capaces de cumplir con las normas de repago establecidas por bancos sólidos y sus supervisores. En otras palabras, dado que la evaluación de la capacidad de repago de los prestatarios forma parte del negocio de bancos sólidos (por ejemplo, mediante un seguimiento adecuado de los flujos de caja de los prestatarios) el desempeño crediticio de las empresas envía una señal a los potenciales inversionistas interesados en bonos emitidos por dichas empresas. Sin embargo, si el sistema bancario no es sólido, esta señal carece de valor.

En tercer lugar, durante el proceso de desarrollo de los mercados de capitales, los depósitos bancarios son una opción de inversión importante para inversionistas institucionales, tales como las administradoras de fondos de pensiones privadas. Esta no sería una buena opción en el contexto de un sistema bancario frágil.

En cuarto lugar, los depósitos bancarios son, después del efectivo, los activos más líquidos en muchas economías emergentes. Por lo tanto, por su alto nivel de liquidez, los depósitos bancarios pueden proporcionar una opción de salida para los inversionistas interesados en entrar en los mercados de capitales locales, donde se negocian activos más riesgosos y menos líquidos. Tener opciones de salida, genera incentivos para la entrada a los mercados de capitales locales

Cabe recalcar que la complementariedad entre la solidez del sistema bancario y la profundización de los mercados de capitales tiene implicancias en la regulación bancaria. La necesidad de contar con bancos fuertes como condición para el desarrollo de los mercados de capitales resalta el atractivo de aplicar regulaciones bancarias y prácticas de supervisión adecuadas. Esto incluye la adopción (y, si es necesario, la adaptación a las condiciones de cada economía) de las recomendaciones en materia de requerimiento de capital presentadas por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS por sus siglas en inglés). Al mismo tiempo, la profundización de los mercados de capitales puede ayudar a los supervisores bancarios a evaluar el verdadero valor del capital reportado. Esto toma particular importancia en el marco de las nuevas recomendaciones de capital del BCBS debido al énfasis en el capital ordinario como un componente

central del capital de nivel uno.²

1.3 TERCER PILAR: UN MARCO INSTITUCIONAL SÓLIDO

La evidencia muestra que las instituciones sólidas complementan el papel de la regulación destinada a promover el desarrollo de los mercados de capitales (este punto se desarrolla más adelante). De hecho, un marco regulatorio no puede ser eficaz si carece del apoyo de un marco institucional sólido que proteja los derechos de los inversionistas y de los acreedores. En los mercados de acciones, esto se traduce en el derecho al voto de los accionistas para elegir a los miembros de los directorios de las empresas. En los mercados de bonos, los tenedores de bonos deben tener derecho claramente establecidos en caso de incumplimiento de pago por parte de las empresas.

Un marco institucional sólido que protege los derechos de los inversionistas y acreedores debe contar con mecanismos adecuados para el cumplimiento de contratos y el estado de derecho.^{3,4} Mientras que los derechos de los acreedores no sean respetados apropiadamente, es decir, mientras dichos derechos carezcan de transparencia o de credibilidad, los inversionistas, tanto nacionales como extranjeros, se verán disuadidos de invertir en papeles de deuda de empresas locales. Como se indica en el informe *Doing Business* del Banco Mundial, el sur de Asia, el Medio Oriente, Norte de África, y América Latina son las regiones que han implementado el menor número de reformas para simplificar el manejo de la problemática relacionada con la insolvencia de las empresas. Por lo tanto, no es sorprendente que los mercados de capitales en estas regiones sigan siendo considerados por los inversionistas como frágiles y subdesarrollados.

1.4 CUARTO PILAR: REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN ADECUADA

Hay amplio consenso en una serie de áreas que definen una regulación adecuada para que los mercados de capitales sean eficientes y sólidos (pero también existen controversias al respecto, este punto se desarrolla en la sección 2). Un primer ámbito de consenso es que el marco regulatorio de los mercados de capitales debe apoyar y complementar el papel de la disciplina de mercado, con el fin de minimizar los riesgos sistémicos, garantizar la competencia y la eficiencia de los mercados, y proteger a los inversionistas. Estos son precisamente los objetivos centrales en los principios esbozados por la Organización Internacional de Comisión de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés). Algunos de los principios fundamentales de la organización buscan: (i) que los reguladores y supervisores tengan amplios poderes de ejecución e independencia frente a presiones políticas; (ii) la implementación de mecanismos de intercambio de información que permitan a los reguladores compartir información relevante con sus contrapartes nacionales y extranjeras de manera oportuna; (iii) la transparencia de la información por parte de los emisores de valores y los inversionistas institucionales; (iv) la ausencia de discriminación entre clases de inversionistas, incluyendo a accionistas minoritarios e inversionistas extranjeros; (v) el establecimiento de requisitos mínimos de capital y otras regulaciones prudenciales dirigidas a los intermediarios financieros

² El capital de nivel uno (Capital Tier 1) es un nivel de capital que resume qué tan adecuado es el capital de un banco en términos regulatorios. Está compuesto del valor de acciones ordinarios y de las reservas declaradas. Revisar [BCBS \(2011\)](#).

³ Así mismo, un ambiente en el cual se den estas condiciones requiere: (i) un sistema judicial competente e independiente, es decir, libre de presiones políticas; (ii) procesos legales eficientes que promuevan el cumplimiento de las normas; (iii) transparencia de las políticas gubernamentales; y (iv) un marco legal adecuado con respecto a la quiebra e insolvencia de las empresas. Desafortunadamente, la calidad de las instituciones en la mayoría de los mercados emergentes no se encuentra al mismo nivel que las instituciones en economías avanzadas.

⁴ En particular, un sistema débil de cumplimiento de los contratos incrementa el riesgo de incumplimiento de pago de la contraparte. Esto limita la participación en los mercados de bonos.

de acuerdo con los riesgos que asumen; y (vi) una supervisión adecuada de los fondos de cobertura (hedge funds) y de sus administradores.

También existe un consenso respecto a que las bases de un marco regulatorio efectivo radican en el desarrollo y fortalecimiento de un apropiado gobierno corporativo. A pesar de que las economías avanzadas no están exentas de carencias en materia de gobierno corporativo (como se ha demostrado por los acontecimientos durante la reciente crisis financiera mundial), este problema está muy extendido entre las economías emergentes, y dichas dificultades, a nivel corporativo, podrían convertirse rápidamente en un problema sistémico. En términos generales, las recomendaciones para una óptima gobernabilidad corporativa giran en torno a la disponibilidad y transparencia de la información, especialmente cuando se trata de las responsabilidades que involucran a los miembros de los directorios de las empresas. Es por esta razón que varios de los principios fundamentales de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) para orientar las mejoras regulatorias en esta área incluyen recomendaciones sobre difusión de información corporativa importante, tales como estados financieros y estructura de gobierno de las empresas. Como parte de dichas recomendaciones, figuran también una serie de lineamientos acerca de las funciones de los miembros de los directorios de las empresas.

Una tercera área de consenso es la necesidad de optimizar la regulación y supervisión de los contratos de derivados. Por el lado regulatorio, hay un acuerdo sobre la aplicación de las recomendaciones del Consejo de Estabilidad Financiera⁵ para mejorar la seguridad y la transparencia de mercados de derivados,⁶ mediante la promoción de la estandarización en los contratos de derivados OTC, la compensación central de productos derivados estandarizados, y la comercialización de un mayor volumen de activos a través del mercado bursátil o plataformas electrónicas. La evidencia a partir de la crisis financiera mundial sustenta esta recomendación. Durante ese período, muchos mercados de derivados OTC en las economías emergentes se desvanecieron, pero los productos negociados en bolsa demostraron ser más resistentes.

Sin embargo, una mejora de la regulación resulta insuficiente si no se acompaña con mejoras en la supervisión de contratos de derivados. Los casos en Brasil y México durante la reciente crisis financiera internacional son ejemplos de ello. Durante el período anterior a la crisis, y con la expectativa de una continua apreciación de sus respectivas monedas locales, algunas empresas en estos países aumentaron sus posiciones en moneda extranjera fuera de sus hojas de balance a través de contratos de derivados emitidos por entidades financieras internacionales (estas operaciones involucraron la venta de opciones de divisas en el mercado offshore). Las fuertes tasas de depreciación de las monedas en Brasil y México tras el colapso de Lehman Brothers provocaron enormes pérdidas en la valoración de dichos derivados (alrededor de 4 mil millones de dólares en México y más de 20 mil millones de dólares en Brasil).⁷ Estos hechos tomaron desprevenidas a las autoridades locales, que desde entonces han fortalecido sus políticas de supervisión sobre dichos derivados.⁸

⁵ Conocido como *Financial Stability Board* (FSB por sus siglas en inglés). Esta institución está formada por el Grupo de los 20 (G-20) y por organizaciones internacionales que velan por la estabilidad financiera mundial.

⁶ Un mercado de derivados OTC (*over-the-counter*) se refiere a derivados comercializados fuera de un mercado centralizado.

⁷ Para mayor detalle, revisar Jara y otros (2009).

⁸ Es esencial que haya coordinación entre supervisores, así como también, una armonización en la regulación de los mercados de derivados si se apunta a que los esfuerzos de los reguladores de mercados emergentes tengan resultados. Por ejemplo, los reguladores Mexicanos están al tanto de que la implementación de un marco regulatorio estricto para la transacción de derivados en México puede incentivar a los inversionistas a desplazar dichas actividades a los mercados de capitales de los Estados Unidos, donde los reguladores todavía no aplican requerimientos claros con respecto a los swaps de tasas de interés denominados en pesos mexicanos. Hasta ahora, los reguladores estadounidenses han determinado marcos regulatorios claros para cuatro monedas: el dólar americano, la libra esterlina, el yen y el Euro. Esto se debe a que estas cuatro monedas abarcan la mayor parte de este tipo de transacciones.

En el marco del debate sobre la regulación de derivados, se plantea la pregunta: ¿se debe promover el desarrollo de productos derivados a nivel local en todos los mercados emergentes? Es de conocimiento que los derivados requieren de la existencia de un mercado líquido de sus productos subyacentes. Por otra parte, dichos derivados mejoran la liquidez y facilitan la determinación de los precios en dichos mercados de valores subyacentes. Sin embargo, estos mismos derivados dan lugar a otras formas de riesgo, y hacer frente a estos riesgos requiere de una infraestructura adicional (tales como sistemas adecuados de liquidación para operaciones con derivados) así como capacidades suficientes para entender los riesgos más complejos (como las prácticas de contabilidad de los productos derivados dentro y fuera de la hoja de balance de los bancos). Asimismo, como señalan los ejemplos anteriores, a pesar de que los mercados de derivados no son la causa de las crisis financieras, algunos de estos productos pueden tener un papel amplificador ante la existencia de vulnerabilidades en el sistema financiero y/o a nivel macroeconómico. Estas consideraciones implican que la promoción de los mercados de derivados en mercados emergentes debería depender del grado de preparación de las instituciones y los participantes de cada país. En este artículo se propone que las condiciones necesarias para la promoción de productos derivados, además de los pilares para el desarrollo de los mercados de capital ya mencionados, requieren de: (i) capacidades para la sólida gestión de riesgo, tanto por parte de los reguladores y de los supervisores, así como por parte del sector privado; y (ii) una capacidad técnica adecuada para el seguimiento de los vínculos y mecanismos de transmisión de los riesgos entre los diferentes segmentos del mercado. Una adecuada implementación de sistemas de vigilancia y la acumulación de conocimientos técnicos para comprender y supervisar la transmisión de riesgos entre diferentes segmentos de mercado constituyen un importante reto en un gran número de mercados emergentes y economías en desarrollo. La cooperación técnica entre organizaciones multilaterales, así como la realización de acuerdos bilaterales con autoridades de supervisión de economías desarrolladas, es altamente necesaria en esta área.

A pesar del consenso internacional en materia de prácticas regulatorias para el desarrollo de mercados de capitales, existen aún ciertas áreas de controversia. Por ejemplo: ¿deberían los gobiernos introducir o promover alguna forma de indexación con el fin de fomentar la emisión de bonos en moneda local? ¿Debería la regulación crear incentivos para fomentar la oferta local de todo tipo de productos y de instituciones en el mercado de capitales? Más aún, ¿es recomendable implementar incentivos fiscales para promover las inversiones en mercados de capitales locales? ¿Cuál es la estructura más adecuada de las agencias reguladoras? ¿Debería haber un único organismo regulador y de supervisión para controlar las entidades bancarias y de mercados de capitales? o, ¿sería más eficaz establecer organismos especializados? ¿Sería más recomendable que las agencias regulatorias se especialicen en regular funciones específicas en lugar de instituciones? Estas preguntas, entre otras, deberían ser sometidas a mayor análisis y debate.

2 INTERDEPENDENCIA ENTRE LOS CUATRO PILARES: ALGUNOS EJEMPLOS

Como se mencionó en la introducción, un punto central de este artículo es el carácter interdependiente y complementario entre los diferentes pilares. Ninguno de los pilares es capaz de promover el desarrollo de los mercados de capitales de manera autónoma. Si bien un marco de supervisión y regulación adecuado es esencial, lo más probable es que no cumpla a cabalidad su rol ante la presencia de fragilidades en alguno de los otros tres pilares. Para ser más precisos, un marco regulatorio, incluso si está adecuadamente diseñado (pilar 4), pierde su eficacia si existen debilidades en cualquiera de los otros tres pilares de desarrollo de los mercados de capitales. Por ejemplo, en el contexto de una economía inestable, las regulaciones no pueden crear incentivos suficientes para que los inversionistas inviertan sus fondos en los mercados de capitales locales (pilar 1). De igual manera, la regulación carece de credibilidad si las instituciones que determinan su aplicación son débiles (pilar 3). Finalmente, ninguna regulación del mercado de capitales

puede garantizar la disponibilidad de liquidez proporcionada por bancos sólidos (pilar 2).

A continuación, se ilustra la interdependencia de los pilares a través de tres ejemplos específicos.

En primer lugar, considérese la implementación de una ley de quiebra; un requisito regulatorio fundamental para el desarrollo de los mercados de bonos corporativos (pilar 4). En un contexto de inestabilidad económica (pilar 1), un sistema judicial débil (pilar 3) y/o un sistema bancario frágil (pilar 2), incluso la más completa y actualizada legislación sobre quiebras no permitiría ni la reestructuración ordenada de una empresa en dificultades, ni un cambio a nivel gerencial que permita a la empresa continuar con sus operaciones de manera regular. Por el contrario, en muchas economías emergentes, cuando una empresa enfrenta graves dificultades financieras, la primera opción por parte de los acreedores es liquidar los activos de la empresa, incluso a precios de remate, y distribuir lo obtenido, frecuentemente, bajo el asesoramiento de auditores externos. La razón de esta elección es que los acreedores atribuyen una probabilidad muy baja a la recuperación de la inversión, incluso en el largo plazo, ya sea porque no confían en la gestión macroeconómica del país y en las decisiones de los tribunales, o porque temen un repentino cambio en las reglas de juego institucionales. Es decir, la incapacidad de fortalecer los cuatro pilares ya presentados puede dar lugar a una liquidación abrupta de las empresas en dificultades, sin una evaluación adecuada del valor presente de los activos de las mismas.

Un segundo ejemplo puede darse en el caso de necesitarse desarrollar una curva de rendimiento referencial de la deuda pública, con el propósito de desarrollar mercados líquidos de bonos corporativos (dado que esta referencia posibilita la determinación de precios de los bonos corporativos). Las experiencias en algunos países asiáticos, tales como Corea del Sur y Malasia, respaldan esta recomendación. Sin embargo, la importancia de considerar los vínculos entre los pilares para el desarrollo de los mercados de capitales debe de ser tomada en cuenta. La implementación de una normativa para el desarrollo de una curva de rendimiento de bonos de gobierno (pilar 4) es apropiada en economías que cuentan con cuentas fiscales sólidas, como lo son gran parte de las economías de Asia Oriental (pilar 1). En cambio, en los países que experimentan problemas fiscales, esta estrategia podría generar tres posibles formas de riesgo. La primera forma de riesgo se da debido a que las altas tasas de interés de los bonos públicos, resultantes de profundos déficits fiscales, puede afectar las tasas de interés de los bonos corporativos. Es decir, el peligro radica en que el aumento de riesgo de pasivos gubernamentales se vea reflejado en los precios de los pasivos del sector privado. La segunda forma de riesgo es que los gobiernos que enfrentan problemas fiscales tienen frecuentemente dificultades para colocar bonos con vencimientos de largo plazo y en tal sentido, sus emisiones tienden a permanecer en el extremo más corto de la curva de vencimientos. Esto, en lugar de favorecer el desarrollo de bonos corporativos a largo plazo, puede constituir una restricción para las emisiones de largo plazo. Una tercera forma potencial de riesgo sería que, ante la imposibilidad de colocar bonos a largo plazo en el mercado, los gobiernos que atraviesan problemas fiscales implementen políticas para inducir a los bancos comerciales e inversores institucionales, en particular a las administradoras de fondos de pensiones, a la compra de estos bonos, lo cual limitaría la solidez de los bancos y de los mercados de capitales (pilar 2). De esta manera, si la percepción del riesgo crediticio de un gobierno por parte de los inversionistas llegara a deteriorarse, también se vería afectada la calidad de los activos en poder de los bancos comerciales locales y de los fondos de pensiones.

Un tercer ejemplo se deriva de la falta de un consenso general entre los hacedores de política sobre permitir que las administradoras de fondos de pensiones inviertan en títulos extranjeros. Esta preocupación es legítima en algunos mercados emergentes. Por ejemplo, una liberalización de la normativa en materia de inversión de fondos de pensiones privados (pilar 4) en países que no han alcanzado una estabilidad a nivel macroeconómica (pilar 1) y financiera (pilar 2) podría precipitar la salida de capitales ante la eventualidad de un shock adverso que afecte la economía. Desde mi punto de vista, la secuencia de liberalización de

las inversiones de fondos de pensiones llevada a cabo en Chile debería servir de referencia. En este país, las medidas destinadas a controlar las inversiones en títulos extranjeros fueron gradualmente relajadas, a medida que las condiciones económicas, regulatorias e institucionales se reforzaban.

3 UN FACTOR LIMITANTE FUNDAMENTAL DE LA CAPACIDAD DE RECUPERACIÓN DE LOS MERCADOS DE CAPITALES EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES ANTE SHOCKS EXTERNOS

No puedo dar por concluido este artículo sin resaltar la importancia de una restricción a la capacidad de recuperación de los mercados de capitales que afecta a todas las economías emergentes: la incapacidad de estos países para emitir activos seguros que sean reconocidos internacionalmente como tales. Incluso considerando un marco consistente con los pilares presentados, en presencia de incertidumbres de magnitud considerable en los mercados de capitales internacionales, los inversionistas (tanto extranjeros como locales) dirigirán sus inversiones a lo que ellos consideran que son activos seguros; es decir, hacia activos que mantienen su liquidez en períodos de estrés. En la actual estructura financiera internacional, existen pocos activos considerados seguros por los inversionistas y, dejando de lado el oro, estos activos seguros están conformados por los títulos públicos emitidos por países que también emiten monedas duras (o sea, monedas de alta liquidez que son utilizadas para transacciones de comercio internacional). En la actualidad, los bonos emitidos por el Tesoro Americano son considerados como los títulos más líquidos del mundo. La crisis financiera global puso de manifiesto que los instrumentos de renta variable y renta fija de los mercados emergentes perdieron liquidez y sus precios se desplomaron. Cuando se producen shocks externos profundos, las fuentes de financiamiento para el sector privado de economías emergentes se vuelven más escasas y más caras, incluso si los mercados de capitales internos parecieran ser altamente líquidos antes de la crisis.^{9,10}

REFERENCIAS

- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) (2011), *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, Bank for International Settlements.
- Carroll, C. y D. Weil (1994), "Saving and growth: a reinterpretation", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 40, 133-192.
- Jara, A., R. Moreno y C. Tovar (2009), "The global crisis and Latin America: financial impact and policy responses", *BIS Quarterly Review*, Junio 2009, 53-68.
- OECD (2011), *Economic Surveys: Israel*, OECD Publishing.

⁹ Un ejemplo de esto es la experiencia de Israel durante la crisis financiera global. El mercado de bonos corporativos prácticamente se paralizó durante los seis meses posteriores a la crisis: no hubo nuevas emisiones y el número de empresas que reestructuró su deuda se incrementó significativamente. Para más detalles vea [OECD \(2011\)](#).

¹⁰ Los fondos de pensiones pueden proveer de una fuente local estable de financiamiento. Sin embargo, ante la presencia de un shock externo adverso, las pérdidas del mercado de capitales generalmente son transferidas a los ahorristas si los fondos de pensiones locales enfrentan restricciones para invertir en el exterior.