

# Creación de un Mercado de Capitales y Valores en Centro América

**PAUL VINELLI**

Vicepresidente del Banco Atlántida de El Salvador

Se me informa que recientemente la CEPAL se ha encargado de reunir un sinnúmero de técnicos que están haciendo investigaciones en cada país de la región sobre el estado actual de los mercados de valores, y que próximamente emitirán un informe precisamente sobre los tipos y carácter de valores futuros y la oferta de títulos característicos y sobre la estructura de los mercados; por lo cual, según indiqué al principio, trataré solamente de dar algunas indicaciones, esperando que ello provoque un intercambio de opiniones que nos permita profundizar un poco más sobre esta materia.

No es extraño que las necesidades del desarrollo económico excedan en mucho la capacidad de capitalización de los ahorros Centroamericanos. En una etapa inicial de toda área en desarrollo, se hace necesario depender de la ayuda extranjera, de los movimientos de capital del exterior; pero a la larga la formación de capital tendrá que basarse en el incremento del ahorro nacional y su canalización hacia fines productivos. El bajo nivel de la renta es, naturalmente, la causa principal de la exigüidad del ahorro; esta situación hace necesario encontrar medios para estimularlo y para dirigirlo hacia el bienestar económico de esta área.

Los mercados de valores constituyen valiosos instrumentos para que el capital privado contribuya a la realización de dicho destino y sus operaciones en mercados libres han servido como instrumentos tanto de regulaciones monetarias como crediticias. Sin embargo, no es posible lograr la creación de tales mercados con la sola promulgación de leyes; es necesario que el factor educativo haya creado la costumbre del ahorro orientado hacia la inversión en títulos valores. Quiénes son los ahorrantes? Por razón de la desigualdad de la renta, el ahorro está limitado, en la actualidad, a núcleos relativamente pequeños de individuos y empresas que pueden clasificarse en ciertos grupos bastante característicos. Uno es el del empresario que invierte directamente en el comercio, en la industria y en construcciones, el otro se limita a prestar sus ahorros a los primeros o los mantiene ociosos o los envía fuera del área, invirtiendo a veces en mercados de valores extranjeros.

El ahorrante de moderados recursos está ahora comenzando a surgir a raíz de la formación de una pequeña clase media. Aquel, sin embargo, por falta de conocimientos acerca de como opera un mercado de valores, o sea por su espíritu conservador, no ha demostrado todavía el suficiente interés en adquirir tales valores o entrar a participar en lo que podríamos llamar el mercado. Al contrario, hemos visto que tales individuos están empezando a formar ahorros a través de instituciones bancarias y especialmente en la última década hemos notado claramente en todo Centro América que los bancos comerciales casi se están convirtiendo en bancos de ahorro. También hemos visto que dichos individuos han sido atraídos a tipos de contratos de ahorro especial, como son las pólizas de capitalización, de ahorro y préstamo y contratos similares.

Otro importante grupo es el del inversionista institucional. De estos hay tres clases la empresa nacional que tiende a reinvertir casi la totalidad de sus ahorros en la expansión de su industria; la empresa extranjera que transfiere parte de sus ahorros al exterior y las empresas financieras, como son las empresas de seguros, bancos de ahorro, etc., que se desarrollan como prestamistas usualmente para el desarrollo de la construcción urbana. Ultimamente se ha tratado, mediante políticas monetarias de los bancos centrales, de encausar parte de dichos ahorros hacia fines más productivos, más a tono de la necesidad del área. Finalmente, hay en algunos países ahorros gubernamentales en forma de fondos de los institutos de seguridad social, de reservas de loterías, de reservas de bancos estatales y de instituciones autónomas. Estos fondos, en su totalidad desafortunadamente, han sido dirigidos a la adquisición de valores de carácter público.

Una característica de casi todos los países de esta área, que es igual a cualquier área menos desarrollada, es que se necesita realizar fuertes inversiones en obras de infraestructura, en caminos, energía eléctrica, comunicaciones y otras obras de interés público, antes que la iniciativa privada pueda constituirse en el principal estímulo del desarrollo económico. Esta situación conduce

a que, al menos en las primeras etapas, una considerable parte del ahorro disponible o del ahorro que se puede obtener del exterior esté dirigida a tales inversiones, lo que hace que el Estado tenga prioridad en acaparar los ahorros. Por ejemplo, en Honduras hasta Diciembre de 1963, el Banco Interamericano había realizado operaciones hasta por 17,500,000 de dólares, de los cuales 17 millones estaban dirigidos al sector público y medio millón al sector privado. Ello viene a demostrar claramente este precepto de canalización en la etapa inicial del proceso de desarrollo económico, de dirigir los principales recursos hacia el sector público para obras de infraestructura.

En los mercados de valores incipientes las obligaciones del gobierno son las que primero se vuelven negociables. Tales títulos u obligaciones de renta fija se caracterizan por tener tipos de interés bajo, que desafortunadamente constituyen el factor más desalentador para la mayoría de los inversionistas particulares. En consecuencia, casi la totalidad de bonos gubernamentales es colocada por medio de instituciones financieras, las cuales son a veces obligadas por ley para adquirir los mismos y a veces, como estaba hablando anteriormente, los fondos de seguridad social, de la lotería, etc., son igualmente invertidos en dichos valores. Entonces, dichos recursos, que pudieran ser cuantiosos, tienen forzosamente que estar circunscritos a la adquisición de esos valores de carácter público. Si bien es lógico, desde el punto de vista fiscal, una tasa de interés baja no se ajusta a la realidad económica de áreas menos desarrolladas donde el capital es escaso y forzosamente su precio tiene que ser alto.

La limitada cantidad de valores o la ausencia del mercado de los pocos que existen es otro obstáculo para el desarrollo de dicho mercado. Tal limitación, que no permite a los inversionistas diversificar adecuadamente sus carteras, se complica por la costumbre de financiar nuevas empresas o ampliar el capital de las establecidas mediante colocaciones de valores entre familiares del empresario o dentro de un grupo reducido de círculos de amigos. Esta es por cierto la experiencia en este país. Dicha práctica limita no sólo el número de valores que entrarían en el mercado sino que disminuyen el número de inversionistas potenciales que podrían operar en él. Este aspecto nos lleva a considerar el aspecto de liquidez que es importante en el desarrollo de cualquier mercado de valores.

El éxito de un mercado está medido tanto por el volumen como por la frecuencia de las transacciones. Estas características están íntimamente relacionadas con el número y capacidad financiera de los que pueden negociar en un mercado de valores. Como ya dije, en la economía centroamericana no

existe un gran número de ahorrantes y tampoco grandes ahorros. Esto constituye entonces un círculo muy vicioso, pues el número limitado de inversionistas ocasiona poco movimiento en un mercado de valores y la falta de liquidez aleja a los potenciales inversionistas.

Hay otros problemas: el de la estabilidad monetaria y económica. Hay que reconocer que en los últimos años, tal vez en el último siglo, un proceso inflacionario de carácter crónico, ha bajado el poder adquisitivo de las monedas de todos los países del mundo. Para el inversionista experimentado este factor viene a reducir los atractivos de los títulos valores de rendimiento fijo, es decir, los bonos, las cédulas hipotecarias, etc. Los rendimientos que podrían producir dichos títulos-valores, aún cuando estos lleven altos tipos de interés, quedan anulados parcialmente o totalmente por la pérdida resultante de la baja en el poder adquisitivo de la unidad monetaria.

La improvisación inherente a las economías poco desarrolladas hace que el proceso de creación de nuevas empresas sea más arriesgada que en un país altamente desarrollado; además, la vulnerabilidad cíclica asociada con las economías monocultoras o productoras de materia prima que produce fuertes fluctuaciones en la renta de tales países constituye otro obstáculo a la estabilidad y por consiguiente al desarrollo de mercados de valores.

Observemos que estamos en una etapa inicial de desarrollo industrial y a pesar del gran afán que se ha despertado en el área Centroamericana, tenemos que reconocer que tal vez el área es productora de mil, dos mil o cinco mil productos industriales, pero que es consumidora de cientos de miles de productos y como tal, cada nueva empresa viene a enfrentar dificultades que no se presentan en países que han logrado ya una etapa de desarrollo mucho más avanzado, donde existen los recursos naturales que permiten suplirse de la materia prima o de los otros factores de producción que forzosamente, en un área reducida como lo es Centro América no están disponibles y tienen que seguirse importando de afuera.

Como último obstáculo, miremos el problema del costo del mercado de valores. Es muy difícil operar al alcance del pequeño ahorrante un mercado de valores tal como existe en los países altamente desarrollados. La creación de valores a bajos precios viene necesariamente a multiplicar los trabajos de emisión y financiamiento, y el correspondiente costo de manejo de dichos valores de bajas denominaciones es alto.

A pesar de este panorama algo pesimista, hay muchas cosas que podemos hacer para promover un mercado. Las siguientes pautas han sido utilizadas con éxito en otras áreas; primero, que los pequeños ahorros de

que dispone el área centroamericana no se queden en manos de atesoradores, personas de consumos lujosos o empresarios de baja productividad. Mediante medidas de carácter fiscales, de carácter monetario o mediante nuevos atractivos, y educación se puede redirigir el ahorro.

Segundo, es necesario crear empresas que puedan proveer un flujo normal entre ahorrantes e inversionistas a costos razonables, como son: los bancos, las compañías de seguros, las cajas postales, los fideicomisos y las oficinas del seguro social. Necesitamos crear estos vínculos, estos recaudadores, de los ahorros pequeños para que sean éstos los que se inviertan.

Las financieras son las últimas instituciones que han surgido que pueden operar claramente en este campo.

Tercero, es importante que exista un rápido crecimiento en varios sectores, principalmente el industrial, y que los empresarios reinviertan una gran parte de sus ganancias en operaciones productivas. En muchos países —México es uno de ellos— ya se han creado incentivos tributarios de mucha importancia mediante las cuales se tributa en forma diferente la ganancia que es distribuida, de la ganancia que es reinvertida. Esta es una política que se debería adoptar en el área centroamericana.

Finalmente, es preciso crear un ambiente favorable para la atracción de capital extranjero, sea indirecto o directo, privado o público, de corto o largo plazo. Respecto a esta política sé que aún los industriales centroamericanos en una reunión de grupo de trabajo han expresado distintos puntos de vista. Debemos reconocer que hoy en día es extremadamente difícil ver los países exportadores de capital tomar los mismos riesgos que tomaban en la era de los veinte o a principios de siglo. Admitamos que se han vuelto mucho más cautelosos dichos inversionistas privados y que en la actualidad la competencia para el desarrollo económico entre las áreas menos desarrolladas en todo el mundo, no nos permite ser demasiado discriminatorios en seleccionar cuál capital participará y cuál quedará afuera.

En el área centroamericana se está hoy en día compitiendo con los atractivos que se están ofreciendo en Africa, que se están ofreciendo en Asia, que se están ofreciendo en cualquier área que está escaso de recursos de capitales. Dichas áreas están brindando grandes oportunidades y no son solamente las áreas menos desarrolladas. Hay aún dentro de los países exportadores de capitales, una gran lucha para la captación de di-

chos capitales internamente para que no se salgan. Por ejemplo, existen ciudades dentro de los Estados Unidos que están disputándose las industrias, ofreciendo además de exenciones tributarias, concesiones como la formación de jardines industriales, donde las ciudades obsequian terrenos, donde se obsequian energía, agua y desagües a cualquier industria que quiera establecerse en el área, sin discriminación.

En algunos países se han creado puertos libres, que han creado fuentes de producción, es decir, atraer industrias para emplear la mano de obra local.

Esta es la competencia que estamos observando alrededor del mundo. Se está haciendo cada día más reñida por lo cual hay que tener mucho cuidado, mucho tino, en la limitación que se le imponga al capital extranjero. Recuerden que la experiencia de los años de la post-guerra ha demostrado que el capital que entra tiene que tener una responsabilidad al área en que se ubique. Creo que no se le debe negar la oportunidad de entrar. Una vez estando adentro, estoy seguro, y esto lo hemos visto aún con los inversionistas tradicionales, que asumirán la responsabilidad que la era moderna exige.

Así que estoy seguro de que en esta etapa en que nos encontramos, de ahorros escasos y de un afán tremendo de acelerar el desarrollo económico, enfrentando la tasa demográfica más alta del mundo, Centro América necesita fuerte introducción de capital de fuera del área. Consecuentemente, tenemos la obligación como sector privado de atraer al capital privado extranjero, ya que como dije anteriormente, el capital que viene a través de los organismos internacionales se necesita principalmente para obra de infraestructura.

Ahora, para concluir, quiero apuntar la necesidad primordial de que mutuamente nos informemos sobre los títulos valores que tengamos disponibles; de crear dentro de nuestras propias empresas el deseo de que haya una distribución importante de nuestros títulos valores.

Para formar un mercado de valores centroamericano no podemos seguir con favorecer solamente los amigos, los familiares, los conciudadanos sino todos aquellos en el Mercado Común. Si nos comprometemos a hacernos conocer primero por la forma de movilizar nuestros capitales y después por los productos que queremos exportar habremos hecho una gran contribución que nos beneficiará individualmente y por ende acelerar el proceso de financiamiento del desarrollo económico centroamericano.