

Juan José Montoya Pérez ¹
Economista
jmontoyap05@gmail.com

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

Palabras claves: mercados bursátiles,
mercado renta fija, financiamiento interno

Key words: fixed securities markets,
market income, domestic financing

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 documento trata de mostrar la excesiva dependencia de varias economías en sus respectivos sistemas bancarios nacionales como fuente de financiamiento. En muchos casos, el mercado interno de bonos, generalmente subdesarrollo, tanto en amplitud y profundidad, en comparación con el sistema bancario y el mercado de renta variable. A la luz de las experiencias de la crisis, muchos autores y los estudios han hecho relevante el desarrollo del mercado interno de bonos como una

fuerza alternativa de financiamiento. Para las economías emergentes, el contar con un sistema financiero sano, un mercado bursátil o de renta fija es beneficioso dado que proporciona servicios esenciales de calidad, sirviendo de palancas para impulsar el financiamiento

Abstract

This document shows the excessive dependence of various economies in their respective national banking systems as a source of financing. In many cases, the domestic bond market, generally underdevelopment, both in breadth and depth, compared with the banking system and equity market. In light of the experiences of the crisis, many authors and studies have made significant development of the domestic bond market as an alternative source of financing. For emerging economies, have a healthy financial system, a stock market or bond is beneficial because it provides essential services quality, serving as levers to boost funding

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

Introducción

Los acontecimientos económicos y financieros durante la última década han llamado la atención sobre la excesiva dependencia de varias economías en sus respectivos sistemas bancarios nacionales como fuente de financiamiento. En muchos casos, esto implica la necesidad de ampliar y profundizar los mercados de capitales, en particular, el desarrollo de sus mercados de bonos nacionales.

La atención se ha centrado cada vez más en el papel relativo del sector bancario y del mercado de capitales en las economías en desarrollo. En muchos casos, el mercado interno de bonos, donde existe, generalmente subdesarrollo, tanto en amplitud y profundidad, en comparación con el sistema bancario y el mercado de renta variable. A la luz de las experiencias de la crisis, muchos autores y los estudios han hecho relevante el desarrollo del mercado interno de bonos como una fuente alternativa de financiamiento de la deuda no sólo en las economías afectadas por la crisis, sino para todos los mercados emergentes, donde se observan deficiencias generales en términos de la variedad de financiamiento de la deuda².

Para las economías emergentes, el contar con un sistema financiero sano y que proporcione servicios esenciales de calidad puede ser una de las palancas primordiales para impulsar el crecimiento económico. Por ello, asegurar un sector financiero moderno con el mínimo riesgo de crisis es básico para conseguir el crecimiento y, por ende, reducir la pobreza.

El análisis moderno para explicar las causas de las altas tasas de crecimiento alcanzadas por los países desarrollados se inicia en la década de 1950 con Robert Solow. Las teorías de Solow ayudaron a aclarar el papel de la acumulación del

² Véase "El caso del mercado perdido: El mercado de bonos y por qué importa para el Desarrollo Financiero" de Richard J. Herring y Nathporn Chaturispitak, Documento de Trabajo ADB Institute, julio de 2000.

capital físico e insistieron en la importancia del progreso tecnológico como la fuerza impulsora definitiva detrás del crecimiento económico sostenido. Durante la década de 1960 y en un grado menor en la de 1970, floreció el trabajo sobre el crecimiento económico.

Solow (1957) establece los factores principales que determinan el crecimiento económico son principalmente la acumulación de capital, la productividad del trabajo, la inversión en capital humano y el progreso técnico, resultado de la inversión en investigación y desarrollo.

En la década de los 1980, los trabajos realizados por Paul Romer (1986) y Robert Lucas (1988) despertaron un nuevo interés en los teóricos del crecimiento económico, insistiendo en las economías de las “ideas” y del capital humano. Después surgió el trabajo empírico de varios economistas, como el de Robert Barro (1991), para cuantificar y probar las teorías del crecimiento. En la década de 1990 continuó con enorme interés profesional el trabajo tanto teórico como empírico.

Con estas contribuciones teóricas se empiezan a plantear modelos financieros que incorporan varios de los factores esenciales para el impulso del crecimiento económico. Por ejemplo, respecto a la acumulación de capital y desarrollo financiero, se desarrollaron modelos que utilizan externalidades de capital o bienes de capital producidos mediante el uso de rendimientos constantes a escala, pero sin el uso de factores no reproducibles para generar un crecimiento per cápita de estado estable (Romer, 1986; Lucas, 1988; Rebelo, 1991). En estos modelos, las funciones desempeñadas por el sistema financiero afectan el crecimiento de estado estacionario³ al influir en los niveles de formación de capital.

³ El estado estacionario se refiere a la situación en la que todas variables económicas como el producto y la población crecen a la misma tasa.

El sistema financiero afecta la acumulación de capital al alterar la tasa de ahorro o al reasignarlo entre las diferentes tecnologías que producen capital.

Material y métodos

El presente es una investigación documental, en él se expone elementos teóricos sobre el mercado de renta fija y algunas contribuciones que permitieron plantear modelos financieros que incorporan varios de los factores esenciales para el impulso del crecimiento económico

Resultado y discusión

I. La Deuda Interna: Una fuente alternativa de financiamiento

Se ha argumentado que la excesiva dependencia de los préstamos bancarios para la financiación de la deuda expone una economía para el riesgo de una falla en el sistema bancario⁴. Por lo tanto, la crisis puede afectar a la actividad económica de repente y de manera adversa, porque las empresas se encontrarían con limitaciones de crédito y se ven obligado a abandonar el gasto de inversión, que culminó con una reducción de la demanda agregada a través del efecto multiplicador.

La presencia de un mercado interno de capitales activo y eficiente, en particular, el mercado de bonos, daría a las empresas un medio alternativo de obtención de capital de la deuda en caso de que los bancos no pudieran hacerlo, mejorando así cualquier efecto adverso potencial que un crédito bancario pueda generar crisis en la economía. También se argumenta que un mercado de bonos puede ayudar a acelerar la resolución de una crisis bancaria, al permitir que el sistema bancario vuelva a capitalizar sus balances a través de la titulación (es decir, la emisión de bonos para respaldar préstamos).

⁴ Ibid

1.1 Bajo costo de capital

Las empresas pueden incurrir en mayores costos de financiación a través de préstamos bancarios en comparación con los costos incurridos a través del financiamiento a través de bonos. Los bancos cobran gastos administrativos que se derivan de los arreglos de préstamos, procesamiento de la información sobre los prestatarios y seguimiento de los mismos.

Un mercado interno de bonos corporativos ayuda a las empresas a reducir sus costos de financiamiento de dos maneras. En primer lugar, permite a las empresas, a través de la emisión de bonos, a pedir prestado directamente de los inversores, sin pasar por el importante papel de intermediario de un banco comercial (un proceso conocido como la desintermediación). Aunque las empresas todavía pasan por aseguradores, intermediarios y distribuidores para obtener financiación de la deuda, la competencia entre estos intermediarios es más intensa en comparación con la que existe entre los bancos comerciales, empujando hacia abajo sus costos de intermediación. Como resultado, las empresas prestatarias gozan de un menor costo de financiación de la deuda.

1.2 Reducción de riesgos asociados a la madurez y descalce de monedas

El problema de la asimetría de información entre prestamistas y prestatarios resultan en los bancos que dependen del crédito a corto plazo para limitar el tiempo que los prestatarios oportunistas puedan explotar a los prestamistas sin estar en mora. En consecuencia, las empresas prestatarias que emprenden los compromisos⁵ de inversión a largo plazo pueden enfrentarse a la dificultad de hacer coincidir las entradas de efectivo a largo plazo de sus activos de inversión contra de las salidas de efectivo a corto plazo de los préstamos bancarios en un sistema financiero-bancario dependiente. Este desfase de vencimiento puede

⁵ Esto es particularmente relevante en los mercados emergentes, donde este tipo de inversiones en infraestructura, servicios públicos, la vivienda y las industrias de capital intensivo son de suma importancia para el desarrollo económico.

amenazar la solvencia de las empresas en el caso de que los flujos de efectivo a largo plazo de los activos de inversión no se materialicen de forma simultánea para compensar las obligaciones de pago a corto plazo derivados de los préstamos bancarios. El deseo de evitar este desfase de vencimiento puede animar a las empresas a mantenerse alejados de las inversiones a largo plazo o proyectos empresariales que tengan una rentabilidad a largo plazo. A la larga, esto puede dar lugar a una disminución de la capacidad productiva de la economía, ya que la mayoría de las inversiones de capital son de naturaleza a largo plazo.

Los mercados de bonos corporativos permiten a las empresas mitigar este problema⁶. Por ejemplo, si una empresa observa un alargamiento de los vencimientos de sus activos, puede emitir bonos corporativos con vencimientos más largos o similares y utilizar el proceso de emisión para retirar deuda de más corto vencimiento, tales como préstamos bancarios a corto plazo. Del mismo modo, la existencia de un mercado interno de bonos corporativos permite a las empresas nacionales que tienen ingresos denominados predominantemente en moneda nacional emitir bonos en moneda local, a fin de aliviar el problema de descalce de monedas, haciendo coincidir sus monedas de sus entradas de efectivo y con las de salidas de efectivo⁷.

1.3 Riesgo crediticio

En las economías sin un mercado de bonos, las tasas de interés determinadas por el banco, no pueden ser determinadas competitivamente y por lo tanto no puede

⁶ Los bancos se enfrentan al problema de la asimetría de la información en la que no pueden poseer plenamente toda la información necesaria para evaluar la viabilidad a largo plazo de un préstamo. Como resultado, los bancos confían en el crédito a corto plazo para limitar el tiempo de los prestatarios oportunistas pueden explotar sus prestamistas sin estar en mora. Prestatarios corporativos, por el contrario, por lo general asumen compromisos de inversión a largo plazo.

⁷ Para ilustrar, si una empresa tiene la mayoría de sus ingresos en moneda local y si la mayor parte de su endeudamiento es en dólares estadounidenses; una depreciación de la moneda nacional frente al dólar podría poner en peligro su solvencia.

reflejar el verdadero costo de oportunidad del capital. Por ejemplo, los bancos pueden coludirse para fijar las tasas de interés o pueden fijar al gobierno niveles estipulados. También se ha argumentado que los bancos no pueden evaluar el riesgo de crédito, así como los inversionistas de bonos⁸. La falta de una clara medida del costo de oportunidad del capital puede dar lugar a la asignación de las firmas de capital de manera ineficiente, lo que lleva a una reducción en el bienestar económico en el largo plazo.

La existencia de un mercado de bonos que funcione bien puede conducir a la fijación de precios eficiente del riesgo de crédito y a las expectativas de todos los participantes en el mercado de bonos se incorporan en los precios de los bonos. En otras palabras, mediante la promoción del uso de las señales de precios, un mercado de bonos desarrollado garantiza que las empresas se guíen por un costo exacto del capital en la toma de decisiones de inversión, contribuyendo a una asignación eficiente de capital en la economía.

1.4 Estabilidad financiera

Como se dijo anteriormente, en ausencia de un mercado de bonos corporativos, una proporción significativa de la financiación de la deuda de las corporaciones vendría del sector bancario. Al extender préstamos a las sociedades, sin embargo, las instituciones bancarias asumen una considerable cantidad de riesgo, principalmente debido al desfase de vencimientos entre activos líquidos a corto plazo (es decir, los depósitos, los cuales pueden ser retiradas de la demanda) y los activos relativamente ilíquidos a largo plazo (es decir, préstamos). Los bancos no pueden transferir el riesgo de crédito a los depositantes y esta dificultad se ve agravada por los bancos que poseen información altamente idiosincráticas y asimétricas sobre los prestatarios. Además, en los mercados emergentes, ya que

⁸ Consulte "El papel de los mercados de bonos corporativos en una Economía" por Nils H. Hakansson, de la Universidad de California, Berkeley, junio de 1998.

algunos bancos representan el grueso de la actividad crediticia, existe una concentración de riesgo de crédito en el sector bancario, y esto lleva a un mayor nivel de riesgo sistémico en una economía que depende en gran medida del financiamiento de préstamos bancarios⁹.

Un mercado de bonos puede promover la estabilidad financiera mediante la contribución a un sistema financiero más diverso. Por ejemplo, ya que un gran número de inversores públicos están generalmente involucrados en la toma de nuevas emisiones de bonos corporativos, la carga de los riesgos de crédito en la economía se puede propagar entre los diversos inversores, lo que reduce los riesgos de crédito asumidos por el sector bancario.

2. Mercado de Renta Fija en los países emergentes

El desarrollo del mercado interno de bonos depende, entre otras cosas, una serie de factores macroeconómicos. Estos incluyen la necesidad de un crecimiento económico suficientemente fuerte que podría generar emisores e inversores apropiados, así como un entorno de tipos de interés estables y los suficientemente bajos que podrían facilitar la inversión, especialmente en instrumentos de renta fija¹⁰. Además, un nivel adecuado de fondos invertibles en la economía que en cierta medida se refleja en las tasas de ahorro e inversiones también ha sido identificado como un elemento crucial que podría garantizar una fuerte participación de los inversores en el apoyo al desarrollo del mercado interno de bonos.

⁹ Consulte "El papel de los mercados de bonos corporativos en una Economía" por Nils H. Hakansson, de la Universidad de California, Berkeley, junio de 1998.

¹⁰ Ver entre otros, "Construyendo locales Bonos de Mercados", de construcción locales Mercados de bonos: una perspectiva asiática editado por Alison Harwood, la Corporación Financiera Internacional, 2001

2.1 Desempeño económico

El entorno macroeconómico puede afectar el desarrollo de un mercado de bonos de varias formas. El aumento de la actividad económica puede conducir a una mayor necesidad de recaudación de fondos, mientras que el aumento del ingreso puede generar una mayor demanda de activos, incluyendo bonos, como el aumento del ahorro. Cuando la inflación es estable, la estructura de la renta fija de los bonos puede ser particularmente atractivo para algunos inversores cuyos perfiles de riesgo exigen tasa real de rendimiento constante.

El crecimiento económico también puede alentar a las empresas a recurrir al mercado de capitales para el financiamiento de la deuda o para la reestructuración del capital, dado el derecho de incentivos fiscales y las condiciones monetarias favorables.

Tomando el crecimiento y la inflación de precios al consumidor económico real anual como dos indicadores de desempeño económico, se encuentra una relación negativa en general entre el crecimiento y la inflación. Teniendo en cuenta los argumentos anteriores, por lo tanto, se podría esperar países que presentan mayores tasas de crecimiento económico y una inflación moderada que se asocia con los mercados de bonos de mayor desarrollo relativo¹¹.

Algunos países han identificado factores macroeconómicos como uno de los principales obstáculos para el crecimiento y el éxito del mercado interno de bonos. Brasil, por ejemplo, que el alto nivel de las tasas de interés internas se tradujo en mayores costos de emisión de bonos corporativos ya que los inversores exigieron rendimientos para compensarlos por el riesgo de mantener bonos corporativos.

¹¹ Puntos de vista actuales sobre la relación entre las finanzas y el crecimiento también argumentan que el desarrollo financiero en sí mismo es importante para el crecimiento, el rendimiento económico es decir, mejora con mayor profundidad financiera. Para una visión general, consulte Finanzas para el Crecimiento: Las opciones de política en un mundo volátil, por el Banco Mundial, Oxford University Press, mayo de 2001

Turquía, por su parte, citó un entorno macroeconómico inestable caracterizado por altas y volátiles tasas de inflación como el principal impedimento para el desarrollo del mercado de bonos.

2.2 Fuente del financiamiento doméstico

Las fuentes de financiamiento en una economía en particular proporcionan un indicador para la etapa de desarrollo financiero en las respectivas jurisdicciones y la consiguiente necesidad de desarrollar mercados de bonos. Las economías que tienen una alta dependencia del sector bancario como fuente de financiamiento es probable que enfrenten una necesidad más urgente de desarrollar sus mercados de bonos.

Esto se debe al desfase de vencimiento involucrado en la financiación de préstamos del banco, en el que los préstamos bancarios a corto plazo se utilizan para financiar proyectos de inversión a largo plazo que hacen que una economía se vuelva propensa a los efectos adversos de una crisis bancaria. Además, cuando una jurisdicción encuestada en particular depende de una sola fuente de financiamiento, puede haber una necesidad de revisar la estructura financiera y el desarrollo de fuentes alternativas de financiación, como los mercados de bonos. Esto es para asegurar que los prestatarios están provistos de un mejor financiamiento alternativo y adecuado a sus necesidades.

Los países sugieren tener una fuerte dependencia de los préstamos del sector bancario en comparación con otras formas de financiación de la deuda. En muchos casos, los préstamos bancarios superan el financiamiento de la deuda corporativa, tanto en valor absoluto como en relación con el PIB, y son a veces mayores que los fondos recaudados combinados de todo el mercado de capitales. Este desequilibrio puede tener importantes implicaciones para la estabilidad económica y el desarrollo. Las estructuras de capital que están dominados por los

préstamos bancarios pueden introducir desajustes de vencimientos significativos en los balances de las empresas, sobre todo si estos préstamos se utilizan principalmente en el financiamiento a largo plazo.

Estos desajustes pueden exponer excesivamente el sector empresarial, y a su vez el sector bancario, a las crisis financieras, como se demostró en muchas economías en desarrollo durante la crisis de 1997-1998. El desarrollo de un mercado de bonos, puede introducir una mayor diversidad en los sistemas financieros de muchas economías en desarrollo.

2.3 Mercado de bono de deuda pública

El gobierno ha sido reconocido como un actor clave en la etapa inicial de desarrollo del mercado de bonos en su papel de un emisor, regulador, promotor y catalizador¹². Dada la relación directa entre el déficit fiscal y las emisiones significativas de valores de deuda pública, el desarrollo del mercado de bonos está ligado a la dirección y gestión de la política fiscal. La medida en que el gasto fiscal se financia a través de la venta de bonos del gobierno en los mercados abiertos y competitivos, y el grado en que este sostiene un nivel crítico de la oferta de títulos de deuda del gobierno tienen implicaciones importantes para el desarrollo del mercado de bonos corporativos, por ejemplo, en el contexto del desarrollo de los valores de referencia para los inversores y emisores.

Cuando los mercados de bonos del Estado son considerables y trabajan de manera eficiente, los participantes del mercado a menudo utilizan los rendimientos sobre determinadas Emisiones "de referencia" para la construcción de una estructura temporal de los rendimientos libres de riesgo. Estas tasas libres de riesgo se utilizan en la fijación de precios de una amplia gama de instrumentos financieros, incluyendo bonos y especialmente corporativos. Los inversores y los

¹² Ver "Compendio de buenas prácticas Directrices para facilitar el desarrollo de mercados de bonos domésticos en Economías Miembro de APEC", APEC Iniciativa de Colaboración en materia de desarrollo de mercados de bonos domésticos, septiembre de 1999.

emisores son por lo tanto más propensos a participar en el mercado de bonos, sabiendo que pueden fijar precio de los instrumentos de manera eficiente. En las jurisdicciones con mercados de deuda pública más grandes y más activas se espera que tenga más desarrollado el mercado de bonos corporativos también.

2.4 Liquidez del mercado de bonos secundario

La liquidez es un sello distintivo de un mercado eficiente y activo, y por lo tanto un indicador útil de desarrollo del mercado¹³. Esto se refleja normalmente en un alto nivel de rotación en relación con el tamaño del mercado y la estabilidad general de precios¹⁴. Entre más líquido es el mercado, más eficiente es la información de los posibles precios en el mercado secundario.

La liquidez es generalmente considerada de suma importancia en el mercado de deuda pública, ya que la curva de rendimiento resultante derivada de emisiones de referencia ha de ser el reflejo de una tasa de retorno libre de riesgo y eficiente. Sin embargo, dada la diversidad y la falta de uniformidad en las emisiones de bonos corporativos, se piensa que la liquidez del mercado entero es menor a una emisión en el mercado de bonos corporativos en general. En cambio, la liquidez solamente puede ser importante para ciertas clases de bonos o temas específicos, en función de las necesidades de los inversores en los segmentos de mercado particulares.

La información de los mercados de bonos corporativos indica que, en la mayoría de los mercados emergentes, el nivel de liquidez de las empresas del mercado de bonos es bajo, especialmente en comparación con los niveles registrados en el mercado de deuda pública. Casi la mitad de las jurisdicciones encuestadas informó que la negociación en el mercado secundario de bonos corporativos, en su caso, sobre todo se ha concentrado en unas pocas emisiones de gran

¹³ La liquidez puede definirse como la capacidad de un mercado para apoyar el comercio con el menor impacto sobre los precios

¹⁴ Otra medida de liquidez incluye el bid-ask y la volatilidad de los precios

tamaño¹⁵. Corea informó que ciertas emisiones de bonos corporativos con mejores calificaciones crediticias también han tendido a ver relativamente más actividad comercial que otras cuestiones.

2.5 Instrumentos de referencia

La importancia de los Instrumentos o valores de referencia está centrada en el desarrollo de mercado de bonos nacionales, en su función en la prestación de los rendimientos de referencia para la fijación de precios de los bonos corporativos a través de una gama de diferentes plazos de vencimiento. Una serie de características han sido identificados como pre-requisitos para los puntos de referencia y éstos incluyen: un perfil de riesgo bien conocido y consistente; Sincronización simple y consistente con la estructura temporal de los bonos corporativos existentes; amplitud adecuada en términos de la variedad tenencia; y la profundidad suficiente en términos de liquidez en el mercado secundario¹⁶.

3. El papel que desempeña el sector bancario en las economías modernas

Los bancos desempeñan un papel crucial en la determinación de los niveles de vida de las economías modernas. Tienen la capacidad de estimular y recolectar el ahorro de una sociedad y distribuirlo entre las empresas y los sectores que necesitan capital como insumo para sus actividades económicas. Mediante este proceso, el sector bancario puede determinar y alterar la trayectoria del progreso económico, sobre todo en países que no cuentan con fuentes alternativas de financiamiento como mercados de capitales desarrollados. La función de los bancos también abarca la distribución del crédito. Al ofrecer servicios de sistemas

¹⁵ Por ejemplo, en Brasil, durante el período 1998-2000, cinco de las emisiones de bonos corporativos más negociadas representaron el 40% o más del total del mercado secundario de bonos corporativos. Perú informó una situación similar, donde 10 de los 95 temas negociados representaron más del 40,0% del comercio total.

¹⁶ Consulte "The Emerging Asia Bond Market", Banco Mundial Asia oriental y el Pacífico, junio de 1995.

de pagos y proteger los depósitos, los bancos pueden convertirse en la piedra angular de la prosperidad económica”.

Un banco se define como una institución cuyas principales operaciones consisten en recibir depósitos del público y otorgar préstamos. Página | 363

Los bancos comerciales financian la mayoría de sus préstamos con los depósitos y mantienen altos niveles de apalancamiento. La naturaleza de esta operación implica transformar los activos de tal manera que se corren varios riesgos simultáneamente¹⁷.

Los bancos, al otorgar préstamos, afrontan lo que se conoce como riesgo crediticio (el riesgo de que no se recupere el crédito), riesgo de liquidez (vinculado a las diferencias de vencimientos entre los pasivos los activos), riesgo de tasas de interés y otros riesgos que surgen del mercado (por ejemplo, los riesgos relacionados con la fluctuación de precios fundamentales como el tipo de cambio). La combinación de estos riesgos imprime una fragilidad inherente a la actividad bancaria, que se ve exacerbada por desequilibrios macroeconómicos globales.

¿Por qué es importante el Crédito Bancario?

“La mayoría de las actividades de los bancos están relacionadas con la distribución eficiente de recursos, función esencial para el desarrollo económico. Los bancos son agentes fundamentales en la distribución del capital y, por lo tanto, estimulan el desarrollo económico. De hecho, existe una alta correlación entre el crédito bancario y el producto interno bruto (PIB) per cápita. Los países con sectores bancarios pequeños tienen niveles más bajos de desarrollo”. “Esta

¹⁷ Por ejemplo, los bancos transforman sus depósitos líquidos a corto plazo en préstamos ilíquidos a largo plazo. Transforman además otras características de los activos, corriendo muchos riesgos durante ese proceso

fuerte correlación es una clara señal del vínculo existente entre el desarrollo financiero y el económico”¹⁸.

Desde el punto de vista teórico, no queda claro en qué dirección opera la causalidad de este vínculo. El desarrollo financiero puede dar lugar al desarrollo económico al mejorar la distribución del ahorro en la economía, pero también el desarrollo económico, mediante la creación de buenas instituciones y la infraestructura necesaria, puede promover el crecimiento del sistema financiero.

No obstante, en una serie de estudios empíricos recientes, como los trabajos precursores de Levine y Zervos (1998)¹⁹ y Rajan y Zingales (1998)²⁰, se demostró que un desarrollo financiero inicial más alto da lugar posteriormente a un mayor crecimiento del PIB, concluyendo que el desarrollo financiero realmente induce el crecimiento económico. Los bancos sólidos que proporcionan crédito de manera estable y poco costosa revisten gran importancia para el desarrollo.

El desarrollo económico no solo se relaciona con el del sistema bancario, sino también con el de otros intermediarios financieros como los mercados bursátiles y las instituciones no bancarias que ofrecen crédito. En diferentes niveles de desarrollo económico. Los países desarrollados cuentan con los mercados financieros más desarrollados en todas sus dimensiones y poseen mercados de capital que pueden complementar y en algunos casos incluso sustituir al crédito bancario.

El crédito bancario en términos relativos reviste mucha mayor importancia en los países en desarrollo que en los países desarrollados. Es perfectamente natural que los países con un sistema bancario subdesarrollado tengan un mercado de

¹⁸ Desencadenar el Crédito. Cómo ampliar y estabilizar la banca. Informe 2005. Progreso económico y social en América Latina. Banco Interamericano de Desarrollo. Washington, D.C.

¹⁹ Levine, Ross y Sara Zervos. 1998. Stock Markets, Banks, and Economic Growth. *American Economic Review* 88 (3): 537 – 558.

²⁰ Rajan, Raghuram G. y Luigi Zingales. 1998. Financial Dependence and Growth. *American Economic Review* 88 (3):559-586.

capital subdesarrollado. La experiencia internacional sugiere que un sector financiero basado en operaciones bursátiles debe apoyarse en un sector bancario maduro. Esto quiere decir que existe una secuencia en el proceso de desarrollo de los mercados bancarios y de capital y este último se desarrolla una vez que esté plenamente establecido el primero (Rojas Suárez y Weisbrod 1994)²¹.

Para funcionar adecuadamente, los mercados de capital necesitan bancos, y los bancos también necesitan mercados de capital para protegerse contra ciertos tipos de riesgos y crecer. Por lo general, al final de toda transacción en un mercado de capital, existe un banco que aporta la liquidez necesaria para completar la transacción. Más aún, los bancos crean mercados, como se ha visto recientemente en el desarrollo de los mercados de bonos públicos²².

Habida cuenta de que son pocas las fuentes alternativas de financiamiento, el desarrollo y la estabilidad del sector bancario resultan cruciales para lograr una senda estable de crecimiento económico. Cuando los mercados de capital están poco desarrollados, son los bancos los que absorben casi toda la responsabilidad de identificar proyectos de inversión seguros y rentables que necesiten capital, y de suministrarles ese capital.

Pero si se carece de una tecnología eficiente de distribución del capital, no se emprenderán proyectos rentables y se verá impedido el crecimiento económico. La estabilidad del proceso de suministro de crédito también es fundamental para el desarrollo porque los proyectos rentables a largo plazo exigen un acceso continuo a fuentes de financiamiento. Si se interrumpe la oferta de crédito puede obstaculizarse la inversión, el crecimiento y de ahí la prosperidad de la economía.

²¹ Rojas. Suarez y Weisbrod.1994. Financial Market Fragilities in Latin America: From Banking Crisis Resolution to Current Policy Challenges. Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C

²² Pueden citarse también otros ejemplos, como el desarrollo de servicios de seguros y arrendamiento financiero. La ventaja de los bancos para iniciar y establecer estos servicios radica en su acceso a la información sobre riesgos.

No es de sorprender que los países con mercados de crédito más desarrollados registren tasas más elevada de crecimiento económico y una menor volatilidad en respuesta a diversos tipos de shocks. Desde esta perspectiva, las políticas que dan mayor capacidad a los bancos para suministrar crédito y manejar adecuadamente los riesgos resultan primordiales para aprovechar los beneficios potenciales de los mercados crediticios a fin de asegurar a distribución eficiente del crédito y la promoción del crecimiento económico²³.

En los párrafos precedentes se subraya la gran importancia que tienen los bancos para suministrar capital de manera eficiente con el objeto de financiar proyectos de inversión, pero existen otras tareas que realizan los Bancos y que también sustentan la actividad económica: éstos proporcionan liquidez y acceso a un sistema de pagos. En un mundo sin costos de transacción y donde la información estuviera disponible en forma gratuita para todos, no habría necesidad de dinero. No obstante, dada la existencia de fricciones y limitaciones de información, la utilización de dinero es más eficiente que el trueque. Por ejemplo, dado el tamaño de las transacciones o la distancia física entre las partes que las realizan, es fundamental el uso de formas no físicas de dinero—como cheques, tarjetas de débito y de crédito— para el adecuado funcionamiento de los mercados de bienes y servicios.

Los bancos ofrecen un sistema de compensación y una red completa para facilitar la mayoría de las transacciones económicas al garantizar que el pagador que se encuentra en un extremo de la transacción realmente entregue los fondos acordados al destinatario del otro extremo de manera casi automática. La capacidad de transferir eficientemente los fondos entre los agentes es esencial para una economía de mercado. Las transacciones costosas e ineficientes pueden obstaculizar el comportamiento de varios mercados. De aquí se deduce por qué la

²³ Véase una explicación de la liberalización financiera y la distribución eficiente del crédito en Galindo, Schiantarelli y Weiss (2003); véase el impacto en la liberalización financiera y el crecimiento en Galindo, Micco y Ordóñez (2002b)

protección del sistema de pagos se ha convertido en un objetivo de política en sí mismo.

4. Enfoque funcional del sistema financiero

La opinión que tienen los economistas sobre la relación existente entre el sistema financiero y el crecimiento económico difiere entre las distintas escuelas de pensamiento. Algunos exponen que el desarrollo del sistema financiero fue básico para el inicio de la industrialización en Inglaterra al facilitar la movilización de capital para la creación de grandes obras. Otros como Joseph Schumpeter (1912) sostenía 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 mecanismos de producción.

En contrapartida, Joan Robinson (1952) declaraba que “donde rigen las empresas surgen las finanzas”. Esta afirmación supone que el desarrollo económico crea una demanda de determinados tipos de mecanismos financieros y el sistema financiero responde automáticamente frente a esa demanda.

Por su parte, Robert Lucas (1988) afirma que los economistas asignan una importancia excesiva a los factores financieros en el crecimiento económico, en tanto que muchas veces los economistas del desarrollo ni siquiera mencionan el papel del sistema financiero. Nicholas Stern (1989), en su estudio sobre la economía del desarrollo, no incorpora en su análisis al sistema financiero y más aún, omite cualquier comentario sobre el tema. La teoría financiera moderna indica que los instrumentos financieros, los mercados y las instituciones surgen para mitigar específicamente los efectos de los llamados “costo de la información y costos de transacción”.²⁴

²⁴ Cabe señalar que los costos de adquirir información, hacer cumplir los contratos y llevar a cabo transacciones generan incentivos para el surgimiento de mercados, intermediarios y contratos financieros. En otras palabras, los sistemas financieros surgen con el propósito de reducir los

Diversos análisis muestran que la eficiencia de los sistemas financieros para reducir el costo de la información y los costos de transacción tiene una influencia directa en las tasas de ahorro, las decisiones sobre inversión, la innovación tecnológica y las tasas de interés a largo plazo. Más aún, diversos estudios teóricos indican de qué manera los cambios en la actividad económica pueden afectar a los sistemas financieros.

Cabe apuntar que en el desarrollo de este trabajo se utiliza el enfoque denominado “funcional” para analizar la importancia de los sistemas financieros y su impacto en el crecimiento económico. El enfoque funcional está centrado en los vínculos existentes entre el crecimiento y la calidad de las funciones que proporciona el sistema financiero. Estas funciones permiten la facilitación del comercio del riesgo, la asignación de capital, la supervisión de los administradores, la movilización del ahorro y la liberalización del comercio de bienes, servicios y contratos financieros. Las funciones básicas no cambian con el tiempo y son las mismas en todos los países. Sin embargo, hay importantes diferencias por países y por épocas en cuanto a la calidad de los servicios financieros y los tipos de instrumentos, mercados, e instituciones financieras que se crean para proveer estos servicios. Además, el análisis no desestima la importancia de las instituciones. Por ello, el enfoque funcional pone de relieve la importancia de la relación entre la estructura financiera, vista como la combinación de instrumentos financieros, mercados e instituciones y el suministro de servicios financieros.

Levine (1997) afirma: “el principal enfoque alternativo para estudiar el sistema financiero y el crecimiento económico está basado en las originales contribuciones de John Gurley y Edward Shaw (1955), James Tobin (1965) y Ronald McKinnon

costos y minimizar las fricciones y asimetrías que existen en los mercados. El modo en que estos problemas se resuelven influye en las decisiones de ahorro e inversión, y afectan a la asignación de recursos de las economías y al crecimiento económico.

(1973). Sus modelos matemáticos, a diferencia del texto, se centran en el dinero. Este enfoque restringido puede limitar el análisis del vínculo entre las finanzas y el crecimiento y crear una falsa distinción entre el sector “real” y el sector financiero. En cambio, el enfoque funcional pone de relieve el valor agregado del sector financiero. El sector financiero es un sector “real”: investiga empresas y administradores, controla las empresas y facilita la gestión del riesgo, el intercambio, y la movilización de recursos”.

Una condición primordial establece que los costos para acceder a la información, hacer cumplir los contratos e intercambiar bienes y activos financieros generan el surgimiento de las instituciones y los mercados financieros. Kenneth Arrow (1964) y Gerard Debreu (1959), propusieron un modelo de crédito condicional que no contemplaba costos de información ni de transacción, en donde no existe la necesidad de un sistema financiero que destine recursos a la investigación de proyectos, a controlar a los administradores, a la formulación de mecanismos para reducir el riesgo de gestión y que facilite las transacciones. Sin embargo, las instituciones financieras surgen cuando se originan fricciones vinculadas con la información y las transacciones. Por ello, se asegura que los diferentes tipos y combinaciones de costos de información y transacción promueven el surgimiento de distintos tipos de instituciones, contratos y mercados financieros.

Cuando los sistemas financieros actúan para paliar los costos de transacción y de la información, cumplen con una función esencial, facilitar la asignación de recursos en un contexto incierto (Merton y Bodie, 1995). Es sabido que determinadas fricciones del mercado inducen el surgimiento de mercados e intermediarios financieros que llevan a cabo estas operaciones y cómo repercuten en el crecimiento económico. Principalmente son dos los conductos a través de los cuales las funciones financieras pueden afectar el crecimiento económico, a saber, la acumulación de capital y la innovación tecnológica.

La acumulación del capital físico, resultado de las inversiones, ha sido considerada desde los primeros economistas clásicos como el motor del crecimiento económico. Durante una época, se introdujo también la idea de los retornos marginales decrecientes; es decir, manteniendo los restantes factores de producción fijos, trabajo y tierra, llegaría un nivel donde el aumento de una unidad adicional de stock de capital conduciría cada vez a una menor expansión del producto.

En 1956, Robert Solow²⁵ establece que sólo hay crecimiento sostenido en presencia del progreso tecnológico; sin éste, las mejoras en la tecnología contrarrestan continuamente la acumulación de los rendimientos decrecientes al capital. Como resultado, crece la productividad del trabajo, tanto directamente, debido a las mejoras en la tecnología, como indirectamente, por la acumulación adicional de capital que estas mejoras hacen posible.

Más tarde, en 1957, Solow presentó una estimación de las contribuciones relativas de la acumulación de capital y el progreso técnico al crecimiento económico de los Estados Unidos en el período 1909-1949. Sólo una octava parte del crecimiento total de la productividad por hora-hombre se atribuyó a la acumulación de capital; el “residuo” se imputó a desplazamientos de la función de producción. La metodología ha sido objeto de duras críticas, pero el ensayo sigue siendo una de las lecturas clásicas del campo.

Con estas contribuciones teóricas empiezan a surgir los primeros modelos financieros que contemplan los dos factores esenciales que impulsan el crecimiento económico. Respecto a la acumulación de capital y desarrollo financiero, se propuso un modelo que utiliza externalidades de capital o bienes de capital producidos mediante el uso de rendimientos constantes a escala, pero sin

²⁵ En este año Solow publicó un ensayo sobre crecimiento y desarrollo económico, de gran influencia en la evolución de nuevas ideas, titulado “A contribution to the Theory of Economic Growth”, por el que se le otorgó en 1987 el Premio Nobel de Economía.

el uso de factores no reproducibles para generar un crecimiento per cápita de estado estable (Romer, 1986; Lucas, 1988; Rebelo, 1991). En estos modelos, las funciones desempeñadas por el sistema financiero afectan el crecimiento de estado estacionario al influir en los niveles de formación de capital. El sistema financiero afecta la acumulación de capital al alterar la tasa de ahorro o al reasignar el ahorro entre las diferentes tecnologías que producen capital.

En relación a la innovación tecnológica, un modelo de crecimiento se centra en la invención de nuevos métodos de producción y bienes (Romer, 1990; Gene Grossman y Elhanan Helpman, 1991, y Philippe Aghion y Peter Howitt, 1992). En este modelo, las funciones desempeñadas por el sistema financiero afectan el crecimiento de estado estacionario al alterar el ritmo de innovación tecnológica.

Conclusiones

Quedo demostrado como la dependencia de varias economías en sus respectivos sistemas bancarios nacionales como fuente de financiamiento, lo que implica la necesidad de ampliar y profundizar los mercados de renta y bursátil, en particular, así como el mercado interno.

Cada vez es más importante el papel del sector bancario y del mercado de capitales en las economías en desarrollo. Cada día es más relevante el desarrollo del mercado de renta y bursátiles como una fuente alternativa de financiamiento de la deuda no sólo en las economías, sino para las empresas dentro de los mercados emergentes, donde se observan deficiencias generales en términos de la variedad de financiamiento de la deuda.

Para las economías emergentes, el contar con un sistema financiero sano, un mercado bursátil o de renta fija es beneficioso dado que proporciona servicios esenciales de calidad, sirviendo de palancas para impulsar el financiamiento. Por

ello, asegurar un sector financiero moderno con el mínimo riesgo de crisis es básico para conseguir el crecimiento y, por ende, reducir la pobreza.

La presencia de un mercado interno de capitales activo y eficiente, en particular, el mercado de bonos, daría a las empresas un medio alternativo de obtención de capital de la deuda en caso de que los bancos no pudieran hacerlo, mejorando así cualquier efecto adverso potencial que un crédito bancario pueda generar crisis en la economía. También se argumenta que un mercado de bonos puede ayudar a acelerar la resolución de una crisis bancaria, al permitir que el sistema bancario vuelva a capitalizar sus balances a través de la titulización (es decir, la emisión de bonos para respaldar préstamos).

Bibliografía.

Aghion, Philippe and Howitt, Peter, (1992) "A Model of Growth Through Creative Destruction," *Econometrica*, Marzo, 60(2), pp. 323– 51.

Arrow, Kenneth, J. (1962), 'The Economic Implications of Learning by Doing', *Review of Economic studies*, 29, 155-73.

Arrow, Kenneth, J. (1964), "The Role of Securities in the Optimal Allocation of Risk Bearing," *Rev. Econ. Stud.*, Abril, (2), pp. 91–96.

Aspe, Pedro. (1993), "El Camino Mexicano de la Transformación Económica", Fondo de Cultura Económica, México.

Barro, R.J., (1991), "Economic Growth in a Cross Section of Countries". *Quarterly Journal of Economics*, 106, 2 (May), 407-444.

Bencivenga, Valerie R. and Smith, Bruce D. (1991), "Financial Intermediation and Endogenous Growth," *Rev. Econ. Stud.*, Abril, 58(2), pp. 195–209.

Bencivenga, Valerie R.; Smith, Bruce D. and Starr, Ross M. (1965), "Transactions Costs, Technological Choice, and Endogenous Growth," *J. Econ. Theory*, Octubre, 67(1), pp. 153–77.

Borja, Francisco, (1991), "El Nuevo Sistema Financiero Mexicano", Fondo de Cultura Económica, México.

Caro, Efraín, et. al. (1995), "El Mercado de Valores en México. Estructura y Funcionamiento", Editorial Planeta Ariel, México.

Carosso, Vincent, (1970), "Investment Banking in America", Cambridge, MA: Harvard U. Press.

Choi, J. S. Hauser Y K.J. Kopecky, (1999), "Does the Stock Market Predict Real Activity? Time Series Evidence from the G-7 Countries", Journal of Banking and Finance, 23, pp. 1771-1792.

Debreu, Gerard. (1959), "Theory of Value". New York: Wiley.

Diamond, Douglas W. and Dybvig, Philip H. (1983), "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity," J. Polit. Econ., June, 91(3), pp. 401–19.

Domar, Evsey. (1946), "Capital Expansion, Rate of Growth, and Employment" *Econometría*, 14 (abril), 137-147

Ejea, G., C. Garrido, C. Leriche Y E. Quintana. (1991), "Mercado de Valores, Crisis y Nuevos Circuitos Financieros en México: 1970-1990", UAM-Azcapotzalco, México.

Fama, E.F. (1965), "The Behavior of Stock Market Prices". Journal of Business, 38, enero. Págs.: 34-105

Fama, Eugene. (1981), "Stock Returns, Real Activity, Inflation and Money", The American Economic Review, vol. 71, núm. 4, pp. 545-565.

Garrido, Celso. (2005), "Desarrollo Económico y Procesos de Financiamiento en México", Editorial siglo XXI UAM, México.

Goldsmith, Raymond, W. (1969), "Financial Structure and Development". New Haven, CT: Yale U. Press, 1969.

Greenwood, Jeremy And Jovanovic, Boyan. (1990), "Financial Development, Growth, and the Distribution of Income," J. Polit. Econ., Oct., 98(5,Pt.1), pp. 1076–1107.

Grossman, Gene M. And Helpman, Elhanan. (1991), "Quality Ladders in the Theory of Growth," Rev. Econ. Stud., Jan, 58(1), pp. 43–61.

Gujarati, D. (2004), "Econometría", 4ª ed., McGraw-Hill. México.

Habibullah, M.S. Y A.Z. Baharumshah. (1996), "Money, Output and Stock Prices in Malaysia: An Application of the Cointegration Test", *Internacional Economic Journal*, vol. 10, núm. 2

Hahn, F. H. (1966), "Equilibrium Dynamics with Heterogeneous Capital Goods", *Quarterly of Journal Economics*, 80, pp. 133-146. Página | 374

Hahn, F. H. y C. O. Matthews. (1964), "The Theory of Economic Growth: A Survey", *Survey of Economic Theory 2*, American Economic Association, Royal Economic Society.

Harrod, Roy. (1939), "An Essay in Dynamic Theory", *Economic Journal*, 49 (junio), 14-33.

Hayek, F. A. (1976), "Law, Legislation, and Liberty. The Mirage os Social Justice," vol. 2, University of Chicago Press, Chicago.

Hicks, John. (1969), "A Theory of Economic History". Oxford: Clarendon Press.

Jensen, M. C. (1993), "The Modem Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", *Journal of Applied Corporate Finance*, 6 (4): 4-23.

Johnson, H.G. (1967), "Economic Policies toward Less Developed Countries", Washington, D.C. Brookings Institution.

Jorion, Philippe. (2004), "Valor en Riesgo. El Nuevo Paradigma para el Control de Riesgos con Derivados", Limusa Noriega Editores, México.

Kaldor, Nicholas, And James A. Mirrlees (1962), "A New Model of Economic Growth." *American Economic Review*: 117-192.

King, Robert G. And Levine, Ross. (1993), "Financial Intermediation and Economic Development," in *Financial intermediation in the construction of Europe*. Eds.: Colin Mayer and Xavier Vives. London: Centre for Economic Policy Research, pp. 156–89.

Koopmans, T. C. (1964), "On the Concept of Optimal Economic Growth", en *The econometric approach to development planning*, Amsterdam, North Holland, 1965.

Lamoreaux, Naomi And Sokoloff, Kenneth L. (1996), "Long-Term Change in the Organization of Inventive Activity," *Proceedings of the National Academy of Science*, Nov, 93, pp. 12686–92.

Levine, Ross And Renelt, David (1992), "A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions," *Amer. Econ. Rev.*, Sept. 82(4), pp. 942–63.

Levine, Ross and Zervos, Sara, (1996), "Stock Markets, Banks, and Economic Growth." *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 1690, Dec.

Levine, Ross, (1991), "Stock Markets, Growth, and Tax Policy," *J. Finance*, Sept. 46(4), pp. 1445–65.

Levine, Ross (1997), "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature*, Vol. XXXV (junio de 1997), Págs. 688-726.

Levine, Ross. (2000), "¿Son Mejores los Sistemas Financieros Basados en el Sistema Bancario o los Basados en el Mercado Bursátil?" *Economía Chilena*, Vol. 3, N°. 1, pags. 25-55. Chile.

Lucas, Robert, E. (1972), "Expectations and the Neutrality of Money." *Journal of Economic Theory*, núm. 4.

Lucas, Robert E. (1988), "On the Mechanics of Economic Development," *J. Monet. Econ.*, July, 22(1), pp. 3–42.

Mckinnon, Ronald (1973), "Dinero y Capital en el Desarrollo Económico", CEMLA, México.

Merton, Robert C. and Bodie, Zvi (1995), "A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment," in *The global financial system: A functional perspective*. Eds.: DWIGHT B. CRANE ET AL. Boston, MA: Harvard Business School Press.

Myrdal, G. *Economic Theory and Underdeveloped Regions*. (London: Duckworth; paper, London: Methuen)

Perez-Lopez, E. Alejandro (1995) "Un Modelo de Cointegración para Pronosticar el PIB en México", *Documentos de Investigación*, núm. 9504, Banco de México.

Phelps, E (1961), "The Golden Rule of Accumulation: A Fable for Growthmen", *American Economic Review*, 51, pp. 638-643.

Rebelo, Sergio T. (1991), "Long-Run Policy Analysis and Long-Run Growth," *J. Polit. Econ.*, June, 99(3), pp. 500–21.

Robinson, Joan. (1952), "The Generalization of the General Theory," in *The rate of interest, and other essays*. London: Macmillan, pp. 67–142.

Romer, Paul M. (1986), "Increasing Returns and Long Run Growth," *J. Polit. Econ.*, Oct. 94(5), pp. 1002–37.

Romer, Paul M. (1990), "Endogenous Technological Change," *J. Polit. Econ.*, Oct. 98(5, Pt. 2), pp. S71–102.

Ron, Francisco E. (2001), "Ajuste Dinámico y Equilibrio entre la Producción Industrial y la Actividad Bursátil en México", *Momento económico*, N° 118, noviembre-diciembre, pp. 21-38.

Schumpeter, J. A. (1978), "Teoría del Desarrollo Económico. Una Investigación sobre Ganancias, Capital, Crédito, Interés y Ciclo Económico", Fondo de Cultura Económica, México.

Sen, Amartya (1965), "Development as Freedom", New York, Basic Books.

Sen, Amartya (1970), "Economía del Crecimiento", Fondo de Cultura Económica, México.

Sharpe, Steven A. (1990), "Asymmetric Information, Bank Lending, and Implicit Contracts: A Stylized Model of Customer Relationships," *J. Finance*, Sept. 45(4), pp. 1069–87.

Smith, A. (1994), "La Riqueza de las Naciones". Traducción de Carlos Rodríguez Braun. Alianza Editorial. (Trabajo original publicado en 1776), Madrid.

Solow, Robert (1957), "Technical Change and the Aggregate Production Function", *Review of Economic and Statistics*, 39 (3), páginas 312-320.

Solow, Robert (1956), "A Contribution to the Theory of Economic Growth" *Quarterly Journal of Economics*, 70 (febrero), 65-94.

Stern, Nicholas. (1989) "The Economics of Development: A Survey," *Econ. J.*, Sept. 99(397), pp. 597–685.

Stiglitz, Joseph E. (1985), "Credit Markets and the Control of Capital," *J. Money, Credit, Banking*, May. 17(2), pp. 133–52.

Swan, T. W. (1963), "Of Golden Ages and Production Functions", in K. Berrill, editor, *Economic Development with Special Reference to East Asia: Proceedings of an International Economic Association conference*. London: Macmillan.

Swan, T.W. (1956) "Economic Growth and Capital Accumulation" *The Economic Record*. 32, (November), 334-361. Página | 377

Thirlwall, A. P. (2003), "La Naturaleza del Crecimiento Económico. Un Marco Alternativo para Comprender el Desempeño de las Naciones", Fondo de Cultura Económica, México.

Thirlwall, A.P. (1979), "The Balance of Payments Constraint as an Explanation of International Growth Rate Differences", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, March, 128, 45-53.

Thorsten Beck, Asli Demirguc-Kunt and Ross Levine (2000, Updated may 2009), "A New Database on Financial Development and Structure", *World Bank Economic Review*, 14, 597-605.

Tobin, James, (1978), "A Proposal for International Monetary Reform", Vol. 4, *Eastern Economic Journal* 153- 59.

Tobin, James (1955), "A Dynamic Aggregative Model", *Journal of Political Economy*, vol. 63, pp.103-115.

Toda, H.Y. Y T. Yamamoto (1995) "Statistical Inference in Vector Autoregressions with Possibly Integrated Processes", *Journal of Econometrics*, 66: 225-250.

Uzawa, H. (1965)/ "Optimal Technical Change in an Aggregative Model of Economic Growth". *International Economic Review*, vol. 6, pp. 18-31.

Von Neumann, J. (1938) "A Model of General Economic Equilibrium", *Review of Economic Studies*, 13, pp. 1-9.

Weinstein, Stan. (1991), "Los Secretos para Ganar Dinero en los Mercados Alcistas y Bajistas", Editorial Gesmovasa, España.

Wiener, N. (1956), "The Theory of Prediction", en E. F. Bechenback Ed., *Modern Mathematics for Enginners*, McGraw-Hill,