

Dos décadas de reformas financieras

John C. Edmunds

Cada vez que se comienza a hablar del crecimiento económico de América Latina, la reacción típica es hacer, con mucha preocupación, preguntas autocríticas. En las universidades y en las cafeterías a través de la región, y en los think tanks en Washington, las preguntas siempre son por qué América Latina no puede alcanzar tasas de crecimiento tan altas como las de China o India, y por qué no puede desarrollar nuevos negocios de rápido de crecimiento y alto valor agregado.

Sin embargo, durante las últimas dos décadas, en varios países de la región un sector de alto valor agregado y rápido crecimiento ha estado surgiendo desde una pequeña tradición con buenas bases. Ha ido cambiando, creando valor y catalizando crecimiento en otros sectores. Este sector ha surgido justo delante de los ojos de los más críticos con el crecimiento de la región, quienes lo desestiman porque no es del área de manufactura, su tecnología no deriva de ciencia pura, o porque de alguna otra manera no encaja en su noción preconcebida de cómo debiera ser el progreso.

Este nuevo negocio es el de los servicios financieros. Pero no se trata del negocio bancario. Hace dos décadas, los bancos quizá tenían una forma aceptable de relacionarse con el sector de los servicios financieros. En los países latinoamericanos que aún no han reformado su sistema financiero, eso todavía puede ser cierto. Pero en lo que sí lo han hecho, el conjunto de proveedores de servicios financieros ha crecido mucho y las nuevas clases de intermediarios enfrentan sus tareas más eficientemente que los del antiguo estilo de los bancos comerciales.

Además, los países de América Latina han sido innovadores en el área de servicios financieros. El proceso de reformas no ha sido un

simple ejercicio de copiar los cambios desarrollados en los países ricos. Al contrario, América Latina ha sido una fuente de innovaciones que otros países han copiado. El ejemplo más obvio es el del sistema de pensiones chileno, aunque el Novo Mercado de Brasil también merece una mención honorable. Es original y ha sido efectivo. Pasó por encima de los poderosos intereses que buscaban mantener las antiguas reglas y le dio a la clase media brasileña una muestra de lo que los mercados accionarios pueden hacer cuando están bien diseñados. Ahora, los brasileños se dieron cuenta de que las antiguas normas tenían reducidos a los mercados y les impedían ser una abundante fuente de capital para nuevas empresas. Aún hay unas pocas compañías tradicionalistas en Brasil, obstinadamente aferradas a su arcaica estructura de capital, con múltiples clases de acciones, directorios nepotistas, auditores amigos y gobiernos corporativos condescendientes. Pero sus días están contados. Tarde o temprano estas recalcitrantes compañías necesitarán capital, y para obtenerlo, tendrán que listarse en el Novo Mercado y obedecer sus reglas.

El crecimiento de los servicios financieros en varios países de la región ha sido sorprendente. En Chile, el sector se ha expandido tanto que el total de los activos financieros excedieron las exportaciones anuales de productos industriales de Taiwán. En 1984, el valor, en esa categoría, de las exportaciones taiwanesas fue de US\$ 28.847 millones, y en 2005, era de US\$ 186.924 millones. Es un logro impresionante, que también muestra Chile. En 1984, el valor de los depósitos bancarios, bonos y acciones en Chile era del 76,5% de su PIB, o US\$ 14.700 millones. A fines de 2005, el valor total de estos activos había alcanzado el 204% del PIB, es decir, US\$ 235.036 millones. Chile creó riqueza financiera a una tasa promedio anual de 14,1%.

Los logros de Brasil son más recientes. Desde fines de 2002 hasta mediados de 2006, el valor de las acciones en el país había subido desde US\$ 83.200 millones a US\$ 445.100 millones.

Puede parecer equivocado comparar exportaciones anuales con indicadores de riqueza financiera acumulada, pero vale la pena hacerlo, porque pone la luz sobre el concepto de productividad. Todos saben que la productividad es la única fuente de progreso económico. Las técnicas para medir la productividad, sin embargo, son muy estrechas. Surgieron en el sector manufacturero de los países ricos. En servicios financieros, el instinto es medir productividad de la manera tradicional, por ejemplo, estudiando los costos de transacción. Pero la productividad en servicios financieros es más que transacciones automáticas. Tiene dos componentes más importantes que hay que medir. Primero, cuán eficientemente el sistema financiero de un país asigna créditos y capital de riesgo. Y, segundo, cuán altamente el sector financiero de un país puede valorar flujos futuros de caja. Aplicar esta visión más global de productividad revela que el desempeño de los reformados sistemas financieros de América Latina es mucho mejor que el del sistema bancario asiático, dominado por el sector manufacturero. Los críticos del crecimiento latinoamericano han caído en la trampa de usar medidas de productividad que no sirven para valorar servicios sofisticados. En consecuencia, inadvertidamente subvaloran los logros de los sistemas financieros de la región y no reconocen que ésta ha sido innovadora.