

Juan José Montoya Pérez ¹
Economista
jmontoyap05@gmail.com

Fecha recepción: abril 15 del 2016
Fecha aceptación: mayo 22 del 2016

Palabras claves: mercados financieros, crecimiento económico, inversión, liquidez

Key words: financial markets, economic growth, investment, liquidity

ISSN 2308 – 782X



Revista Electrónica de Investigación en Ciencias Económicas
<http://revistacienciaseconomicas.unan.edu.ni>
revistacienciaseconomicas@gmail.com
revistarucfa@unan.edu.ni

Resumen

El presente artículo ofrece una revisión de la literatura a nivel internacional sobre las vinculaciones existentes entre el desarrollo del sistema financiero y el crecimiento de la actividad económica. El rol provisto por los intermediarios financieros como el impacto que su accionar brinda a la hora de mitigar las fricciones de mercado tanto en relación al diseño de incentivos como a la reducción de restricciones de los agentes económicos, afectando las tasas de inversión y ahorro, la innovación tecnológica y, por ende, el crecimiento económico de largo plazo. Como

resultado los mercados financieros ofrecen a los inversores información, que cada agente utiliza para estimar la rentabilidad de los proyectos, como factor diversificado del riesgo, reduciendo, las restricciones de liquidez. Estas contribuciones afectan positivamente al crecimiento económico

Abstract

This article provides a review of international literature on the linkages between financial system development and growth of economic activity. The role provided by financial intermediaries and the impact that their actions provides in mitigating market frictions both in relation to the design of incentives to reduce restrictions economic agents, affecting the rates of investment and savings, technological innovation and, hence, economic growth in the long term. As a result, the financial markets offer investors information, each agent used to estimate the profitability of the projects, as diversified risk factor, reducing the liquidity constraints. These contributions positively affect economic growth.

¹ Artículo elaborado en el marco del desarrollo del programa de Doctorado en Ciencias Económicas y Sociales en la Universidad del Zulia, Venezuela.

Introducción

El presente artículo ofrece una revisión de la literatura a nivel internacional sobre las vinculaciones existentes entre el desarrollo del sistema financiero y el crecimiento de la actividad económica. La amplia bibliografía disponible en la materia intenta explicar tanto el rol provisto por los intermediarios financieros como el impacto que su accionar brinda a la hora de mitigar las fricciones de mercado tanto en relación al diseño de incentivos como a la reducción de restricciones de los agentes económicos, afectando las tasas de inversión y ahorro, la innovación tecnológica y, por ende, el crecimiento económico de largo plazo.

El importante rol que representan las instituciones en el desempeño económico, como paso previo a explicar la amplia controversia de los trabajos existentes en relación con el papel que juega un sistema financiero en el proceso de crecimiento económico de un país desde diferentes ángulos, tales como la cobertura de riesgos, los problemas de información, la movilización del ahorro, las facilidades de intercambio o la importancia de las estructuras financieras.

El crecimiento económico sostenible a largo plazo depende de la capacidad para aumentar las tasas de acumulación del capital físico y humano, de la utilización de los activos productivos resultantes de la manera más eficiente y de asegurar el acceso de toda la población a estos activos. La intermediación financiera facilita este proceso de inversiones movilizando el ahorro familiar y extranjero para la inversión empresarial, asegurando que dichos fondos se asignen de la manera más productiva y diversificando el riesgo y proporcionando liquidez con el fin de que las empresas puedan utilizar de manera eficaz la nueva capacidad.

Por tanto, el desarrollo financiero supone la fundación y la expansión de instituciones, instrumentos y mercados que apoyen el proceso de inversión y crecimiento. Tradicionalmente, el papel de los bancos y otros intermediarios financieros –desde los fondos de pensiones hasta los mercados de valores– ha

sido transformar el ahorro familiar en inversión empresarial, supervisar las inversiones y asignar fondos, y valorar y diversificar el riesgo. No obstante, la intermediación financiera genera importantes externalidades en este contexto, que aunque suelen tener un carácter positivo (como la provisión de información y liquidez) también pueden resultar negativas cuando se producen crisis financieras sistémicas –que son endémicas en los sistemas de mercado.

Por todo ello, el desarrollo financiero y el crecimiento económico están claramente relacionados, y dicha relación ha estado presente en la mente de los economistas, desde Smith a Schumpeter, aunque los canales, e incluso la dirección de causalidad, siga sin resolverse tanto en la teoría como en su forma empírica. Además, el amplio espectro de formas organizativas que adopta ha impedido llegar a ninguna conclusión clara sobre qué tipo de institución financiera optimiza el crecimiento económico. Sin embargo, la existencia de una relación causal fuerte entre determinadas formas organizativas de las instituciones financieras y la consecución de altas tasas de crecimiento económico se ha convertido últimamente en un axioma fundamental de la teoría económica, reforzado por la aparente conexión que reflejan ciertos estudios empíricos sobre las relaciones entre los indicadores de desarrollo financiero y las tasas de crecimiento observadas en diferentes países.

Una mayor profundidad financiera (es decir, ratios superiores de activos financieros totales con respecto a la renta o producto nacional) está asociada con mayores niveles de productividad y, por tanto, de renta per capita. Estos últimos también están asociados a una estructura financiera más avanzada, es decir: el desplazamiento del capital de los bancos a intermediarios financieros no-bancarios, y de ambos hacia los mercados de valores.

Material y métodos

El presente es una investigación documental, en él se expone la teoría y la práctica de las relaciones entre desarrollo financiero y crecimiento económico, que son la base del «nuevo modelo homologado» de reforma financiera en los países en vías de desarrollo. Se analiza las crecientes pruebas empíricas que sugieren que esta relación no es tan estrecha ni tan unidireccional como suele suponerse y que no ofrece una base sólida y clara sobre la que sustentar las prescripciones del nuevo modelo homologado.

Resultado y discusión

Impacto del desarrollo financiero sobre el crecimiento económico: Algunos puntos de vista.

Las opiniones de los economistas con respecto a la importancia que tiene el sistema financiero para el crecimiento económico difieren enormemente, con grandes antecedentes a nivel histórico. Bagehot (1873) y Hicks (1969) sostienen que el sistema financiero fue esencial para el inicio de la industrialización en Inglaterra al facilitar la movilización de capital para la creación de grandes obras. Schumpeter (1912) observaba que los bancos, cuando funcionan bien, estimulan la innovación tecnológica al identificar y financiar a los empresarios mejor preparados para crear, exitosamente, productos innovadores y nuevos mecanismos de producción. Por su parte, Robinson (1952), en cambio, declara que las finanzas surgen tras el desarrollo empresarial, que sirve de sustento al crecimiento económico por lo que, según este punto de vista, el desarrollo económico crea una demanda de determinados tipos de mecanismos de financiamiento, donde el sistema financiero responde automáticamente a esa demanda.

Según McKinnon (1973), la liberalización de los mercados permite una profundización financiera que refleja una mayor utilización de la intermediación financiera por parte de ahorradores e inversores y la monetización de la economía, a la vez que permite el flujo eficiente de recursos entre las personas y las instituciones a lo largo del tiempo. Todo ello fomenta el ahorro y reduce las restricciones sobre la acumulación de capital a la vez que mejora la eficacia en la asignación de inversiones mediante la transferencia de capital hacia los sectores más productivos.

El desarrollo financiero fomentado por la liberalización debería, por tanto, aumentar el nivel de inversiones y su eficacia. Estas ventajas incluyen una disminución de la auto-inversión de las empresas con tasas de rendimiento bajas o incluso negativas, una distribución del crédito por los mercados de capital en vez de por las autoridades públicas y los bancos comerciales, una reducción de las inversiones intensivas en capital a causa de los mayores costes de capital derivados de su escasez, el alargamiento del período de madurez financiera y la eliminación de los fragmentados e ineficaces *curb markets*² (Balassa, 1993). El desarrollo del sistema financiero facilita la diversificación de cartera, que permite a los ahorradores reducir el riesgo y ofrece más posibilidades de elección para los rendimientos crecientes de los inversores. Otra función importante del sistema financiero es la de recopilar y procesar información sobre proyectos de inversión (con mejor productividad) de manera rentable, lo que reduce los costes de inversión para los inversores individuales (King y Levine, 1993b). La capacidad productiva de la economía viene determinada tanto por la calidad como por la cantidad de la inversión, y el grado de utilización de la capacidad productiva resulta tan importante como la capacidad instalada. Se confía en que la mejora de las restricciones a los créditos –en particular al capital circulante– mejore la

² Mercados de valores que negocian títulos pero no forman parte de la Bolsa de Valores (New York Stock Exchange, etc.) (N. del T.).

eficiencia de la asignación de recursos y por tanto reduzca la brecha entre la producción real y potencial.

Este nuevo modelo no aclara cuáles son las formas institucionales que deberían reemplazar al sistema anterior, que a pesar de ser obviamente ineficiente apoyaba de forma directa la inversión estratégica y los objetivos de crecimiento. De hecho, los sistemas financieros ejercen cinco amplias funciones. En primer lugar, facilitan información ex ante sobre posibles inversiones. En segundo lugar, movilizan y reúnen el ahorro y asignan capital. En tercer lugar, supervisan las inversiones y ejercen un control corporativo tras suministrar financiación. En cuarto lugar, facilitan el comercio, la diversificación y la gestión del riesgo. Y, por último, facilitan el intercambio de bienes y servicios. Aunque todos los sistemas financieros realizan estas funciones financieras y aunque es esperable que cada una de ellas tenga impacto sobre el crecimiento económico, se dan grandes diferencias en cuanto al nivel de eficiencia con que proporcionan dichos servicios. Hay tres características básicas de los sistemas financieros que en la actualidad se considera que capturan el impacto que ejercen estas cinco funciones sobre el crecimiento económico: i) el nivel de intermediación financiera; ii) la eficiencia de dicha intermediación y iii) su composición.

En primer lugar, respecto al nivel de intermediación financiera: el tamaño de los sistemas financieros en relación con la economía es importante para cada una de las funciones enumeradas anteriormente. Un sistema financiero mayor permite la explotación de economías de escala, ya que la actuación de los intermediarios financieros está sujeta a costes fijos significativos. Si un mayor número de individuos utiliza la intermediación financiera, ésta puede producir una mejor información con implicaciones positivas (externalidades) para el crecimiento, un efecto puesto de relieve en alguno de los primeros modelos teóricos de la literatura sobre crecimiento financiero (véase, por ejemplo, Greenwood y Jovanovich, 1990; Bencivenga y Smith, 1991). Un sistema financiero mayor puede también relajar las restricciones de crédito, ya que cuanto mayor sea la capacidad

Un sistema financiero de mayor volumen debería también ser más efectivo a la hora de asignar el capital y vigilar el uso de los fondos, ya que esta función lleva aparejada considerables economías de escala. La mayor disponibilidad de financiación también permite incrementar la capacidad de respuesta de la economía frente a sacudidas externas, contribuyendo a suavizar las pautas de consumo y de inversión. De modo general, los sistemas financieros desempeñan un importante papel a la hora de transformar y redistribuir el riesgo en una economía. Aparte de la diversificación intersectorial del riesgo, un sistema financiero de mayor volumen puede contribuir a la distribución intertemporal del riesgo (Allan y Gale, 1997). Al expandir el sistema financiero a más individuos, se produce una mejor distribución del riesgo, lo que a su vez permite impulsar la actividad inversora en capital físico y humano, y contribuir al crecimiento económico.

En segundo lugar, respecto a la eficiencia de la intermediación financiera: los canales que relacionan el tamaño del sistema financiero y el crecimiento dan por hecho la alta calidad de las instituciones de intermediación financiera. Sin embargo, la eficiencia de los sistemas financieros no es tan evidente, especialmente cuando se tiene en cuenta que la búsqueda de información es una de sus principales funciones. La información asimétrica, las externalidades de los mercados financieros (Stiglitz y Weiss, 1992) y la competencia imperfecta (como resultado, por ejemplo, de los costes fijos) pueden producir niveles de financiación e inversión inferiores al óptimo, una distribución ineficiente del capital, o provocar otras consecuencias indeseables, como presión, fraude o falta de liquidez bancaria, en detrimento del crecimiento económico. Algunas de estas imperfecciones del mercado pueden abordarse mejor mediante la oportuna supervisión ejercida por un ente público, pero el entorno legal e institucional

En tercer lugar, está la composición de la intermediación financiera: los importantes cambios en la composición de la intermediación financiera están relacionados con la madurez de la financiación disponible y el crecimiento de los mercados de capital y de los inversores institucionales, como fondos de pensiones y compañías aseguradoras. La madurez de los préstamos y las obligaciones puede afectar el grado en el que determinadas inversiones pueden explotarse ventajosamente. Por otro lado, la sustitución de los bancos por los mercados parece ser resultado de cambios en el coste de la intermediación. Como señaló Jacklin (1987), los bancos no cuentan con ninguna ventaja específica. Si existen mercados de acciones todos los agentes invertirán sus ahorros en ellos, ya que ofrecen mejor rentabilidad a largo plazo. De hecho, los primeros modelos de financiación empresarial incluso sugirieron la irrelevancia del método de financiación en las decisiones de inversión de la empresa (Modigliani y Miller, 1958).

Otro de los canales potenciales por los que la composición de la intermediación financiera puede afectar la eficacia con la que las empresas distribuyen sus recursos es su impacto sobre el buen gobierno empresarial. No obstante, no existen modelos teóricos que evalúen el papel que desempeñan los mercados, a diferencia del de los bancos, en el impulso del crecimiento del estado estacionario mediante su impacto sobre el buen gobierno empresarial. De hecho, a partir del trabajo de Berle y Means (1932), muchos investigadores han señalado la poca capacidad que tienen los mercados de fomentar el buen gobierno empresarial, bien por la dispersión de la propiedad de las acciones –que lleva a la prudencia administrativa– o a causa del exceso de poder que a menudo ejercen los propietarios que tienen el control, que puede distorsionar las decisiones corporativas (Shleifer y Vishny, 1997).

El estudio pionero realizado por King y Levine (1993), y los trabajos subsiguientes de Levine y Zervos (1998), Levine (2000) y Levine, Loayza y Beck (2000), ofrecen evidencia nueva en un intento por resolver este debate. Estos autores identifican tres indicadores de desarrollo del sector financiero como los más adecuados para explicar las diferencias en el crecimiento económico entre diferentes países a largo plazo: el crédito bancario al sector privado, la actividad del mercado de valores (calculada por la tasa de facturación o la ratio entre valor de las ventas y el PIB), y características del sistema legal, como el grado de protección que se ofrece a accionistas y acreedores³. Levine (2000) va más lejos al mostrar que el impacto del desarrollo financiero sobre el crecimiento actúa principalmente a través de la productividad total, más que mediante la acumulación de capital o las tasas de ahorro. Por ello concluye que «quizá Schumpeter tenía razón». Aghion et al. (2005) llegan a una conclusión algo distinta, aunque mantienen la misma línea de argumentación al afirmar que el desarrollo financiero explica si existe convergencia o no, pero no ejerce un efecto directo sobre el crecimiento del estado estacionario.

Existen otros estudios que han arrojado alguna luz sobre el canal de transmisión entre crédito bancario y el crecimiento. Gavin y Hausmann (1996) llegaron a la conclusión de que las tasas elevadas de crédito bancario con respecto al PIB de Latinoamérica están asociadas a efectos perjudiciales menores sobre el crecimiento a largo plazo. El trabajo de Aghion et al. (2004) ha confirmado esta relación a partir de un estudio comparativo de setenta países de dentro y fuera de la OCDE. Estos autores concluyen que la principal consecuencia de disponer de unos mercados de crédito más profundos es reducir la respuesta de las economías a la volatilidad y los shocks exógenos.

³ Levine, Loayza y Beck (2000) también corrigen algunos problemas metodológicos en Levine y Zervos (1998). El último análisis no toma en cuenta el potencial sesgo de la simultaneidad, ni controla explícitamente los efectos fijos por país. Levine et al. (2000) utilizan medidas de origen legal como variables instrumentales para demostrar causalidad.

Por último, la literatura empírica relacionada con el tema ha comenzado a interesarse por el impacto del desarrollo financiero sobre las desigualdades de renta y la pobreza. Mientras que el propio crecimiento parece tener un comportamiento bastante neutral con respecto a la distribución de la renta (Dollar y Kray, 2001), es posible que algunos determinantes específicos del crecimiento pudieran tener un efecto regresivo, mientras que el de otros sea progresivo. Li et al. (1998) concluyen que la profundidad financiera (favorecida por el crédito del sector privado) contribuía significativamente a reducir la desigualdad y a aumentar la renta media del 80 % más bajo de la población. Beck et al. (2004) ofrecen también pruebas empíricas que muestran que el desarrollo financiero reduce las desigualdades de renta y el nivel de pobreza absoluta.

Evidencia empírica sobre desarrollo financiero y crecimiento económico

Existe una amplia gama de trabajos teóricos y empíricos destinados a investigar el vínculo entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico, donde los principales aportes en la materia han estado orientados a establecer la causalidad intrínseca de este nexo, identificando los mecanismos de transmisión y tratando de establecer la superioridad -o no- de que los sistemas financieros se desarrollen a partir del sistema bancario o del mercado no bancario o de capitales.

A pesar de lo indicado anteriormente se desarrollan otras líneas de investigación. Entre ellas se destacan aquellas que indagan el papel que el sistema financiero puede jugar incentivando el crecimiento económico al aliviar las restricciones de financiamiento externas de las firmas y como los problemas de liquidez, de diversificación de riesgos y de asimetría en la información pueden, al solucionarse, aportar a un proceso sostenido de crecimiento económico. Dada la importancia de los factores mencionados, se describen, a continuación, los principales estudios y resultados alcanzados.

A continuación, vamos a examinar con más detalle las pruebas empíricas que muestran los vínculos entre desarrollo financiero y crecimiento económico. Tomaremos para ello el estudio canónico de King y Levine (1993), donde se realiza una regresión del crecimiento experimentado entre 1960 y 1989 por setenta y siete países en desarrollo y de la OCDE con respecto a la profundidad financiera previa ($M2/Y$ en 1960) con el fin de evitar la endogeneidad de la variable contemporánea $M2/Y$. Sin embargo, el valor estadístico de la variable de profundidad financiera desaparece casi por completo al incorporarse dummies regionales que resultan ser altamente significativas. Además, cuando se tiene en cuenta la correlación contemporánea entre profundidad financiera y crecimiento, la capacidad predictiva del modelo falla completamente (Arestis y Panicos, 1997).

No se trata sólo de una cuestión técnica. De hecho, la variable comúnmente usada $M2/Y$ no es un indicador nada fiable de la profundidad financiera, ya que varía extraordinariamente en los diferentes países y responde a posiciones cambiantes de la política monetaria: en realidad puede asociarse tanto a burbujas financieras como al propio desarrollo financiero. El indicador usado por King y Levine (1993a) para medir la profundidad financiera en Reino Unido a largo plazo. Si bien es cierto que su aumento durante los años ochenta refleja claramente la gran liberalización y modernización financiera de esa década, ¿acaso Reino Unido tuvo un menor desarrollo financiero entre 1950 y 1980 o durante los comienzos de los noventa?

Este problema aún es más evidente en el caso de México, donde el indicador $M2/Y$ en realidad muestra una varianza relativamente pequeña a largo plazo, a pesar de los grandes cambios que atravesó el sistema financiero mexicano; por su parte, los cambios a corto plazo están claramente relacionados con los cambios en la política monetaria en relación con impactos fiscales o externos. Así pues, y al igual que en el caso de Reino Unido, los estudios comparativos entre países que incluyan a México corren el riesgo de ser engañosos, ya que los resultados obtenidos se verán en sustancia afectados en función de cuál sea el año de

partida escogido. En realidad, si tomamos este indicador de manera literal, México tendría la misma profundidad financiera (una medida básica del desarrollo financiero, tal y como hemos visto) que Reino Unido a mitad de la década de los setenta.

Por si pudiera creerse que el uso de un indicador de activos financieros más amplio que M2 ofrecería resultados más fiables, podemos fijarnos en cómo ha sido la evolución a largo plazo de la demanda financiera total del sector privado. La tendencia es claramente más estable, y resulta evidente la gran fase de cambio que tuvo lugar en los años ochenta, aunque también se observan movimientos menos duraderos que son reflejo de las burbujas financieras y de los cambios de política monetaria.

Sin embargo, en el caso de México este indicador más amplio sigue mostrando una notable inestabilidad a largo plazo. El incremento producido a comienzos de los años noventa se ha utilizado como prueba de los efectos positivos de la liberalización financiera, pero al mismo tiempo la segunda mitad de la década refleja la explosión de la burbuja financiera, por lo que la década en su conjunto corresponde a un ciclo de flujos de capital externo. Si aplicamos este indicador al conjunto de las cinco décadas, obtenemos como resultado la ausencia total de profundización financiera.

Es importante resaltar que los diferentes indicadores de desarrollo financiero que tienen impacto significativo sobre el crecimiento reflejan características diferentes del desarrollo financiero. La ratio de crédito bancario al sector privado (como porcentaje del PIB) es una medida más adecuada del nivel de intermediación financiera (la primera característica de desarrollo financiero) que el indicador M2/Y debatido anteriormente, a pesar de lo cual tiene carencias significativas que desvelan los estudios de series temporales, pero que enmascaran los estudios de corte transversal.

El estudio realizado por King y Zervos (1998) no encuentran ningún poder explicativo en la ratio de capitalización del mercado de valores como porcentaje del PIB o en el volumen de los mercados de valores en relación con el de los bancos. Los importantes costes fijos de los mercados de valores pueden explicar por qué en los países con pocas empresas grandes el balance entre financiación bancaria y mercados de capital está más inclinado hacia los primeros (World Bank, 2004). Además, la evidencia obtenida de estudios de ámbito empresarial muestra que en los países en desarrollo existe complementariedad entre los bancos y los mercados (Demirguc-Kunt y Maksimovic, 1996). Otro potencial indicador del desarrollo financiero que no se ha utilizado en estudios comparativos entre países –probablemente por falta de información disponible– es la duración de los préstamos bancarios y los bonos de renta fija, que se corresponden a la tercera característica del desarrollo financiero descrita anteriormente. Regresaremos a este punto en los dos siguientes apartados.

Loayza y Rancièrè (2004) han hallado pruebas que muestran una relación negativa entre los cambios temporales (de corta duración) en el crédito bancario y el crecimiento en aquellos países que presentan elevados niveles de fragilidad financiera (estimada por la volatilidad en los créditos y la frecuencia de las crisis bancarias). A su vez, los períodos de fragilidad financiera han coincidido en muchos países con la liberalización financiera. Consideran, no obstante, que estos efectos temporales son compatibles con el efecto positivo que el aumento permanente del crédito bancario tiene sobre el crecimiento económico a largo plazo.

Los estudios anteriores tendían a agrupar a países desarrollados y en desarrollo cuando analizaban las relaciones entre desarrollo financiero y crecimiento económico. Sin embargo, es bastante probable que el impacto del desarrollo financiero sea diferente en función de la fase de desarrollo económico que atraviesa un país. Además, la importancia de cada uno de los mecanismos puede variar en las diferentes fases. El nivel de intermediación financiera puede que sea

el más importante para el crecimiento económico en las fases iniciales de desarrollo, mientras que en los países más ricos probablemente la eficiencia y la composición de la intermediación financiera tengan más importancia como determinantes del crecimiento. No tenemos constancia de que exista ningún estudio que haya intentado arrojar luz alguna sobre esta conjetura específica. No obstante, el primer estudio de King y Levine (1993) y otros posteriores a cargo de Andrés et al. (1999) y Leahy et al. (2001) son consistentes con esta opinión, ya que fueron incapaces de encontrar vínculos significativos entre las ratios créditos bancarios / PIB y las subsiguientes tasas de crecimiento económico en países de la OCDE.

Liberalización financiera, ahorros e inversiones

Quienes defienden que la liberalización financiera conduce al desarrollo financiero han hecho hincapié en dos canales a través de los cuales se espera que crezca la inversión privada: el primero es una mayor disponibilidad de crédito que se produciría como consecuencia de la cancelación del tope máximo en los tipos de interés provocada por el incremento del ahorro privado; el segundo es la mejora en la selección de los proyectos de inversión debido al aumento de los gastos de capital, lo que incrementaría la productividad marginal de las inversiones (McKinnon, 1973). El fin de la represión financiera mejoraría también la eficacia bancaria al asegurar tipos de interés reales positivos, eliminando los excesivos requerimientos de reservas y las asignaciones de créditos obligatorias (McKinnon, 1989). Por último, las empresas no verían restringidas sus inversiones a su propia capacidad de ahorro mediante la reinversión de beneficios (De Melo y Tybout, 1986). A partir de la hipótesis básica McKinnon-Shaw, otros trabajos han ampliado estas ideas centrándose en los niveles de inversión (Kapur, 1976; Mathieson, 1980) o en la calidad de la misma (Galbis, 1977; Fry, 1988), según los préstamos se muevan desde los curb markets hasta el sistema bancario.

Los críticos con este modelo, como van Wijnbergen (1983) o Taylor (1983), se muestran escépticos ante la hipótesis de que la intermediación financiera vaya a

aumentar como consecuencia de la liberalización, ya que los curb markets no están sujetos a los requisitos de reservas obligatorias que deben cumplir los bancos. Por lo tanto, si se producen sustituciones entre depósitos a plazo y curb markets, la oferta total de fondos para el sector empresarial disminuirá. Además, si los bancos prestaran al sector público (invirtiendo, por ejemplo, en bonos del Tesoro), la desviación de fondos fuera del curb market puede tener como resultado una reducción neta de la disponibilidad de crédito del sector privado. Debido al acceso limitado de la pequeña y mediana empresa a los créditos bancarios, una transferencia de fondos del curb market al sistema bancario puede reducir la disponibilidad de crédito para este tipo de negocios, a menos que la liberalización del sistema bancario reduzca el sesgo en contra de los pequeños prestatarios.

Las experiencias de liberalización de los distintos países sugieren que este proceso estuvo marcado por múltiples diferencias, al igual que sus resultados. Además, en la mayor parte de los países en desarrollo –donde dentro del marco amplio de una macroeconomía liberalizada existen imperfecciones en el mercado y fuera del mercado– hay todo un conjunto de factores aparte del volumen y el coste de los créditos que influyen en las decisiones de inversión empresarial. Las pruebas recopiladas en cuatro países africanos (Uganda, Kenia, Lesotho y Malawi) no apoyan la hipótesis de que el aumento de profundidad financiera aumente el volumen del ahorro o el acceso al crédito de los bancos comerciales en áreas rurales, excepto para quienes ya tienen garantía subsidiaria (Mosley, 1999). Las instituciones financieras tradicionales tienen prejuicios contra los pequeños prestatarios a causa de los elevados costes unitarios de la administración de préstamos y la falta de garantía subsidiaria efectiva, lo que se traduce en bajo rendimiento y alto riesgo. Éste es uno de los principales problemas de todos los países en desarrollo, ya que en ellos las pequeñas empresas son responsables de la mayor parte de la producción y de la gran mayoría del empleo. Tradicionalmente, este problema ha sido compensado por los bancos de desarrollo y los programas públicos de extensión de crédito; pero, por

lo general, estos sistemas se han desmantelado como parte de las reformas financieras, sin llegar a ser satisfactoriamente reemplazados por sistemas de microcréditos, sistemáticamente limitados en su cobertura y su alcance.

Existe cierto consenso general sobre el hecho de que la liberalización financiera ha conducido a una mayor eficacia en la asignación de inversiones desde el punto de vista de la rentabilidad comercial, pero no hay pruebas de que también haya producido el impulso al ahorro previsto por McKinnon y Shaw (Williamson y Mahar, 1998). Los estudios del Banco Mundial (World Bank, 1989), Fry (1997), Ghani (1992) y King y Levine (1993a) mostraban una significativa relación positiva entre crecimiento económico medio y tipo de interés real. No obstante, Fry (1997) observó una relación en U invertida entre ahorro nacional y tipo de interés real en su estudio sobre dieciséis países en desarrollo: el ahorro nacional disminuye tanto con tipos de interés real muy elevados como muy bajos, a causa de los efectos que ejercen los tipos sobre el crecimiento de la producción.

En el caso de Uruguay, De Melo y Tybout (1986) descubrieron que la reforma introdujo un cambio estructural en el comportamiento del ahorro y las inversiones «aunque estos cambios no siguieron exactamente las pautas previstas por los defensores de la desregularización financiera». En concreto, no se observaron pruebas de la reducción del ahorro disponible para inversiones en el período de represión que precedió las reformas. Sin embargo, Noya et al. (1998) registran un efecto positivo sobre la eficacia en las inversiones en Uruguay. En Argentina no hay constancia de una fuerte correlación entre tipos de interés real y volumen de inversión (Morisset, 1993), aunque sí se observó un aumento en la profundidad financiera (Farnelli et al., 1998).

Lo mismo ocurre en México, donde apenas existen pruebas de que el movimiento en los tipos de interés real afectara de forma significativa la actuación económica. Aunque el ahorro financiero se corresponde positivamente con los tipos de interés real, el ahorro nacional total parece no estar relacionado con el tipo de interés, lo

que puede implicar cierta sustitución de los activos nacionales no-financieros por ahorro nacional financiero (Warman y Thirlwall, 1994). Por lo tanto, el efecto neto de los tipos de interés en la inversión mexicana es negativo. Gunçavdi et al. (1998) observaron cambios estructurales en la ecuación de inversión agregada tras la liberalización financiera en Turquía: la variable de créditos se hizo mucho menos importante, tal y como se esperaba, aunque el coste de capital no pasó a ser significativo.

En resumen, no existen suficientes pruebas de que la liberalización financiera produjera mayores tasas de ahorro, lo cual se suponía que era su principal contribución al aumento de la inversión y, por tanto, a un mayor crecimiento. Hay dos razones que explican este resultado. En primer lugar, las reformas financieras provocan una transferencia de ahorros de activos tales como los metales preciosos, la propiedad o la moneda, a depósitos bancarios y acciones cotizables, lo que aumenta la «profundidad» financiera registrada sin aumentar la tasa de ahorro. En segundo lugar, la liberalización financiera amplía el acceso a los créditos de consumo en forma de sistemas de préstamo, tarjetas de crédito y empréstitos personales, lo que a su vez reduce el ahorro familiar agregado, que es sencillamente la diferencia entre el incremento en los activos familiares financieros y el incremento en los pasivos financieros familiares.

Como consecuencia, no existen pruebas concluyentes de que la profundización financiera (calibrada por la medida más amplia posible, la capitalización total del mercado) aumente la tasa de ahorro y con ella la inversión o el crecimiento. De hecho, las tasas de ahorro parecen depender de otros factores como la influencia demográfica o el efecto de la regulación fiscal sobre las aportaciones a los planes de pensiones, los fondos para sanidad y educación, la estructura de propiedad de las empresas o incluso el tipo de organización familiar.

Es evidente que el efecto del desarrollo financiero y de la liberalización pueden aun así ser positivos, gracias a la mejora en la calidad de la inversión causada por

la vigilancia y disciplina ejercidas por los mercados financieros, incluso si no aumentan los niveles de inversión absoluta. Por ello, Rajan y Zingales (1995 y 1998) intentan comprobar si los sectores industriales que necesitan relativamente más financiación exterior evolucionan desproporcionadamente más deprisa en los países con mercados financieros más desarrollados. Para ello, utilizan como indicador de profundidad financiera la ratio entre (solicitudes de) crédito al sector privado y PIB. Obtienen resultados significativos de un panel de cincuenta y cinco países en el período 1980-1990, que indican el efecto positivo del desarrollo financiero sobre el crecimiento a través de la financiación empresarial. No obstante, este método adolece de graves defectos. El primero es la falta de fiabilidad del indicador de profundidad financiera, tal y como hemos señalado anteriormente; en segundo lugar, el grado de dependencia financiera utilizado para todos los países es el de Estados Unidos en su correspondiente sector industrial; y por último, el índice de conformidad con las normas de contabilidad internacionales no parece fiable⁴.

Conclusiones

Una rigurosa labor teórica pone de manifiesto muchos de los canales a través de los cuales la aparición de mercados e instituciones financieras afectan al desarrollo económico y viceversa. Desde el punto de vista teórico, las funciones del sistema financiero antes referidas, al estimular el crecimiento económico permiten dinamizar las vías o canales a través de los cuales esa vinculación positiva se produce.

El sistema financiero puede ser entendido como un arreglo institucional –que tiene costo- pero que genera los siguientes beneficios: a) ofrece a los inversores información como un bien público, que cada agente utiliza para estimar la rentabilidad de los proyectos de inversión actuales o futuros; b) el sistema actúa

⁴ Concretamente, Rajan y Zingales aportan los siguientes valores de los índices (establecidos implícitamente para EEUU = 100): Austria (54), México (60), Alemania (62), Países Bajos (64), Filipinas (65), Nueva Zelanda (70), Malasia (76), Reino Unido (78).

como un factor diversificador del riesgo, gracias a la composición y extensión de su portafolio; y c) ofrece a los agentes el medio para suavizar sus sendas de consumo a nivel intertemporal a través del crédito, reduciendo, de este modo, sus restricciones de liquidez. Estas contribuciones afectan positivamente al crecimiento económico.

Las relaciones antes expuestas también ocurre en el sentido opuesto: un mayor crecimiento conduce a un mejor sistema financiero, al extender las oportunidades de realizar negocios al tiempo que se reduce el costo fijo medio que sobre cada agente se impone al establecer transacciones financieras. Por otro lado, cuanto mayor es el nivel de ingreso de los agentes, mayor es la disposición a participar en transacciones financieras puesto que, en términos relativos, el costo se reduce.

La existencia del sistema financiero es importante porque la transformación de plazos permite redireccionar el ahorro de corto a largo plazo, reduciendo el riesgo de liquidez de las inversiones más rentables.

Cuanto más reprimido e ineficiente sea el sistema financiero mayor será el costo cobrado por la intermediación. Esto deteriora el valor presente neto del flujo futuro de retornos de la inversión a realizarse y, por lo tanto, actúa como un fuerte desestimulo a la formación y acumulación de capital, a la investigación y desarrollo y se convierte en un impedimento al crecimiento económico.

La contribución potencial del desarrollo financiero al crecimiento económico es considerable, pero no está garantizada, sino que depende de la elaboración de una estructura institucional apropiada. Los indicadores convencionales de «profundidad» financiera (en términos de activos privados) y desarrollo financiero (definido como la transferencia de fondos de los bancos a los mercados de capital) no están asociados a mayores tasas de crecimiento económico.

La liberalización financiera produce una intermediación más eficaz y con mayor liquidez, pero no parece aumentar las tasas de ahorro o inversión interna en su conjunto. El aumento de la eficacia del modelo estándar de liberalización financiera, en cuanto a la distribución de las inversiones y el buen gobierno empresarial, puede verse superado por la nueva inestabilidad causada por los flujos a corto plazo de capital extranjero.

Es necesario reevaluar el papel de los bancos comerciales en el desarrollo de los países, ya que aunque tradicionalmente han sido los intermediarios entre el ahorro familiar y las empresas inversoras, últimamente se han especializado en la gestión de capital y en la prestación de servicios remunerados. Este progresivo abandono de la financiación de la inversión productiva en general, y de las PYMES en particular, ha sido estimulado por las instituciones reguladoras preocupadas por la liquidez bancaria.

La decisión de cerrar los bancos de desarrollo del sector público estuvo justificada por sus fuertes pérdidas (y su vulnerabilidad ante la presión política), pero siguen sin cubrirse necesidades financieras para la inversión a largo plazo en sectores clave, tales como la exportación o las infraestructuras. La intervención pública sigue siendo necesaria para corregir estos fallos del mercado, aunque ésta bien pudiera realizarse en forma de seguro de riesgos, apoyos para la conversión de deuda en reactivos negociables y ampliación del mercado en vez de mediante el tradicional crédito bancario.

La relajación de las restricciones reguladoras (por ejemplo, la desregulación de los tipos de interés, la eliminación de los controles sobre asignación de créditos bancarios, la apertura de la banca, el aumento de la competencia en el sector financiero, la desregulación de los mercados de valores y la plena convertibilidad de las divisas) sin las adecuadas previsiones institucionales (además de una reforma fiscal y una balanza de pagos estable) puede generar graves crisis financieras y crear riesgos sistémicos. Por lo tanto, los mercados emergentes necesitan una mayor, y no una menor, intervención pública, destinada a incrementar el volumen de inversión productiva y, por tanto, el crecimiento.

Bibliografía.

Aghion, P., Howitt, P. and Mayer-Foulkes, D. (2005), «The effect of financial development on convergence: Theory and evidence», *Quarterly Journal of Economics* 120 (1), págs. 173-222.

Aivazian, V. A. (1998), «Microeconomic elements and perspectives from finance theory», In Fanelli, J. M. and Medhora, R. (eds), Financial Reform in Developing Countries. Basingstoke: Macmillan for International Development Research Centre, Canada.

Allen, F. y Gale, D. (1997), «Financial markets, intermediaries and intertemporal smoothing», Journal of Political Economy 105, págs. 523-546.

Andrés, J., Hernando, I. y López-Salido, J. D. (1999), «The role of the financial system in the growth inflation link: the OECD experience», Banco de España working paper, October. Banco de España, Madrid.

Balassa, B. (1993), Policy Choices in the 1990s. Macmillan, London.

Beck, Thorsten, Asli Demirguc-Kunt y Ross Levine (2004), «Finance, inequality and poverty: Cross-country evidence». NBER working paper no. 10979. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Bencivenga, V. R. y Smith, B. D. (1991), «Financial intermediation and endogenous growth», The Review of Economic Studies 58 (2), págs. 196-209.

Berle, A. A. y Means, G. C. (1932), The Modern Corporation and Private Property, Harcourt Brace Jovanovich, New York.

Brownbridge, M. y Kirkpatrick, C. (1999), «Financial regulation in developing countries: A critical survey», Paper presented at the Finance and Development Research Programme Workshop, 9-10 July, Manchester.

Calderon, A. y FitzGerald, V. (1997), «Incomplete adjustment: Fiscal policy, private savings and current account deficits in Mexico since 1982», págs. 121-156 in K. Jansen and R. Vos (eds). External Finance and Adjustment: Failure and Success in the Developing World. Macmillan, Basingstoke.

Fanelli, J. M. y Medhora, R. (1998), «Financial reform in developing countries: An overview», In J. M. Fanelli and R. Medhora (eds), Financial Reform in Developing Countries. Basingstoke: Macmillan for International Development Research Centre, Canadá.

Fanelli, J. M., Rozenwurcel, G. y Simpson, L. M. (1998), «Country case studies: Argentina», In J. M. Fanelli and R. Medhora (eds), Financial Reform in Developing Countries. Basingstoke: Macmillan for International Development Research Centre, Canadá.

FitzGerald, V. (2001), «Shortterm capital flows, the real economy and income distribution in developing countries», págs. 29-51 in S. GriffithJones, M. Montes and A. Nasution (eds), Short-term Capital Flows and Economic Crises Oxford: Oxford University Press.

FitzGerald, V. (2006), «Models of saving, income and the macroeconomics of developing countries in the Post-Keynesian tradition», In P. Arestis, J. McCombie and R. Vickerman (eds), Growth and Economic Development: Essays in Honour of AP Thirlwall. Edward Elgar, Cheltenham, págs. 247-262.

Fry, M. J. (1997), «In favour of financial liberalization», The Economic Journal 107 (May), págs. 754-770.

Galbis, V. (1977), «Financial intermediation and economic growth in lessdeveloped countries: A theoretical approach», Journal of Development Studies 13 (2), págs. 58-72.

Ghani, E. (1992), «How financial markets affect longrun growth: A cross-country study», PR working paper no. WPS 843, January. Country Economic Operations, World Bank, Washington DC.

Gibson, H. D. y Tsakalotos, E. (1994), «The scope and limits of financial liberalization in developing countries: A critical survey», *Journal of Development Studies* 30 (3), April, págs. 578-628.

Greenwood, J. y Jovanovic, B. (1990), «Financial development, growth, and the distribution of income», *Journal of Political Economy* 98 (3), págs. 1076-1107.

IMF (2006), *International Financial Statistics*, International Monetary Fund, Washington DC, en <http://www.imfstatistics.org/imf/>

Jacklin, C. (1987), «Demand deposits, trading restrictions, and risk sharing», In E.D. Prescott and N. Wallace (eds). *Contractual Arrangements for Intertemporal Trade*. University of Minnesota Press, Minneapolis, págs. 26-47.

Kapur, B. K. (1976), «Alternative stabilization policies for lessdeveloped economies», *Journal of Political Economy* 84 (4), August, págs. 777-795.

King, R.G. y Levine, R. (1993a), «Finance and growth: Schumpeter might be right», *Quarterly Journal of Economics* 108 (3), págs. 717-737.

King, R.G. y Levine, R. (1993b), «Finance, entrepreneurship, and growth: Theory and evidence», *Journal of Monetary Economics* 32, págs. 513-542.

Laporta, R., Lopez de Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. W. (1998), «Law and Finance», *Journal of Political Economy* 106 (6), págs. 1113-1155.

Leahy, M., Schich, S. G., Wehinger, F. Pelgrin, T. Thorgeirsson (2001), «Contributions of financial systems to growth in OECD Countries», OECD

Levine, R. (2000), Bank-based or market-based financial systems: Which is better?, University of Minnesota: Department of Economics, mimeo, January.

Levine, R. y S. Zervos (1998), «Stock markets, banks, and economic growth», American Economic Review 88 (3), June, págs. 537-558.

Levine, R., N. Loayza y T. Beck (2000), «Financial intermediation and growth: Causality and causes», Journal of Monetary Economics 46 (1), págs. 31-77.

G. Hubbard (ed.), Information, Capital Markets and Investment. Cambridge, MA: National Bureau for Economic Research:

McKinnon, R. I. (1973), Money and Capital in Economic Development. Brookings Institutions, Washington DC.

McKinnon, R. I. (1989), «Financial liberalization and economic development: A reassessment of interest rate policies in Asia and Latin America», Oxford Review of Economic Policy 5 (4), págs. 29-54.

Modigliani, F. y Miller, M. H. (1958), «The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment», American Economic Review 48 [series no.?], págs. 261-297.

Mosley, P. (1999), «Micromacro linkages in financial markets: The impact of financial liberalization on access to rural credit in four African countries», Finance and Development Research Programme working paper series, no.

Sikorsky, M.T. (1996), Financial Liberalization in Developing Countries. Edward Elgar, Cheltenham.

Stiglitz, J. y Weiss, A. (1981), Credit rationing in markets with imperfect information, *American Economic Review* 71 (3), págs. 393-410.

Stiglitz, J., Ocampo, J. A., Speigel, S., French Davis, R. y Nayyar, D. (2006), *Stability with Growth: Macroeconomics, Liberalization and Development*, Oxford University Press, New York.

Taylor, L. (1983), *Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World*, Basic Books, New York.

Villanueva, D. y Mirakhor, A. (1990), «Strategies for financial reforms», *IMF Staff Papers*. 37.

Warman, F. y Thirlwall, A. P. (1994), «Interest rate, savings, investment and growth in Mexico, 1960-90: Tests of financial liberalization hypothesis», *Journal of Development Studies* 30 (3), págs. 629-649.

Watson C. M. (1993), «Financial liberalization and the economic adjustment process», *Development Studies working papers*, no. 61. Queen Elizabeth House, University of Oxford.

Van Wijnbergen, S. (1983), «Interest rate management in LDCs», *Journal of Monetary Economics* 12 (3), págs. 433-452.