

# Equidad, ahorro y financiamiento en el nuevo contexto internacional

*Carlos Massad\**

**E**l futuro de la banca de desarrollo no está asegurado. La creciente internacionalización del sistema financiero y su globalización apuntan cada vez más a la creación de instituciones de gran tamaño y cuantiosos recursos que abarquen todo el espectro financiero. La incertidumbre y la inestabilidad contribuyen a acortar los plazos usuales de financiamiento en el merca-

do. De hecho, sectores importantes de la población se encuentran marginados de los sistemas formales de financiamiento.

\* Secretario Ejecutivo Adjunto de la CEPAL. El autor agradece la colaboración de Gunther Held, Felipe Jiménez y Andras Uthoff y los comentarios de Osvaldo Rosales.

En este marco, es importante explorar algunos temas específicos estrechamente vinculados a la temática de la reunión de la Alide, pero hacerlo desde un ángulo particular: el de la permanencia en el mercado, como entidades viables, de las instituciones de financiamiento del desarrollo.

En lo que sigue se aborda el contexto general y las necesidades de financiamiento de la región. Luego se examina el ahorro de diversos agentes económicos, así como los incentivos y las formas para estimularlo y se concluye con el análisis del papel de las instituciones financieras en la intermediación de fondos.

### Inversión y necesidades de ahorro

La crisis de la deuda y sus consecuencias colaterales en el financiamiento público, las tasas de interés, la inflación, los tipos de cambio, el empleo y las perspectivas de crecimiento frenaron una etapa de rápido crecimiento económico de América Latina. La crisis golpeó a la región y al resto del mundo en desarrollo cuando las estrategias que muchos países habían seguido hasta entonces mostraban síntomas de agotamiento. En realidad, la crisis contribuyó a demostrar que la economía del mundo actual proporciona mayor dinamismo a los países que iniciaron primero una política emprendedora de conquista de los mercados mundiales sobre la base no sólo de materias primas, sino de la adición dinámica de tecnologías nuevas o adaptadas.

Así, tanto en América Latina como fuera de ella las economías que más rápidamente superaron la crisis de la deuda fueron las que iniciaron con antelación sus procesos de apertura y cambio estructural. Pero aun éstas sufrieron pérdidas en el producto y en el empleo, así como una caída de la inversión.

Las cifras son verdaderamente dramáticas. Mientras que el ahorro en términos generales mantuvo más o menos constante su proporción en el PIB durante los ochenta, la inversión cayó ocho puntos porcentuales. La diferencia entre ambas se explica por el declive de los términos del intercambio y la transferencia neta de recursos al exterior. Cada uno de estos factores contribuye con alrededor de la mitad del problema.<sup>1</sup>

La evolución de los términos de intercambio de los países no exportadores de petróleo en el decenio de los ochenta fue tanto o más desfavorable que la registrada en los años de la gran crisis de los treinta y aún no muestra signos de recuperación. La transferencia neta de recursos pasó de un flujo positivo de alrededor de 2% del PIB a otro negativo de cerca de 4 por ciento.

1. Carlos Massad, "Indebtedness, Savings and Exports Prerequisite Conditions for an Expansive Adjustment", en M. Borchert y Rolf Schinke (eds.), *International Indebtedness*, Routledge, Londres y Nueva York, 1990.

En 1991 la región registró una recuperación parcial. El producto por habitante se elevó ligeramente y las transferencias netas de recursos financieros presentaron signo positivo por primera vez en los últimos diez años.<sup>2</sup> Esto permitió recuperar probablemente unos dos puntos porcentuales de la caída de la inversión respecto del PIB; restan aún seis puntos más.

Para ilustrar lo que esto significa, baste recordar que Latinoamérica tiene un PIB de cerca de un billón de dólares; por tanto, recuperar seis puntos porcentuales de inversión equivale a la suma nada despreciable de 60 000 a 70 000 millones de dólares anuales. Algunos trabajos recientes sobre este tema señalan cifras aún más altas.

En otros términos, recuperar tasas de crecimiento de 5% por año requeriría incrementar la inversión latinoamericana en el equivalente a dos veces el PIB de Chile por año. Evidentemente, ello significaría grandes esfuerzos de ahorro adicional, para compensar la pérdida de recursos reales derivada de la caída de los precios de las exportaciones tradicionales de la región.

Este esfuerzo habrá de ser aún mayor si no se reanuda el flujo de recursos financieros del pasado. Ello, empero, no es deseable si se produce en los mismos términos y condiciones, pues podría traer consigo el riesgo de una nueva crisis.

La región necesita apoyo externo. El flujo de capitales comienza a retornar y la deuda se ha transformado, para la gran mayoría de los países de la región, en un problema fiscal más que en uno de divisas. Pero la tarea fundamental está en fortalecer la cuenta corriente de la balanza de pagos, en aumentar y diversificar las exportaciones y en incrementar el ahorro interno de todos los agentes económicos.

La propuesta más reciente de la CEPAL, de transformación productiva con equidad, expresada en varios documentos recientes,<sup>3</sup> apunta precisamente en esa dirección: se trata de buscar un camino de desarrollo compatible con las nuevas condiciones de la economía y la política mundiales, congruente a la vez con la necesidad de superar la extrema desigualdad agravada por la crisis. Una muestra sobre el comportamiento de la distribución del ingreso en los grandes centros urbanos de América Latina en el decenio de los ochenta reveló que la percepción real de los grupos de ingresos más altos experimentó un crecimiento notable y la de los más pobres disminuyó drásticamente.

2. Véase CEPAL, *Balance preliminar de la economía de América Latina y el Caribe 1991*, Santiago, diciembre de 1991.

3. Véase CEPAL, *Transformación productiva con equidad*, LC/G. 1601-P, Santiago, marzo de 1990; *El desarrollo sustentable*, LC/G. 1648 (Conf. 80/2), rev. 1, febrero de 1991; *Equidad y transformación productiva: un enfoque integrado*, LC/G. 1701 (Ses. 23/3), febrero de 1992, y *Educación y conocimiento: eje de la transformación productiva con equidad*, LC/G. 1702 (Ses. 24/4)/Rev. 1, marzo de 1992.

Ese cuadro se presenta en la gran mayoría de países de la región. En ese entorno no sólo se debe insistir en el crecimiento y el empleo eficiente del ahorro, sino también en la necesidad de dar acceso al sistema financiero a sectores que no lo tienen o que lo tienen sólo de manera muy limitada o imperfecta. En la terminología moderna se trata no sólo de buscar precios correctos y competencia en el mercado financiero, sino de completar el mercado, cubriendo segmentos ahora marginados.

Los trabajos más recientes de la CEPAL muestran que equidad y crecimiento no son bienes estrictamente sustitutivos, sino que existe una amplia gama de políticas económicas y sociales que los convierten en complementarios. Con tales políticas es posible buscar equidad y crecimiento al mismo tiempo.<sup>4</sup> En lo que sigue se tratarán algunas de las políticas que se relacionan con el ahorro y el financiamiento.

### Ahorro y formación de capital

Aumentar el ahorro total y la formación de capital en magnitudes cercanas a 6% del producto y lograr tasas de crecimiento de casi 5% anual es uno de los mayores desafíos para los países de América Latina y el Caribe. Dicho objetivo, empero, demandará esfuerzos enormes de ahorro interno. En esta labor, los gobiernos enfrentan la necesidad de modificar en forma considerable las políticas de generación de recursos privados y públicos para la formación de capital.

Uno de los aspectos más difíciles es el aprovechamiento del potencial de ahorro externo; en el pasado con frecuencia se observó una tendencia a sustituir la generación de ahorro interno —público y privado— por el externo. En otras palabras, si bien el acceso a recursos foráneos financió mayores niveles de inversión, también se tradujo en incrementos del gasto corriente privado y público.

#### *El ahorro público*

Durante el decenio pasado el vuelco significativo en las transferencias de recursos del exterior se tradujo en un considerable deterioro de la situación fiscal, especialmente por el incremento de la carga del servicio de la deuda pública. Los avances en el abatimiento de la deuda permitirán liberar recursos públicos para otros usos, especialmente inversión.

Una parte considerable del ahorro público debería provenir de una mejor recaudación tributaria. Si la transferencia neta de recursos al exterior se redujera a cero, ello permitiría cubrir sólo la mitad de los fondos necesarios para recuperar los niveles de in-

4. Véase CEPAL, *Equidad y transformación productiva: un enfoque...*, op. cit.

versión compatibles con un crecimiento de 5% anual. En realidad, la evidencia muestra que los países que más han avanzado en lograr un apropiado equilibrio fiscal son los que han mejorado su tributación.

En varios países de América Latina y el Caribe la carga fiscal dista mucho de alcanzar la de otros países de desarrollo intermedio, como lo muestra el cuadro. Existe así un margen importante para aumentar la recaudación tributaria mediante la ampliación de las bases gravables, la simplificación de las estructuras impositivas y la eliminación de regímenes especiales. La experiencia de algunos países latinoamericanos que han reformado sus sistemas tributarios enseña que ésta es una forma más eficiente y menos discriminatoria de elevar la captación de recursos del sector público.

#### *Carga fiscal total en la OCDE, el Sudeste Asiático y América Latina (Porcentajes)*

<i>Países</i>	<i>Carga fiscal</i>	<i>Países</i>	<i>Carga fiscal</i>
<i>OCDE</i>		<i>América Latina</i>	
Suecia	56	Chile	25
Francia	44	Costa Rica	25
Alemania	38	Uruguay	25
Italia	37	Argentina	23
Reino Unido	37	Ecuador	23
España	33	México	22
Estados Unidos	30	Colombia	22
		Brasil	21
<i>Sudeste Asiático</i>		Venezuela	21
Singapur	29	Bolivia	19
Malasia	25	Paraguay	10
Corea	19	Perú <sup>1</sup>	9
Indonesia	18	Guatemala	9
Tailandia	17		
Filipinas	13		

1. En el período 1985-1986 la carga fiscal total fue de 18% del PIB.  
Fuentes: Para los países de la OCDE, *Revenue Statistics of OECD Member Countries, 1965-1990*, París, 1991; para América Latina, Proyecto Regional de Política Fiscal CEPAL/PNUD, y para las economías del Sudeste Asiático, FMI, *Government Financial Statistics Yearbook, 1990*, Washington, 1990.

Se ha señalado que el incremento del ahorro público puede traducirse meramente en una sustitución del privado, sin mayores efectos en el interno total. Las evidencias de estudios sobre la materia para América Latina señalan que dicha sustitución es sólo parcial. Como resultado, incrementos del ahorro público se traducen en un aumento del ahorro interno y, por ende, en una mayor formación de capital.<sup>5</sup>

5. Véase Carlos Massad y N. Eyzaguirre (eds.), *Ahorro y formación de capital: experiencias latinoamericanas*, Proyecto Regional Financia-

El aumento del ahorro público, y por consiguiente de la inversión pública, puede adicionalmente promover la inversión privada por medio de proyectos que fortalezcan la complementariedad entre ambas, como la inversión en infraestructura, por ejemplo.

### *El ahorro de las personas*

Los estudios sobre el ahorro privado insisten en la conveniencia de distinguir entre el ahorro de las personas del de las empresas, por estar relacionados con factores diferentes.<sup>6</sup> En un examen de los factores determinantes del ahorro personal se observó que éste no se relacionaba en forma sistemática con la tasa de interés, sino más bien con la evolución del ingreso. Se concluyó, así, que dicho ahorro varía en la misma dirección que el ingreso. Aún más, incrementos transitorios en el ingreso se traducen en alzas del ahorro privado y viceversa. De este modo, en la medida en que se recupere el producto, superándose las restricciones de divisas que impiden un empleo pleno de la capacidad productiva, se elevaría el ahorro personal y con ello la inversión. Se conforma de este modo un proceso de reforzamiento mutuo entre crecimiento, ahorro personal e inversión.

A pesar de la escasa relación entre el ahorro privado, definido como la fracción no consumida del ingreso, y la tasa de interés, la experiencia indica la importancia de esta variable para lograr que el ahorro financiero se mantenga en el país, evitando las fugas de capital. Así las tasas de interés internas deben ser más atractivas que las externas y, a su vez, el tipo de cambio real debe mantenerse estable, en niveles que no generen expectativas de devaluación o revaluación significativas.

Debe considerarse que un tipo de cambio real bajo y tasas de interés internas no competitivas desincentivan el ahorro interno en fondos financieros nacionales por medio de las fugas de capital. Así, por ejemplo, en el período 1979-1983 los activos externos netos del sector privado venezolano se incrementaron más de 22 000 millones de dólares, cifra equivalente a más de 60% de la deuda externa de Venezuela de fines de 1982. Esta fuga de capital se ha atribuido principalmente a expectativas de devaluación y a aumentos en el crédito interno al sector privado.<sup>7</sup>

Además, los desajustes en esos precios macroeconómicos clave disminuyen el potencial de ahorro interno por medio de aumentos

desmesurados en la importación de bienes de consumo durables, tal como lo muestran diversas experiencias en países de la región y fuera de ella.

El ahorro de las personas puede promoverse desalentando los incrementos exagerados de la demanda. Los sistemas tributarios desempeñan un papel importante en esta materia, que no se limita a la aplicación de impuestos específicos al consumo. Es posible adoptar disposiciones especiales para abatirlo, por ejemplo, evitando que se descuenten como gastos los intereses pagados por concepto de créditos para el consumo.

En América Latina y el Caribe los factores de tipo demográfico también afectan el ahorro personal. Así, las características de una población joven condicionan tasas de ahorro menores en relación con otros países más avanzados en la transición demográfica. Ello junto con la existencia de familias numerosas y de bajos ingresos, que requieren de un fuerte apoyo fiscal para satisfacer sus necesidades básicas, conforma un cuadro que dificulta tanto el ahorro personal como el público.

### *El ahorro de las empresas*

Los estudios del ahorro de las empresas señalan que éste depende de la existencia de proyectos rentables, antes que de la tasa de interés. Por el contrario, como se ha observado en algunos países latinoamericanos, tasas reales de interés excesivamente altas afectan en forma severa la capacidad de ahorro de las empresas, por cuanto éstas son, generalmente, deudoras netas del sistema financiero. En consecuencia, ese tipo de tasas deterioran rápidamente el capital de las empresas y su capacidad de servicio de sus deudas, con efectos negativos en la estabilidad de los sistemas financieros.

La rentabilidad esperada de los proyectos de inversión, principal determinante del ahorro de las empresas, es una función de las perspectivas de recuperación económica, de un entorno macroeconómico sano y de derechos de propiedad estables. Desde luego, la inversión difícilmente se materializaría si no existiesen recursos financieros acordes a su naturaleza de largo plazo. En tal sentido, es sabido que la inestabilidad sesga los recursos financieros hacia el corto plazo, dificultándose la formación de capital. Por ello, en ambientes moderadamente inflacionarios, la disponibilidad de instrumentos financieros que permitan proteger el valor de los activos de los efectos de la inflación puede desempeñar un papel decisivo en la generación de recursos de largo plazo para la formación de capital.

En entornos inflacionarios, la medición correcta del resultado y del capital o patrimonio son importantes, por cuanto las utilidades o el capital constituyen bases sobre las cuales se calculan los impuestos a las empresas o accionistas en varios sistemas tributarios de la región. Los estímulos al ahorro de las empresas podrían

miento del Desarrollo, CEPAL/PNUD, GEL Editores, Buenos Aires, 1990.

6. Véase *Ahorro y sistemas financieros: experiencias de América Latina*, serie Financiamiento del Desarrollo, núm. 6, Proyecto Regional Financiamiento del Desarrollo, CEPAL/PNUD, mayo de 1990.

7. Carlos Massad y G. Held (eds.), *Sistema financiero y asignación de recursos: experiencias latinoamericanas y del Caribe*, Proyecto Regional Financiamiento del Desarrollo, CEPAL/PNUD, GEL Editores, Buenos Aires, 1990.

modificarse en forma considerable con el simple expediente de emplear técnicas que traten adecuadamente el efecto de la inflación en las diferentes partidas de la contabilidad de las empresas. De no contarse con mecanismos de esta naturaleza, el resultado del ejercicio puede mostrar importantes divergencias entre el capital y las utilidades contables y las efectivas.

Los sistemas tributarios pueden afectar en forma notable los estímulos al ahorro de las empresas. Los incentivos fiscales son un aliciente importante para la reinversión de utilidades. Sin embargo, su uso sólo es eficiente cuando el sistema impositivo está adecuadamente fiscalizado. Si los impuestos no se pagan, las exenciones tributarias no funcionan como mecanismo de estímulo.

### *Medidas adicionales de fomento del ahorro*

La respuesta del ahorro voluntario a los mecanismos tradicionales de incentivos es insuficiente para financiar la transformación productiva de los países de América Latina y el Caribe. En efecto, ni la tasa de interés de mercado, ni la recuperación del ingreso de los agentes económicos como resultado de la reactivación económica y ni el fortalecimiento del ahorro fiscal generarán por sí solos los aumentos de ahorro necesarios.

Es preciso, así, recurrir a políticas e instrumentos que promuevan el ahorro mediante otros mecanismos, como: a) fomentar el ahorro institucional por medio de reformas a los sistemas de pensiones; b) alentar el ahorro voluntario como requisito para adquirir una vivienda, y c) promover el ahorro voluntario para tener acceso a la educación y la capacitación.

### *Sistemas de pensiones y ahorro institucional*

Los sistemas de seguridad social para la jubilación pueden cumplir dos funciones fundamentales: una social, que consiste en mantener el nivel de ingreso de las personas durante su vejez, y otra económico-financiera, esto es, como instrumento para movilizar ahorro interno y financiamiento de la inversión. Si bien el objetivo central de esos sistemas es cumplir la primera función, es posible que, sin sacrificar este objetivo, también permitan aumentar el ahorro.

Dentro de la función económico-financiera, el potencial que ofrece el ahorro institucional o contractual de los trabajadores obliga a insistir en las reformas de los sistemas de pensiones en los países de la región. El principal argumento para justificar algunas formas obligatorias de ahorro de los trabajadores (ahorro institucional) es la "miopía" con que las familias enfrentan sus decisiones de ahorro a lo largo del ciclo de vida. Esto tiene que ver con su falta de previsión respecto a su situación de ingreso en la vejez o con el descuento de ingresos futuros a tasas de interés que exceden la tasa de descuento social. En la medida en que exista tal "miopía", las

cotizaciones por concepto de pensiones podrán contribuir a elevar el ahorro nacional. El efecto sobre el ahorro dependerá del tipo de sistemas de jubilación, que son básicamente dos: el de reparto, tradicional en la región, y el de capitalización individual.<sup>8</sup>

Mediante el sistema de reparto se captan los ingresos de los trabajadores activos para beneficiar a los pasivos en función de beneficios predefinidos, pudiéndose acumular fondos de reserva de propiedad común. En este último caso, y teniendo en cuenta la "hipótesis de la miopía", el sistema contribuiría a incrementar el ahorro privado. Por cierto, tales ahorros desaparecerán en la medida en que se utilicen para financiar otros gastos corrientes del fisco o el consumo de otros agentes de la economía.

La instauración de un sistema de pensiones basado en la capitalización individual obligatoria aumentará el ahorro neto, pues al existir cierto grado de "miopía", los recursos ahorrados serán mayores que los ahorros voluntarios. Sin embargo, este resultado tiende a anularse si un sistema de capitalización reemplaza a uno de reparto con una cobertura relativamente amplia.

El carácter institucional que adquiere esta forma de ahorro ofrece una valiosa oportunidad para introducir mecanismos financieros de mayor plazo. Esto favorecerá la materialización de proyectos de mediano y largo plazos más acordes con una estrategia de desarrollo sustentable, es decir, una en la que las decisiones que se adopten hoy no perjudiquen el bienestar de las generaciones futuras.

Este ahorro, canalizado mediante el sistema financiero, puede también fortalecer los mercados de valores, especialmente los accionarios, con el fin de promover composiciones de pasivos más intensivos en capital y menos en deuda. Esto contribuirá a dar mayor estabilidad y menor vulnerabilidad financiera a las empresas.

Las cifras pueden ser enormes. En Chile, el nuevo sistema de pensiones maneja recursos equivalentes a la mitad del PIB y las proyecciones indican que alcanzará una magnitud similar a la del producto total.

### *Sistemas de ahorro voluntario para la vivienda*

Si bien la capacidad de ahorro de los trabajadores de ingresos

8. Véase A. Uthoff y R. Szalachman (eds.), *Sistema de pensiones en América Latina: diagnóstico y alternativas de reforma*, Proyecto Regional Políticas Financieras para el Desarrollo, CEPAL/PNUD, Santiago de Chile, 1991. Véase también A. Iglesias y R. Acuña, *Sistema de pensiones en América Latina. Chile: experiencia con un régimen de capitalización 1981-1991*, Proyecto Regional Políticas Financieras para el Desarrollo, CEPAL/PNUD, Santiago de Chile, 1991.

reducidos suele ser baja —y ciertamente ahorrarían poco si el único aliciente fuera la tasa de interés—, la experiencia ha demostrado que son capaces de esfuerzos importantes de ahorro cuando con ello pueden adquirir una vivienda digna. De hecho, muchos deben destinar una parte no despreciable de sus ingresos (al menos 10%) para financiar el arriendo de una vivienda con frecuencia insalubre.<sup>9</sup>

La posibilidad de mejorar de manera notable la calidad de su vivienda y que ésta llegue a ser propia puede movilizar un esfuerzo significativo de ahorro. Empero, ello no siempre será suficiente para financiarla del todo, ya sea de manera autónoma o mediante canales de financiamiento normales. El otorgamiento de viviendas sociales o el acceso a su financiamiento se basa en el máximo esfuerzo del propio beneficiario, lo que no sólo permitirá elevar el ahorro, sino que reducirá el déficit habitacional en forma más digna y menos dependiente.

Ampliar el acceso a las fuentes de financiamiento para la vivienda a personas de bajos ingresos, que sin ese recurso normalmente no ahorrarían lo suficiente, requiere: *i*) crear cooperativas de viviendas; *ii*) utilizar la alternativa intermedia del arrendamiento con opción de compra, y *iii*) lograr que el otorgamiento de viviendas sociales dependa en forma significativa de un esfuerzo de ahorro de los propios beneficiarios, ya sea en dinero o en trabajo.

Las cooperativas de ahorro y crédito para la vivienda constituyen un medio para movilizar fondos de personas y familias de los estratos de ingresos medios y bajos, tanto del sector rural como del urbano, que no tienen acceso adecuado a las instituciones financieras establecidas. Las cooperativas pueden ser particularmente importantes para financiar ampliaciones o mejoras de la vivienda y, en menor medida, para comprarla o construirla.

El arriendo de una vivienda básica satisface especialmente las necesidades de las familias jóvenes de menores ingresos y puede considerarse como una etapa previa a la adquisición definitiva. Una alternativa, que puede llegar a desempeñar un papel significativo, es que una empresa adquiera viviendas sociales para arrendarlas mediante un contrato de largo plazo que incluye la opción de compra.

Hasta ahora, no ha habido inversión de capital privado en viviendas básicas en América Latina y el Caribe. Ello obedece al sesgo de las políticas públicas hacia la construcción de este tipo de viviendas para venderlas y a que las reglamentaciones y normas relativas al arriendo y compraventa han restado atractivo a ese tipo de inversiones.

Una forma de promover el ahorro podría ser asignarle un puntaje a fin de que pudiera considerarse como uno de los factores para

obtener subsidio público, en calidad de fuente complementaria de financiamiento.

Dado que los ingresos de muchas familias son muy bajos, debería considerarse la posibilidad de que éstas compensaran parte del ahorro previo con el aporte de su propia mano de obra en la construcción, respecto de lo cual ha habido numerosas experiencias exitosas en la región. En una economía sólida, en la que toda la fuerza de trabajo tuviera acceso a un empleo productivo, la autoconstrucción masiva violaría los principios elementales de la especialización y de división del trabajo. No obstante, en economías en desarrollo, caracterizadas por altos niveles de subempleo y subutilización de la fuerza de trabajo, es importante movilizar estos recursos, que de otro modo podrían quedar ociosos, y con ello fomentar la solidaridad y la ayuda mutua.

### *Sistema de ahorro voluntario para la educación y capacitación*<sup>10</sup>

Pese a que la inversión en educación y capacitación es muy conveniente para el país y para las personas, no sólo desde el punto de vista social sino desde la perspectiva económica, en la práctica no hay un mercado de capital para financiar este tipo de inversiones. Ello hace que el país invierta poco en capital humano y sacrifique así tanto el crecimiento como la equidad.

Una condición necesaria para que se cree dicho mercado de capital es que se implanten sistemas de cobro y garantía eficaces. De haberlos, la rentabilidad de tales inversiones las haría atractivas para el sistema financiero.

Una manera práctica de superar los problemas de garantía y de cobros seguros y expeditos consiste en aprovechar el sistema de recaudación amplia de la seguridad social y agregar a sus funciones provisionales de ahorro forzoso la de descuento y reembolso automático para tales fines. De ser así, cualquier banco o institución financiera podría otorgar un préstamo a una persona para su educación o capacitación.

### **Instituciones financieras e intermediación de fondos**

**L**a movilización del ahorro y la calidad de la inversión son factores decisivos en la transformación productiva. En este contexto, los bancos y las instituciones financieras adquieren particular significado: a) estimulan el ahorro por medio de una gama de instrumentos financieros de diversa rentabilidad, riesgo y liquidez, captando fondos de los agentes superavitarios que de otra manera permanecerían ociosos; b) mejoran la eficiencia en la asignación de recursos al evaluar antecedentes y financiar proyec-

9. Véase CEPAL, *Un enfoque integrado...*, op. cit.

10. *Ibid.*

tos rentables de inversión de agentes deficitarios de fondos que de otro modo no se realizarían. En este proceso, los bancos y las instituciones financieras generalmente canalizan depósitos, captaciones y fondos pasivos de menor tamaño y plazos relativamente cortos hacia colocaciones de crédito e inversiones de mayor tamaño y plazos más largos, asumiendo riesgos de cartera propios de la intermediación de fondos, y c) el sistema financiero también contribuye al desarrollo económico y a la transformación productiva al reasignar fondos hacia actividades o sectores rentables, con lo cual agiliza el desplazamiento de recursos reales entre las ramas económicas.

En la práctica, el aporte a los procesos de acumulación que puede efectuar el sistema financiero depende de factores externos a su ámbito y de otros internos vinculados a su organización, reglamentación y marco legal. Entre los primeros destacan:

i) Las políticas que promuevan y aumenten el ahorro, con el fin de proporcionar fondos de naturaleza no inflacionaria que los bancos y las instituciones financieras puedan captar e intermediar.

ii) El equilibrio razonable entre las variables macroeconómicas, en particular, en la situación financiera del sector público, que hagan posible tasas de inflación bajas y estables.

Una situación financiera precaria del sector público se manifiesta habitualmente en cargas cuasifiscales que gravan la intermediación de fondos mediante encajes elevados no remunerados e inversiones obligatorias en títulos públicos de bajo rendimiento. Estos últimos abultan los márgenes de intermediación de la banca y afectan la competitividad de sus tasas de interés. Así, el ordenamiento de la situación financiera del sector público es doblemente importante para la banca: permite rebajar las cargas cuasifiscales y, al mismo tiempo, controlar una importante fuente de presiones inflacionarias. Mientras que las primeras promuevan un mejor perfil o nivel de las tasas de interés, una inflación baja y estable permite estabilizar las tasas y extender el plazo al cual se captan y colocan fondos.

iii) Un sistema de precios que proporcione señales correctas de asignación de recursos, incluyendo tipos de cambio realistas y creíbles, y que junto con el ordenamiento de las variables macroeconómicas contribuya al logro de tasas de interés reales positivas pero moderadas.

Los factores internos del sistema financiero que más influyen en su solvencia y eficiencia como captador e intermediador de fondos son:

i) Organización de los bancos y las instituciones financieras que aproveche eventuales economías de escala y promueva la competencia. Ello con el fin de avanzar hacia regímenes más libres de asignación del crédito y de determinación de las tasas de interés.

ii) Marco legal que otorgue confianza y facilite las operaciones financieras, en particular las captaciones de fondos a mediano y largo plazos.

iii) Establecimiento de vigorosos mecanismos de regulación y supervisión de la solvencia de los bancos y las instituciones financieras, con normas prudentes de diversificación de cartera y exigentes requisitos de provisiones y de capital, y una autoridad pública con poderes de supervisión efectivos.<sup>11</sup>

iv) Gestión sana y segura de las colocaciones de crédito de los propios bancos e instituciones, con apego a normas estrictas sobre el otorgamiento de créditos y la constitución de garantías.

A partir de los factores externos e internos que determinan el desempeño de los bancos y las instituciones financieras como captadores e intermediadores de fondos, el papel de la política financiera se extiende a dos grandes áreas con miras a promover la formación de capital. La primera se refiere a la profundización financiera o al desarrollo de un sistema financiero moderno. La segunda involucra la complementación financiera o la creación de instituciones e instrumentos encaminados a cubrir vacíos y segmentaciones en los mercados de crédito y de capital. En ambos casos, el desempeño de los bancos depende significativamente de su organización.

### *Profundización financiera*

Una profundización financiera exitosa se caracteriza por su propensión a integrar en forma progresiva el sistema monetario y financiero a sectores cada vez más amplios de empresas y personas; introducir nuevas instituciones e instrumentos financieros que amplíen la gama de alternativas en cuanto a rentabilidad, riesgo, liquidez y plazo de las operaciones; disminuir los márgenes de intermediación entre las tasas de interés activas y pasivas y contribuir al logro de rendimientos reales positivos pero moderados en el marco de mercados de crédito y de capital más libres y competitivos. El aspecto más visible de la profundización financiera es un aumento de los fondos pasivos o activos del sistema financiero en relación con el PIB.

Las experiencias de los países de la región en los dos últimos decenios muestran que los resultados del sistema financiero dependen en forma decisiva de políticas que aumenten el ahorro, ordenen la macroeconomía y las finanzas públicas y fortalezcan los regímenes de regulación y supervisión de las instituciones financieras. Cuando estas condiciones no se cumplen plenamente,

11. Véase G. Held y R. Szalachman (eds.), *Regulación y supervisión de la banca: experiencias de América Latina y el Caribe*, Proyecto Regional Políticas Financieras para el Desarrollo CEPAL/PNUD, Santiago de Chile, 1991.

la liberación financiera no ha conducido a la profundización. Más bien ha generado sistemas financieros frágiles, proclives al sobreendeudamiento, con operaciones centradas en el corto plazo a tasas de interés elevadas y márgenes de intermediación muy abultados.

La liberación del crédito y las tasas de interés en Chile a mediados de los setenta ejemplifica muy bien estos argumentos. Esta experiencia se dio en el contexto de un severo programa de estabilización y de reformas económicas; en presencia de fuertes desajustes macroeconómicos y fallas notables en la regulación y supervisión de la solvencia: La liberación del crédito y de las tasas de interés condujo en el período 1976-1981 a un ritmo de expansión de la cartera de crédito y de activos equivalente a cinco veces la tasa de crecimiento del producto, con tasas reales de interés activas equivalentes a tres veces la tasa de crecimiento del producto, y con márgenes de intermediación (*spread*) brutos anuales de alrededor de 10%.<sup>12</sup> En 1981, después de seis años de franco apogeo económico y financiero, surgió una crisis de insolvencia de insospechada gravedad. Esta última originó operaciones cuasifiscales por parte del Banco Central en programas de rescate y apoyo de la banca nacional y en reprogramaciones y redenominaciones de deudas que implicaron pérdidas a este Banco equivalentes a 40% del PIB de Chile de 1989.

Sin embargo, desde la mitad de los ochenta el sistema financiero chileno ha registrado importantes avances en la profundización financiera, en un contexto de mercados de crédito y de capital notablemente libres, pero regulados y supervisados en forma adecuada. En este avance destacan la reforma provisional de 1981, basada en un régimen de capitalización en cuentas individuales y cotizaciones obligatorias; las medidas de ordenamiento macroeconómico de 1982-1985, y la drástica reestatización y luego reprivatización de la mayor parte de la banca, así como la reforma del régimen de regulación y supervisión de ésta, que culminó en el año de 1986.

La mayoría de los países de América Latina y el Caribe tiene un largo camino por delante en el logro de sistemas financieros modernos. Los siguientes factores son por lo general importantes en la etapa de desarrollo actual de sus mercados financieros:

- i) reestructurar y reformar la banca, incluyendo la solución de problemas de solvencia heredados y la redefinición de su campo de actividades hacia instituciones financieras menos especializadas y más orientadas al mercado;
- ii) promover el desarrollo de bolsas de valores competitivas y transparentes, e

12. Véase C. Massad y G. Held (eds.), *Sistema financiero y asignación de recursos*, Proyecto Regional Financiamiento del Desarrollo, CEPAL/PNUD, GEL Editores, Buenos Aires, 1990.

iii) introducir formas institucionalizadas de ahorro laboral ligadas a las pensiones y los seguros, así como inversionistas institucionales que administren fondos de mediano y largo plazos para apoyar el desarrollo de los mercados de capital y el suministro de fondos de mediano y largo plazos idóneos para la inversión.

### *Complementación financiera*

**E**l desarrollo de un sistema financiero moderno es un proceso de largo plazo que comprende varios decenios. En ese transcurso, las instituciones financieras establecidas tienden a favorecer las operaciones financieras con empresas comerciales e industriales de gran tamaño, por lo general del medio urbano. Así, en economías en desarrollo de naturaleza heterogénea, con fuertes diferencias de ingreso y productividad, estas instituciones muestran un decidido sesgo en contra de las operaciones financieras con empresas pequeñas y medianas, tanto del sector rural como urbano, y con las familias de menores ingresos.

En los países de la región es frecuente que estos agentes carezcan de acceso a los mercados de crédito y de capital y que cuando lo tienen el costo financiero es elevado. Por lo general la mayor parte de esas empresas recurre a autofinanciar sus proyectos de inversión. En el caso del crédito, las limitaciones son particularmente severas para las pequeñas empresas y los agentes que desean emprender una actividad productiva. Esto ha impedido realizar un gran número de proyectos rentables de inversión que habitualmente tienen una fuerte incidencia en la creación de empleos productivos.

Los problemas de acceso se originan con frecuencia en el monto reducido de las operaciones, la percepción de un riesgo elevado ante la falta de un historial de pago y la carencia de garantías adecuadas, entre otros factores. En el caso de cuentas de ahorro y otros instrumentos de captación de fondos, es fácil encontrar requisitos de monto mínimo o tasas de interés que minan las posibilidades de ahorro de las personas y de las familias de menores ingresos.

Los vacíos y las limitaciones de los mercados de crédito y de capital no son exclusivos de América Latina y el Caribe. Aun los mercados financieros de los países más desarrollados muestran vacíos y sesgos en contra de las empresas medianas y pequeñas, sus proyectos de inversión y las operaciones financieras que implican riesgos.

Esta situación señala la segunda área en la que la política financiera puede desempeñar un papel importante en pos del desarrollo económico. La complementación financiera busca que las empresas pequeñas y medianas, las personas que desean emprender una actividad productiva y las familias de menores ingresos, tengan un acceso más competitivo y en condiciones crecientes de igualdad a la generación y asignación de fondos en los mercados de crédito y



de capital. Como tal, las políticas de complementación financiera tienen el mérito de contribuir de manera simultánea a la eficiencia y la equidad mediante la generación de capital, ingresos y empleo en empresas y agentes que operan en menor escala.<sup>13</sup>

Estas políticas implican, en primer término, instituciones e instrumentos financieros que movilicen los ahorros de esos agentes y que cubran sus necesidades específicas de financiamiento, complementando la profundización financiera en marcha. En segundo lugar, hacen necesario revisar las normas y regulaciones de las instituciones financieras que discriminan injustificadamente las operaciones financieras de esos agentes. El contenido de las políticas de complementación financiera puede considerar:

*i)* La evidencia disponible señala que las personas y familias, incluyendo las de menores ingresos, están dispuestas a ahorrar si esto les brinda acceso a fondos para llevar adelante proyectos rentables y altamente valorados.

La importancia de esta fuente de ahorros es que se trata de movilizaciones que no dependen mayormente del incentivo de la tasa de interés, sino de la oportunidad de allegarse recursos financieros para realizar dichos proyectos. Se encuentran en este caso, especialmente, empresas pequeñas y personas de menores ingresos, por estar sujetas a una severa restricción de financiamiento (o de liquidez).

El requisito de ahorro previo constituye una condición para que empresas pequeñas o personas con proyectos rentables de inversión puedan obtener fondos idóneos de mediano y largo plazos. Otro tanto ocurre con el requisito de ahorro para las personas que deseen obtener financiamiento para una vivienda propia y, en determinados casos, capacitación profesional, educación superior y otros fines.

Estos ahorros previos sustituyen en parte las garantías. Como tales, aminoran además una de las restricciones crediticias.

*ii)* Lo importante en los fondos para proyectos rentables de complementación financiera es incrementar su disponibilidad a tasas de interés reales positivas pero moderadas. El subsidio crediticio o a las tasas de interés es de dudosa conveniencia teórica y práctica. Si los proyectos de inversión son rentables a esas tasas de interés, los subsidios al crédito no son necesarios. En cambio, si los proyectos de inversión no son rentables, no deberían ser objeto de crédito, a menos que generen beneficios no considerados en los cálculos de rentabilidad privada. En este caso, empero, los subsidios deberían canalizarse en forma directa mediante el presupuesto público. Diversas experiencias muestran que el otorgamiento de subsidios crediticios a sectores calificados como prioritarios, pero

insuficientemente rentables, ha desplazado fondos hacia sectores más rentables. Los menos rentables y subsidiados se convierten en una suerte de intermediarios informales, que capturan una renta generada por el subsidio.

*iii)* En muchos casos el mero acceso al crédito en proyectos de la pequeña empresa es insuficiente para lograr los incrementos de producción programados que aseguren el repago de las deudas. El suministro simultáneo de capacitación o asistencia técnica a los usuarios del crédito puede ser decisivo para alcanzar buenos resultados económicos y financieros.

*iv)* El elevado riesgo que la banca asigna a las demandas de crédito para capital de trabajo y para proyectos de inversión de la pequeña y mediana empresas se deriva en buena parte de la ausencia de información confiable que permita evaluar la capacidad y las intenciones de pago de estos agentes.

A fin de reducir las barreras al mercado de crédito para estas empresas, es fundamental poner a su disposición un programa de apoyo que les permita elaborar los informes estandarizados de situación financiera y de proyecciones de caja que acompañan las solicitudes de crédito. En tal caso, el importante gasto que acarrea la recopilación y evaluación de estos antecedentes para las pequeñas empresas, y la creación significativa de empleos productivos que involucra la puesta en marcha de sus proyectos, justifica un subsidio público a las consultorías financieras de estas empresas.

La ausencia de garantías adecuadas puede solucionarse recurriendo al arrendamiento mercantil de bienes de capital (*leasing*), a círculos de deudores que avalen mutuamente sus créditos o a modelos de seguro a los créditos. Estos últimos pueden ser temporales y estar sujetos a un subsidio público a fin de promover el otorgamiento de créditos. En cambio, la herramienta tradicional de fondos de garantías está limitada por el serio inconveniente de que el banco o la institución acreedora pierde incentivos para prestar contra el flujo de ingresos del proyecto.

*v)* Los riesgos que los mercados formales de capital asignan a los proyectos de inversión de las empresas mediana y pequeña son tan elevados que por lo general a éstas se les excluye de la emisión de valores y de su cotización en bolsa. Esto justifica la introducción de fondos de capital de riesgo y de inversión.

Los siguientes principios pueden dar contenido a la complementación financiera con diversas operaciones e instrumentos financieros que llenen vacíos y segmentaciones en los mercados de crédito y de capital:

*i)* Vincular el ahorro de las pequeñas empresas y de las personas que desean emprender proyectos de inversión con el acceso al crédito.

*ii)* Relacionar el ahorro de las personas y de las familias con la

13. Véase CEPAL, *Un enfoque integrado...*, op. cit.

disponibilidad de crédito para vivienda, educación, capacitación y otros fines.

iii) Diversificar las operaciones activas o de colocación de créditos de los bancos de desarrollo mediante instrumentos financieros adecuados a los agentes y las empresas que operan en menor escala, tales como el arrendamiento mercantil, círculos de deudores, seguros a los créditos y fondos de capital de inversión, los cuales tienen gran potencial de desarrollo en los países de América Latina y el Caribe.

iv) Ampliar las operaciones pasivas o de captación de fondos de los bancos de desarrollo, fortaleciendo los instrumentos financieros de mediano y largo plazos para crear una base financiera propia que mitigue su dependencia de los fondos públicos o provenientes del exterior.

v) Si se mantienen líneas de crédito dirigidas, será preciso fortalecer las condiciones de acceso eliminando los subsidios a la tasa de interés, canalizar los fondos disponibles a actividades como exportaciones, reforestación, investigación y desarrollo de nuevos productos, así como a determinados tipos de financiamiento (privilegiando el mediano y largo plazos), en vez de la tradicional orientación de apoyo crediticio a los sectores productivos.

Sería necesario, además, simplificar los procedimientos para utilizar los recursos acordados. Un mecanismo que ha tenido éxito es el empleo de una tarjeta de crédito similar a las que usan los consumidores. Este sistema ya opera en México y recientemente se anunció en Chile.

### *Organización de la banca*

**E**n países con mercados financieros poco desarrollados, una mayor especialización de las instituciones financieras y de la propia banca de desarrollo es en parte inevitable. Si se mantienen bancos o fondos especializados de desarrollo, surge la necesidad de prever procedimientos especiales para enfrentar los riesgos de cartera que se derivan de una alta concentración crediticia. Tales procedimientos van desde una relación de capital a activos relativamente alta hasta obligaciones de aprovisionamiento de la cartera especialmente cuidadosas. Aunque ellos aumentan los costos o reducen la rentabilidad, son en general inevitables si no se desea correr el riesgo de insolvencia de la institución financiera. Es evidente que la necesidad de una cuidadosa y frecuente evaluación de la cartera de activos es mayor en estos casos.

La organización de los bancos sobre la base de operaciones múltiples, en vez de la especialización, se apoya en argumentos importantes. La banca múltiple puede diversificar más ampliamente sus riesgos, situarse mejor para expandirse hacia nuevas actividades en función de la dinámica del mercado financiero y absorber con mayor facilidad la carga de sus costos fijos. La banca especializada

está más expuesta al riesgo sistemático de las actividades o sectores a los que presta.

La reorganización de la banca de desarrollo tradicional en torno a los conceptos de complementación financiera, operaciones activas y pasivas múltiples y una gestión sana orientada a su propia rentabilidad y al mercado, es el camino que les dará viabilidad y vigencia en muchos países de América Latina y el Caribe en los próximos decenios.

Obtener niveles de rentabilidad satisfactorios es decisivo para asegurar la permanencia de la banca de desarrollo en economías más orientadas al mercado y la competencia. Ello precisa eliminar los factores que han ocasionado proporciones anormales de cartera morosa mediante procedimientos sanos y seguros de gestión crediticia, el saneamiento de bancos con problemas de solvencia heredados y la fusión de bancos muy pequeños.

Sin una acción decidida basada en las sugerencias anteriores o en otras direcciones que se desee explorar, la existencia misma de la banca de fomento está amenazada. La apertura de los sistemas financieros y su globalización reduce rápidamente el campo de acción de la banca especializada a cierto tipo de operaciones definidas por su plazo, monto y destino. La necesidad de crecer para subsistir, diversificando el riesgo y presentando un perfil atractivo para los recursos externos, está destinada a prevalecer sobre la especialización más restringida.

Existe un campo de acción muy definido para instituciones que se especialicen en atender segmentos que no cubren los mercados financieros formales. Es decir, hay un área de acción para instituciones que encuentren su vocación en perfeccionar mercados, completar mercados incompletos y abrir un campo de oportunidades para un gran sector de nuestras poblaciones que está excluido del acceso a los sistemas financieros formales.

Esta tarea es básica para el desarrollo, ya que podría poner en acción talentos y capacidades hoy excluidos. Asimismo, es fundamental para la sustentabilidad de los sistemas democráticos, puesto que incorporaría a los beneficios del sistema a sectores hoy marginados, así como para la equidad, pues facilitaría la acumulación de capital por parte de los grupos menos favorecidos de la sociedad, único camino verdadero para superar la pobreza.

Al señalar esto, sólo se dice una perogrullada: para salir de la pobreza es necesario entrar en la riqueza. Pero esta verdad evidente muestra mucho más: las políticas asistenciales no sirven sino como paliativos y el secreto para solucionar el problema de la pobreza está en facilitar formas de ahorro y financiamiento que permitan la acumulación de capital por parte de los más pobres. Las instituciones que encuentren su vocación en esta tarea y que la hagan rentable tendrán un reconocimiento social y político que asegurará que su eficiencia se transforme en rentabilidad y permanencia en el mercado. □