

“EL PAPEL DEL SISTEMA FINANCIERO EN EL CRECIMIENTO ECONÓMICO: UN ACERCAMIENTO TEÓRICO”

Recibido: 7-03-2013 Aprobado: 19-04-2013

20

Lizethe Berenice Méndez Heras*

Resumen

Considerando el deterioro del crecimiento económico en los países avanzados, luego de la crisis financiera de 2008, la presente investigación se enfoca en crear un acercamiento de sintetizar la teoría que apoya la hipótesis de que existe una relación entre la estructura del sistema financiero y el impacto en el crecimiento económico de un país. Autores como Schumpeter J., Goldsmith R., y sus seguidores; han desarrollado el sustento teórico, y en algunos casos empírico, para afirmar que un sistema financiero innovador y estable es la base para generar crecimiento económico. La teoría más reciente, incluye la importancia de identificar el impacto de estas variables en mercados imperfectos, así como economías muy diferentes, por ejemplo, entre países desarrollados y subdesarrollados.

Palabras clave: Sistema Financiero, Crecimiento Económico, Estructura financiera.

Introducción

Existe un amplio debate sobre si el sistema financiero tiene un impacto (positivo o negativo) sobre el crecimiento económico. Mientras algunos autores aseguran que la estabilidad y eficiencia del sistema financiero son vitales para generar crecimiento económico en un país, otros afirman que estos no tienen un impacto importante en los factores que detonan el crecimiento. Es por ello que este documento pretende dar un acercamiento a las diferentes

* Estudiante de quinto trimestre de la Maestría en Economía de la UAM Azcapotzalco.

perspectivas alrededor del debate sobre el vínculo que existe entre el sistema financiero y el crecimiento económico. Y una vez explorado en tema, se pretende sustentar la hipótesis de que existen más evidencia de que el sistema financiero si tiene relevancia para la creación de crecimiento económico en una economía.

Para iniciar el análisis es pertinente definir lo que se entiende por sistema financiero. Por lo tanto, en la primera parte de esta investigación se incluyen de relevancia para abordar el estudio del sistema financiero. Después, en el apartado dos, se menciona el punto de partida del debate sobre la relación entre la estructura del sistema financiero y el crecimiento económico. En esta sección explica que existen dos líneas del pensamiento muy contradictorias. Por una parte, el punto de vista de los autores que, al igual que Schumpeter, consideran que el sistema financiero tiene fuerte relación con el crecimiento económico. Mientras que por otro lado, se muestra la perspectiva de teóricos que apoyan la visión de Robinson, quienes niegan la existencia de una relación entre el sistema financiero y la actividad económica.

Dando sustento al análisis de un enfoque, el tercer apartado concentran los sustentos teóricos que apoyan la posición de que los sistemas financieros si influyen en el crecimiento económico; mientras que el cuarto contiene los argumentos y modelos que explican la perspectiva de Robinson, en particular la opinión de Slutz y el ejemplo del modelo de crecimiento económico de Solow.

Tomando en cuenta que existen problemas de acción oculta y de información oculta, y por lo tanto las empresas no pueden cualquier proyecto que la administración encuentre viable; resulta necesario comentar las contribuciones a este tema considerando mercados financieros imperfectos.

Finalmente, con las aportaciones en pro y en contra sobre si existe o no una relación entre el sistema financiero y el crecimiento económico, se logra sustentar la hipótesis en que existen más evidencia de que el sistema financiero si tiene relevancia para la generación de la actividad económica. Por lo que se retoma propuestas empíricas de esta relación, las que surgen a partir de Goldsmith (1969).¹

1. ¿Qué es un sistema financiero?

En palabras de Bodie y Merton (1999), las finanzas estudian la manera en que la gente asigna recursos escasos a través del tiempo. Y dos características de las decisiones financieras, y otras decisiones relacionadas con la distribución o asignación de recursos, consisten en que los costos y beneficios de las primeras: 1) se distribuyen a lo largo del tiempo y 2) ni los decisores ni los demás suelen conocerlos anticipadamente con certeza. Los autores afirman que al poner en práctica las decisiones financieras, las personas se sirven del sistema finan-

¹ De acuerdo con Demigüç-Kunt A. y Lavine R. (2004).

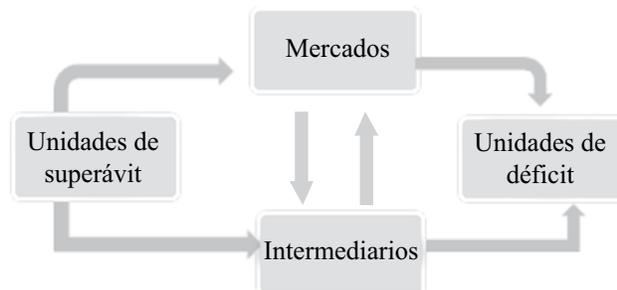
ciero, que es el conjunto de mercados y otras instituciones mediante las cuales realizan los contratos financieros y el intercambio de activos y riesgo. Éste mercado, incluye los mercados de acciones, los bonos y otros instrumentos financieros, los intermediarios financieros (como bancos y compañías de seguros), las compañías de servicios financieros (como empresas de asesoría financiera) y los organismos reguladores que rigen a todas esas instituciones; cuya finalidad es poner en práctica las decisiones financieras de las familias, las compañías y los gobiernos. Algunas veces un mercado de un instrumento financiero tiene una ubicación geográfica específica, como la New York Stock Exchange o la Osaka Options and Futures Exchange, instituciones que se encuentran en edificios de la ciudad de Nueva York (USA) y Osaka (Japón). Pero muchas veces el mercado no tiene una ubicación específica. Un ejemplo de lo anterior son los mercados sobre el mostrador (o mercados fuera de la bolsa de valores) que se dedican a negociar acciones, bonos y divisas; los cuales son esencialmente redes globales de cómputo y de telecomunicaciones que conectan a los agentes de valores con sus clientes. Una característica del sistema financiero moderno es que es global y, entonces, los mercados e intermediarios financieros están conectados por medio de una amplia red internacional de comunicaciones, la cual permite que la transferencia de pagos y la negociación de valores se lleven a cabo prácticamente las 24 horas del día.

Las interacciones entre los componentes del sistema financiero aparecen en la Figura 1, el cual explica que en este sistema los fondos fluyen de las entidades que tienen un excedente de ellos a los que presentan un déficit. Por ejemplo, una familia que ahorra parte de su ingreso para la jubilación tiene un excedente de fondos y, en cambio, otra familia que desea comprar una casa muestra un déficit. Si lo vemos desde la perspectiva de las empresas, una compañía con utilidades que rebasan las necesidades de nuevas inversiones es una unidad de superávit; mientras que otra que debe financiar una fuerte expansión es una unidad de déficit. La Figura muestra que algunos fondos fluyen de las unidades de excedente hacia las de déficit a través de intermediarios financieros como los bancos, mientras que otros lo hacen a través de los mercados financieros sin pasar por un intermediario.

Además, Bodie y Merton, explican que las instituciones financieras generalmente difieren de un país a otro por varias razones: las diferencias de tamaño, complejidad y tecnología disponible, así como por características de origen político, cultural e histórico. Por lo tanto, aunque los nombres de las instituciones no cambian, las funciones que realizan difieren sustancialmente. Y, desde este ángulo, los autores señalan que es mejor utilizar un modelo que se centre más en las funciones y no en las instituciones del sistema financiero el cual recibe el nombre de *enfoque funcional*. Los principios básicos de esta forma de análisis son:

- a) Las funciones financieras son más estables que las instituciones financieras, es decir, evolucionan menos con el tiempo y varían menos entre los países.

Figura 1
Flujo de fondos



Fuente: Bodie y Merton (1999).

- b) La forma institucional depende de la función, esto es, la innovación y competencia entre las instituciones mejoran el desempeño de las funciones del sistema financiero.

Y, para este caso, señalan seis funciones básicas que cumple el sistema financiero:

- i) Ofrece medios para transferir recursos económicos en el tiempo entre países e industrias.
- ii) Ofrece medios de administrar riesgo.
- iii) Ofrece medios de compensar y establecer los pagos para facilitar el intercambio.
- iv) Ofrece mecanismo para reunir recursos en un fondo común y para subdividir la propiedad entre varias compañías.
- v) Suministra información sobre precios y con ello contribuye a coordinar la toma descentralizada de decisiones en diversos sectores de la economía.
- vi) Ofrece medios de resolver los problemas de incentivos que surgen cuando uno de los que intervienen en la transacción posee información de la cual carece el otro cuando uno actúa como agente del otro.

2. El debate central

Si bien existen diferentes posturas sobre la relación que existe entre el sistema financiero y el crecimiento económico, éstas se pueden clasificar en dos principales: “las teorías a favor” de que existe un impacto entre la estructura del sistema financiero y el crecimiento económico, y las “teorías en contra” de una relación entre dichas variables.

Para hablar del primer panorama, existe una amplia literatura que enfatiza los puntos de vista sobre la importancia de las finanzas para el crecimiento económico. Un teórico fun-

damental en este análisis es Joseph Schumpeter (1912), quién argumentó que los sistemas financieros son importantes en la promoción de las innovaciones, y que las economías con sistemas financieros más eficientes crecen más rápido. En su opinión, cuando los bancos funcionan bien estimulan la innovación tecnológica, ya que identifican y financian a los empresarios mejor preparados para crear productos innovadores y mecanismos de producción. De esta forma, el autor destaca el papel fundamental del crédito en la promoción de las actividades del empresario y, por lo tanto, la influencia que tienen ambos en el impulso a la innovación, lo que finalmente genera crecimiento económico sostenido en la economía. De tal forma que para Schumpeter el principal propósito que tiene el crédito, en beneficio del empresario, es la innovación.

24

Ahora, para abordar la antítesis a “la visión de Schumpeter”, se retoma el planteamiento de Joan Robinson (1952) quién planteó una causalidad inversa entre las variables y, por lo tanto, que la economía es la que conduce las finanzas (sistema financiero), y no al revés. De acuerdo con la autor, las economías con buenas perspectivas de crecimiento desarrollan instituciones para proporcionar los fondos necesarios que apoyarán esas buenas perspectivas. Su visión asume que los intermediarios financieros se originan en respuesta a una rápida (o lenta) industrialización. Es así, que la visión de Robinson se puede resumir en el supuesto de que “donde rigen las empresas surgen las finanzas” y, por ende, que la actividad económica crea una demanda de determinados tipos de mecanismos financieros y el sistema financiero responde automáticamente frente a esa demanda. También, considera que la financiación responde esencialmente de forma pasiva a otros factores que producen las diferencias entre los modelos de crecimiento, pues se pensaba que los sistemas financieros tuvieron efectos menores sobre la tasa de inversión en capital físico y de capital; y que los cambios en la inversión tienen efectos de menor importancia en el crecimiento económico. Por ejemplo, el resultado de los análisis de Solow (1956, 1957) que se detallará más adelante.

A pesar de que estos autores no han sido los únicos en declarar sus posturas a favor o en contra del impacto que tiene el sistema financiero en el crecimiento económico, debido a la importancia los argumentos señalados, en la investigación se entenderá indistintamente entre “las teorías a favor” o “la visión de Schumpeter”, para referirnos a todas las teorías que apoyan la existencia de un vínculo entre el sistema financiero y el crecimiento económico. Y, al mismo tiempo, se utilizarán los términos “las teorías en contra” o “la visión de Robinson” para referirnos a todas las teorías que no apoyan este vínculo.

3. Teorías a favor

Una visión similar a la de Schumpeter fue la que postuló Alexander Hamilton (1781), quien argumentó que “los bancos fueron el mejor motor que se ha inventado” para generar crecimiento económico. En este sentido, recientes desarrollos teóricos han encontrado dos

tipos de relaciones entre el sistema financiero y el crecimiento económico. Por una parte, el volumen de ahorro disponible para financiar la inversión;² y, por otro lado, el aumento de la productividad de la inversión.³ Estos modelos muestran que mejorar la eficiencia del mercado financiero puede actuar como un lubricante para el motor del crecimiento económico, lo que permite que la economía funcione más rápido.

Economistas como Goldsmith (1969), McKinnon (1973) y Shaw (1973) vieron que los mercados financieros desempeñan un papel clave en la actividad económica. En su opinión, las diferencias en la cantidad y calidad de los servicios prestados por las entidades financieras podría explicaren parte por qué los países registran tasas de crecimiento tan diferentes. Su evidencia empírica, muestra que las economías de alto crecimiento tienden a desarrollar bien sus mercados financieros, aunque esta evidencia no hizo mucho para resolver el dilema de Schumpeter/Robinson. Más recientemente, las investigaciones han demostrado que el tamaño y la profundidad del sistema financiero de una economía están positivamente correlacionados con su futuro crecimiento per cápita (King y Levine, 1993; De Gregorio y Guidotti 1994).

Por su parte, King y Levine (1993) desarrollaron un modelo de crecimiento endógeno con conexiones entre las finanzas, el espíritu empresarial y el crecimiento económico sugerido por las ideas de Frank Knight (1951) y Joseph Schumpeter (1912). Este modelo se basa, en primer lugar, en la visión schumpeteriana de que las innovaciones son inducidas por la búsqueda de beneficios de monopolio temporal. En segundo lugar, incorpora las ideas schumpeterianas menos conocidas de que las instituciones financieras son importantes porque evalúan y financian a los empresarios en su iniciación de la actividad innovadora y la presentación de nuevos productos al mercado.

Al igual que Schumpeter, los autores de "*Finance, entrepreneurship and growth*" consideraron que el nexo entre las finanzas y la innovación es fundamental para el proceso de crecimiento económico. Y en el centro de su teoría se encuentra la determinación endógena de crecimiento de la productividad, lo cual es el resultado de decisiones racionales de inversión. Esta fue una forma de explicar, que el crecimiento de la productividad está influido por la consideración global de los costos y beneficios. Además, asumen que los sistemas financieros influyen en las decisiones de invertir en actividades para mejorar la productividad a través de dos mecanismos: la evaluación de futuros empresarios y el financiamiento de los más promisorios. Lo anterior basado en que las instituciones financieras pueden proporcionar la investigación, evaluación, y servicios de vigilancia más eficaces y menos costosos en comparación con los inversores individuales y, además, que las instituciones también son mejores en movilizar la financiación adecuada para los empresarios, en comparación con los individuos particulares.

² Bencivenga y Smith, 1991; Jappelli y Pagano 1993.

³ Fernández y Galetovic 1994; Greenwoody Jovanovic 1990, King y Levine 1993.

En general, King y Levine (1993) señalaron que la evaluación y clasificación de los empresarios reducen el costo de invertir en mejorar la productividad y estimulan el crecimiento económico. Por lo tanto, aseguran que distorsiones del sector financiero puede reducir la tasa de crecimiento económico. El enfoque de estos autores es de gran relevancia, ya que identifican el papel activo de las instituciones financieras en la evaluación, la gestión y la financiación de la vida empresarial, que motivará el incremento de la productividad.

Finalmente, el documento de King y Levine concluye que los sistemas financieros influyen a largo plazo en el crecimiento económico. Por lo que en su modelo, los sistemas financieros afectan a las actividades empresariales que llevan a mejoras en la productividad de cuatro maneras.

26

1. Los sistemas financieros evalúan a los empresarios potenciales y eligen los proyectos más prometedores.
2. Los sistemas financieros movilizan recursos para financiar proyectos prometedores.
3. Los sistemas financieros permiten a los inversionistas diversificar el riesgo asociado a la incertidumbre de las actividades innovadoras.
4. Los sistemas financieros ponen de manifiesto los beneficios potenciales para participar en la innovación.

Al considerar los puntos anteriores, es más fácil ver que un sistema financiero más desarrollado fomenta el incremento de la productividad mediante la elección de más emprendedores y proyectos de calidad, con ayuda de una movilización eficaz de financiamiento externo para estos empresarios, ofreciendo vehículos de calidad superiores para diversificar el riesgo de las actividades innovadoras, y al revelar con mayor precisión los beneficios potencialmente grandes asociados con el negocio incierto de la innovación. De esa forma, mejores sistemas financieros estimulan el crecimiento económico mediante la aceleración de la tasa de la productividad.

Estos autores, también revisaron una serie de pruebas sobre los vínculos entre el desarrollo del sector financiero y el crecimiento, las cuales incluían regresiones con cruce de países y estudios de caso sobre los efectos microeconómicos y macroeconómicos del sector financiero y otras reformas políticas. Y, en base a ellas, encontraron sustento de la idea central avanzando en su modelo: “mejores sistemas financieros estimular un crecimiento más rápido de la productividad y el crecimiento del producto per cápita en recursos de canalización de la sociedad a los prometedores esfuerzos para mejorar la productividad”. Es así como sus resultados sugieren que las políticas gubernamentales hacia los sistemas financieros pueden tener un importante efecto causal de crecimiento a largo plazo.

En cuanto al crecimiento de largo plazo, como consecuencia del sistema financiero, King y Levine (1993) estudiaron 80 casos de países durante el período de 1960-1989, donde neu-

tralizaron sistemáticamente los efectos de otros factores que afectan el crecimiento en el largo plazo, examinaron la acumulación de capital y los factores de aumento de la productividad, formulan nuevos indicadores del nivel de desarrollo financiero y procuraron determinar si el nivel de desarrollo financiero permite predecir el crecimiento económico a largo plazo, la acumulación de capital y el aumento de la productividad (Más adelante se incluirán más demostraciones empíricas de este tipo).

4. Las teorías en contra

En esta sección, se enlistarán una serie de “teorías en contra” del vínculo entre el sistema financiero y el crecimiento económico. Una parte fundamental del análisis en este apartado es la descripción del modelo de Solow, la cual defiende la postura de que los sistemas financieros tienen efectos menores sobre la tasa de inversión en capital físico y de capital monetario; y que, por lo tanto, los cambios en la inversión tienen efectos de menor importancia en el crecimiento económico.

El modelo de Solow se basa en la función de producción

$$Y_t = \bar{A} K_t^{1/3} L_t^{-2/3}$$

Incorporando una ecuación de acumulación de capital, representada por el incremento en el capital:

$$\Delta K_t = \bar{s} Y_t - \bar{d} K_t$$

En esta ecuación, la variación del stock de capital es igual a la inversión, $I = \bar{s} Y$ menos la depreciación, $\bar{d} K$. Al agregar esta ecuación a la función de producción, obtenemos la solución del modelo de Solow:

$$K^* = \left(\frac{\bar{s} \bar{A}}{\bar{d}} \right)^{3/2} \bar{L}$$

$$Y^* = \left(\frac{\bar{s}}{\bar{d}} \right)^{1/2} \bar{A}^{3/2} \bar{L}$$

De esta forma, Solow planteó que en el estado estacionario, los incrementos en la tasa de inversión (\bar{s}) y en la Productividad Total de los Factores ($PTF = \bar{A}$) aumentarán el crecimiento de la producción. Este mecanismo es atractivo ya que implica, la productividad de los factores tendrá un peso mayor que la planteada en el modelo sin acumulación de capital. Esto, porque en la última ecuación el exponente de la acumulación de capital es mayor a uno

($\bar{A}^{3/2}$) diferente a como se concibe para el modelo sin acumulación (\bar{A}). La particularidad de este modelo, es que no genera crecimiento en el largo plazo, ya que establece que con una tasa de inversión y una productividad de los factores, en el largo plazo la producción tenderá a un nivel estacionario, lo que implica que se mantendrá en el mismo nivel y por lo tanto, en el largo plazo no ve crecimiento económico.

Otro aspecto significativo, radica en que a pesar de los avances en la literatura sobre el crecimiento, el debate sobre si los sistemas financieros desempeñan un papel causal en el crecimiento económico sigue sin resolverse. En particular, las correlaciones entre las tasas de crecimiento de los países y las medidas predeterminadas de la profundidad del mercado financiero, no van a satisfacer a aquellos predispuestos a creer que las economías de alto crecimiento tienden a exigir grandes fondos privados para el sistemas financiero. La correlación observada entre los mercados financieros y el crecimiento futuro siempre es representativa de la causalidad que fluye del crecimiento a los sistemas financieros. Es decir, que economías de alto crecimiento pueden preparar sus sistemas financieros antes de una etapa de crecimiento.

En este sentido, Jayaratne y Strahan (1996) ofrecen pruebas de que los estados no liberalizan sus bancos en previsión de las futuras perspectivas de crecimiento. Una nación normal, no desregula sus sistemas financieros durante la fase ascendente del ciclo de negocios. Por otra parte, encuentran sólo una débil evidencia de que los préstamos bancarios aumentaron tras la reforma bancaria dentro del estado y no hay pruebas de aumento en la tasa de inversión. Es así como los autores señalan que, si bien no se puede establecer vínculos causales directos fuera de toda duda con datos no experimentales, sus resultados sugieren claramente que el cambio de política financiera no fue resultado de un mayor crecimiento, y probablemente lo contrario es cierto. Y por lo tanto, sugieren, que la falta de crecimiento motivó el cambio de política financiera.

Por su parte, en Stulz R. (2004) se detalla que la estructura financiera de un país consiste en las instituciones, la tecnología financiera y las reglas del juego que definen cómo se organiza la actividad financiera en un punto en el tiempo. Pero, la misma función de un sistema financiero se puede llevar a cabo por diferentes instituciones o de acuerdo con reglas diferentes. Por lo tanto, asegura que no existe una relación directa entre el desarrollo económico de un país y su estructura financiera. De acuerdo con Slutz lo que sí puede suceder es que las políticas transmitan un impacto directo sobre el desarrollo financiero y un impacto indirecto sobre la estructura financiera. Un ejemplo que proporciona el autor, es la comparación entre Japón y los EE.UU., dos países que tenían estructuras financieras muy diferentes en el mismo nivel de desarrollo económico. Por lo tanto, desde su perspectiva, no se puede argumentar que la estructura financiera está completamente determinada de manera endógena.

Para dejar más claro el punto anterior, es importante distinguir la estructura financiera del desarrollo financiero. La investigación anterior se centró en la relación entre el desarrollo

financiero y el crecimiento económico. Pero, los indicadores de desarrollo financiero que se han utilizado en la literatura consisten en medidas como la cifra en la bolsa de valores, el nivel de comercio relativo del PIB, la capitalización bursátil en relación al PIB, la proporción de los fondos obtenidos externamente por las empresas, y así sucesivamente. Todas estas medidas de desarrollo financiero pueden ser dramáticamente diferentes de la estructura financiera misma. Por lo tanto, este autor no ve una relación de uno a uno entre el desarrollo financiero y estructura financiera. Por ejemplo, la dependencia de la financiación externa puede ser el mismo en una economía donde el mercado de valores juega un papel importante y en una economía donde los bancos desempeñan un papel importante. Y, sin embargo, la estructura financiera puede obstaculizar o promover el desarrollo económico. De acuerdo con él, las políticas pueden tener un impacto directo sobre la estructura financiera, pero sólo pueden tener un impacto indirecto sobre el desarrollo financiero. Es así que Slutz intenta destacar, que los cambios en la estructura financiera no se trasladarán precisamente en un cambio del desarrollo financiero, y por lo tanto no se materializarán en crecimiento económico. En sus palabras, las autoridades no pueden legislar cambios en el grado de desarrollo financiero, pero pueden legislar los cambios en la estructura financiera. Esto hace que sea especialmente importante para entender cómo la estructura financiera afecta al crecimiento económico.

5. Mercados financieros imperfectos

Slutz R. (2004),⁴ examina cómo la organización de las actividades financieras afecta el crecimiento a través de sus efectos sobre aumentos en los fondos de las empresas y sobre cómo las empresas se gestionan. En este sentido, la primera cuestión es el problema de la financiación y, en segundo, los problemas de gobernabilidad, donde ambos problemas están íntimamente ligados.

Según sus estudios, si la administración maximiza el valor de la empresa para los proveedores de capital, se pueden recaudar más fondos para un proyecto de gestión que persigue sus propios objetivos. Por lo tanto, la forma en que la empresa financia sus actividades afecta el problema de gobernabilidad. Un ejemplo de ello es que los tenedores de deuda pueden intervenir en la empresa sólo si la empresa se encuentra en mora, mientras que los accionistas pueden afectar las acciones de gestión, cuando la empresa no se encuentra en mora. De manera que, la organización de las actividades financieras afecta la forma en que se resuelven tanto los problemas de financiación como a la gobernanza. Es importante destacar que en su documento el autor se centra por completo en el impacto de la estructura financiera de las

⁴ Slutz,(2004), *Does Financial Structure Matter for Economic Growth? A Corporate Finance Perspective*, In *Financial Structure and Economic Growth: A cross Markets, and Development*, Demirgüç-Kunt A. y Lavine R., pp 143.188. MIT press.

empresas en torno a la recaudación y gestión del capital. Por lo tanto, ignora cómo la estructura financiera afecta el crecimiento y el bienestar a través de otros canales.

Slutz retoma de Allen y Gale (1995) los aspectos de riesgo compartido de las estructuras financieras. En particular, que estos aspectos de riesgo compartido son importantes en las comparaciones de bienestar de las estructuras financieras, pues afectan el crecimiento de diversas formas.

En mercados financieros perfectos, la empresa puede financiar cualquier proyecto que la administración encuentre viable. Sin embargo, existen dos imperfecciones clave de los mercados que destruyen la propiedad de mercados financieros perfectos. En primer lugar, el hecho de que los inversionistas no ven todas las acciones de dirección que se deben tomar. Y, en segundo lugar, tomar en cuenta que la administración tiene información de que los inversores no tienen. Arrow (1979) nombró el primer problema el problema de acción oculta y el segundo como problema de información oculta. Estas acciones ocultas y problemas de información oculta crean un problema de agencia entre la gerencia y los inversionistas. Si la administración sabe que un proyecto podría ser un mal proyecto, es posible que desee recaudar fondos para él de todos modos, ya que generalmente los beneficios de administrar una gran empresa es tener más beneficios y un salario más alto. Si el proyecto fracasa, la gestión no obtiene toda la culpa, ya que podría ser la mala suerte. Si el proyecto tiene éxito, la administración recibe el beneficio de un crecimiento firme. De tal forma, que la información oculta y las acciones ocultas crean discreción en la administración, que se puede utilizar para perseguir objetivos propios.

Con la información oculta y acciones ocultas, los inversores ya no creen, automáticamente, de qué forma la gerencia sobre los flujos de efectivo modifica lo que se recibirá de un proyecto. Esto es por varias razones. En primer lugar, los inversionistas saben que la gerencia tiene incentivos para exagerar los flujos de efectivo y por lo general no se puede verificar las declaraciones de la administración. En segundo lugar, a través de acciones ocultas, la dirección puede afectar los flujos de efectivo en el futuro. En particular, la administración puede trabajar menos duro, lo que reduce el flujo de efectivo, y pueden alterar los flujos de efectivo de otras maneras para perseguir sus propias metas. En tercer lugar, los inversionistas en general, no pueden especificar el uso de los flujos de efectivo de un proyecto. Debido a lo anterior, la administración puede optar por invertir demasiado en la empresa, ya que obtiene más beneficios de la inversión, de pagar los flujos de efectivo excedente a los accionistas. En el caso extremo, estos problemas implican que ningún fondo puede ser elevado. Por ejemplo, si la dirección puede tomar los fondos recaudados y los utilizan para el consumo sin penalización, la empresa no puede recaudar fondos a pesar de que podría tener buenos proyectos.

En presencia de la información oculta y problemas ocultos de acción, la administración no puede ir a los mercados y anunciar que tiene proyectos con una distribución de flujo de efectivo dado y esperar que lleguen inversores para financiarlo. Considerando una empresa

que requiere fondos para financiar las actividades existentes y crecer, la medida en que se pueden recaudar estos fondos depende de los flujos de efectivo que los proveedores de estos fondos creen que se acumularán. En consecuencia, la empresa podría tener un proyecto que sería financiado en los mercados de capitales perfectos, pero no sería en los mercados de capitales imperfectos debido a que los proveedores de fondos no creen que vayan a recibir los flujos de efectivo suficientes del proyecto. Entonces, para asegurar el financiamiento externo, los propietarios existentes pueden estar de acuerdo a las restricciones costosas sobre las acciones, que pueden tomar, para que los proveedores de capital cuenten con certeza de que sus perspectivas no van a ser aprovechadas por los propietarios. El costo de la financiación externa para la empresa debe tomar en cuenta los costos de peso muerto asociados con estas restricciones. Como resultado, el costo de la financiación externa de la empresa supera el costo del capital para los inversores debido a la información oculta y los problemas de acción ocultos.

La conclusión a la que llegó Slutz R. fue que la estructura financiera permite a las empresas limitar el impacto adverso de la información oculta y los problemas de acción ocultos en sus costos de capital. Ya que, con una estructura financiera pobre, el costo de capital es muy alto, por lo que es difícil para los empresarios crear empresas, y para estas empresas invertir de manera eficiente.

Una parte clave de su análisis menciona que las estructuras financieras son posibles gracias a los intermediarios financieros e inversores, quienes desarrollan el conocimiento especializado que aumenta su utilidad para las empresas y su capacidad para controlar las empresas. Como resultado, las estructuras financieras prosperan en la estabilidad. Sin embargo, inciertos entornos normativos y las economías propensas crisis disminuyen los beneficios del desarrollo de conocimientos específicos. Este es especialmente el caso de las crisis bancarias que arruinan las relaciones existentes en caso de manipulación y, por tanto, no sólo afectará el crecimiento cuando ocurren, sino también dañan el crecimiento futuro.

Es por este motivo, que existe una relación compleja entre la estabilidad macroeconómica y la estructura financiera que debe ser más estudiado. A saber, con una estructura financiera deficiente, no hay espacio para relaciones a largo plazo. Leyes de insolvencia ponen una prima sobre la deuda a corto plazo, porque dicha deuda brinda a los acreedores la posibilidad de retirar sus fondos antes de que no sean pagados. Sin embargo, a corto plazo la misma deuda puede ser una fuente de inestabilidad y debido a las crisis exógenas los bancos pueden obligar a retirar la financiación a las empresas y, por ende, obligan a las empresas a recortar la inversión, lo que magnifica el impacto a los bancos. Del mismo modo, una estructura financiera deficiente puede obligar a las empresas a buscar financiación en alta mar sin tener la capacidad de cubrir la exposición resultante de moneda extranjera. De nuevo, esto puede conducir a una mayor inestabilidad debido a la sensibilidad de dicha financiación a las crisis macroeconómicas y cambiarias, así como al riesgo político. Lo anterior no implica que di-

cha financiación debería ser gravada o limitada. Si uno fuera a hacerlo, la inversión que de otra manera se llevaría a cabo será restringida. Más bien, sugiere que los impedimentos para el endeudamiento en moneda local de las principales empresas a endeudarse en el exterior deben ser eliminados. Como resultado de ello, los progresos realizados en un país con una estructura financiera eficiente también pueden conducir a la disminución de la inestabilidad macroeconómica en el país, al permitir a las empresas obtener financiación más estable.

La globalización de los mercados financieros y la liberalización de la cuenta de capital plantean importantes preguntas sobre el papel de la estructura financiera que necesitan más estudio. En su documento, Slutz R. hizo hincapié en que la globalización hace posible que las empresas establecidas eviten a menudo gran parte de la estructura financiera local. Esto no es posible para las nuevas empresas. Estas empresas dependen de los fondos intermediados que por lo general no se puede proporcionar desde el exterior. Estas empresas podrían verse afectados negativamente por la globalización si significa una mayor inestabilidad de los intermediarios financieros.

32

6. Estructura financiera y desarrollo económico

En este apartado, se hace un recuento de las demostraciones empíricas que justifican la existencia de un vínculo entre el sistema financiero y el crecimiento económico, y como éste ha impactado también en el desarrollo económico. Para este motivo, es indispensable el aporte de W. Goldsmith (1969),⁵ quién trató de lograr tres objetivos. El primero fue documentar la forma en que la estructura financiera (la mezcla de instrumentos financieros, mercados e intermediarios financieros en la economía) cambia como lo hace el crecimiento económico. En este sentido, trató de seguir la evolución de estructura en los sistemas financieros nacionales con el desarrollo económico. En segundo lugar, Goldsmith quiso evaluar el impacto del desarrollo financiero global de la cantidad total y la calidad de los instrumentos financieros, los mercados y los intermediarios sobre el crecimiento económico. Trató de responder a la pregunta: ¿las finanzas ejercen una influencia causal sobre el crecimiento económico? Finalmente, trató de evaluar si la estructura financiera influye en el ritmo de crecimiento económico. O si ¿la mezcla de mercados y los intermediarios que funcionan en una economía influyen en el desarrollo económico? De hecho, Goldsmith (1969) sintetizó su motivación para el estudio de las dos últimas preguntas de la siguiente manera: “Uno de los problemas más importantes en el campo de las finanzas, si no el más importante, es el efecto que la estructura financiera y el desarrollo tiene en el crecimiento económico”.

El estudioso reunió diversos grados de éxito en la consecución de cada uno de estos tres objetivos, el cual fue un paso importante para documentar la evolución de los sistemas finan-

⁵ De acuerdo con Demigüç-Kunt A. y Lavine R. (2004).

cieros nacionales, en particular la evolución de los intermediarios financieros. En concreto, mostró que los bancos tienden a ser más grande en relación a la producción nacional, una vez que los países se desarrollan. También presentó evidencia que sugiere que los intermediarios financieros no bancarios y mercados de valores con frecuencia - aunque ciertamente no siempre - crecen con respecto a los bancos en tamaño e importancia, así como la expansión económica de los países.

Goldsmith evaluó con éxito la relación entre el nivel de desarrollo financiero y el crecimiento económico. Él claramente documentó una correlación positiva entre el desarrollo financiero y el nivel de actividad económica en treinta y cinco países, utilizando datos antes de 1964. Goldsmith afirmó que el desarrollo financiero ejerce una influencia causal sobre el crecimiento económico.

Sobre la tercera cuestión, la relación entre el desarrollo económico y la mezcla de los mercados e intermediarios financieros que operan en una economía, Goldsmith fue incapaz de proporcionar gran evidencia de corte transversal debido a limitaciones de los datos. En su lugar, Goldsmith - como muchos investigadores, antes y después de él - se basó en comparaciones cuidadosas de Alemania y el Reino Unido, y más tarde los Estados Unidos y Japón, por lo que surgen indicaciones sobre el funcionamiento de estos sistemas financieros. Sin embargo, aún no se pueden ampliar las conclusiones recogidas de esos países a otras naciones muy diferentes. De hecho, Goldsmith expresó su esperanza de que otros siguieran su ejemplo y realizaran una amplia evidencia de corte transversal sobre la relación entre la estructura financiera y el crecimiento económico.

Las investigaciones recientes han hecho progresos sustanciales en la expansión del análisis de (1969) el segundo gol de Goldsmith: la conexión entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico. En concreto, los investigadores han aportado hallazgos adicionales en el nexo finanzas-crecimiento y han ofrecido una valoración mucho más audaz de la relación causal: a nivel de empresa, rama de actividad, y de fondo todos los estudios sugieren que el nivel de desarrollo financiero ejerce una gran impacto positivo sobre el crecimiento económico. Por otra parte, a partir de La Porta, López de Silanes, Shleifer y Vishny (1998), un creciente cuerpo de trabajo sugiere que las diferencias entre países en los ordenamientos jurídicos influyen en el nivel de desarrollo económico con implicaciones importantes para el crecimiento económico. Esta línea de investigación mejora sustancialmente la comprensión de la relación entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico.

Investigaciones recientes, sin embargo, no se han actualizado sustancialmente ni ampliado documentación de Goldsmith sobre la evolución de las estructuras financieras mediante el uso de los datos de los últimos cuarenta años, no hay investigación reciente para completar el tercer objetivo de Goldsmith de evaluar la relación entre la estructura financiera y el crecimiento económico en un amplio sector representativo de diferentes países. Es cierto que los investigadores han desarrollado teorías rigurosas de la evolución de las estructuras financieras

y cómo la mezcla de los mercados y los bancos influye en el desarrollo económico. Allen y Gale (2000) presentan un estudio exhaustivo de la teoría de los sistemas financieros comparativos. También es cierto que los investigadores han llevado a cabo estudios detallados de países de las conexiones entre la estructura financiera y el crecimiento, especialmente en Alemania, Japón, el Reino Unido y los Estados Unidos. Así, integraron sus estudios por países en sus comparaciones analíticas de los distintos sistemas financieros.

Un estudio más actualizado fue el que realizaron Demirgüç-Kunt y Levine (2004), quienes utilizaron los datos recogidos de una sección transversal de hasta 150 países para ilustrar cómo los sistemas financieros difieren en todo el mundo. Con este trabajo, ofrecieron el primer examen sistemático de la estructura financiera y el desarrollo económico desde el libro de Goldsmith 1969, y al igual que este último autor se plantearon tres objetivos. En primer lugar, analizaron cómo el tamaño, actividad y eficiencia de los sistemas financieros (como bancos, otras instituciones financieras y los mercados de valores) difieren de acuerdo a los ingresos per cápita de grupos de países. En segundo lugar, definieron los diferentes indicadores de la estructura financiera de los intermediarios financieros (en relación a los mercados) y buscaron patrones para explicar cómo los países se enriquecen. En tercer lugar, investigaron los determinantes legales regulatorios y normativos de la estructura financiera, después de controlar el nivel del PIB per cápita.

En cuanto a los sistemas financieros a través de diferentes grupos de ingresos, vieron surgir un patrón claro. Los bancos, otros intermediarios financieros y los mercados bursátiles se hacen más grandes, más activos y más eficientes en la medida que los países se enriquecen. Por lo tanto, el desarrollo del sector financiero tiende a ser mayor en los países con niveles de ingresos más altos.

Después, analizaron las diferencias en la estructura financiera a través de diferentes grupos de ingresos. En este caso, encontraron que las medidas del tamaño de la estructura financiera no siguen un patrón claro, una vez que los países se hacen más ricos. Sin embargo, los patrones surgieron cuando observaron los indicadores de actividad y eficiencia. Fue así como encontraron, que en los países de ingresos más altos, las bolsas se vuelven más activas y más eficientes respecto a los bancos. Además, el uso de un índice agregado de la estructura financiera, permitió determinar que en los países de ingresos más altos el sistemas financieros tiene a estar más “basado en el mercado” (market-based).

Utilizando el índice global de la estructura financiera clasificaron dos tipos de países, el “basado en el mercado” (market-based) y el “basado en la banca” (bank-based). Para evitar clasificar a un país como “basado en la banca” (“basado en el mercado”) cuando este tiene un desarrollo pobre de la banca (mercados) según los estándares internacionales, también distinguieron los países con sistemas financieros subdesarrollados de aquellos con sistemas financieros desarrollados. Fue así como concluyeron que se puede identificar un país con subdesarrollo de sistema financiero, sí este tiene un pobre desarrollo bancario y de mercado.

Finalmente, analizaron los determinantes legales, regulatorios, impositivos y macroeconómicos de la estructura financiera para buscar una correlación y una regresión simple de control para el nivel de PIB per cápita. Aquí, observaron que los países con tradiciones del derecho común (Common law), fuerte protección a los derechos de los accionistas, buenas normas de contabilidad, bajos niveles de corrupción, y sin seguro de depósito explícito; tienden a estar más “basada en el mercado”. Por otro lado, los países con tradición de derecho civil francés, mala protección de los derechos de los accionistas y acreedores, pobre cumplimiento de los contratos, altos niveles de corrupción, pobres normas de contabilidad, fuerte restricción de sistemas bancarios, y alta inflación; en general, tienden a sistemas financieros subdesarrollados.

Conclusiones

35

Luego de este breve acercamiento teórico, existen fundamentos para justificar como verdadera la hipótesis sobre que el sistema financiero tiene un impacto importante en el crecimiento económico. Dentro de las aportaciones más importantes se encuentra la de Schumpeter, quien argumentó que los sistemas financieros son importantes en la promoción de las innovaciones, y que las economías con sistemas financieros más eficientes crecen más rápido.

Dentro de un mercado imperfecto, el sistema financiero también juega un papel muy importante. Pues como lo señaló Slutz R. (2004), los progresos realizados en un país con una estructura financiera eficiente también pueden conducir a la disminución de la inestabilidad macroeconómica en el país, al permitir a las empresas obtener financiación más estable. Y si bien, en sus palabras, no existe una relación directa entre el desarrollo económico de un país y su estructura financiera. El señala que sí puede suceder que las políticas impacten directamente sobre el desarrollo financiero y generen un impacto indirecto sobre la estructura financiera.

Un acercamiento empírico fue el que surgió con las aportaciones de W. Goldsmith (1969) quien trató de estudiar tres objetivos. Primero, documentar la forma en que la estructura financiera cambia como lo hace el crecimiento económico. Segundo, evaluar el impacto del desarrollo financiero global. Y, tercero, estudiar si la estructura financiera influye en el ritmo de crecimiento económico. Así, Goldsmith (1969) sintetizó su motivación para el estudio de las dos últimas preguntas de la siguiente manera: “Uno de los problemas más importantes en el campo de las finanzas, si no el más importante, casi todo el mundo estaría de acuerdo, es el efecto que la estructura financiera y el desarrollo tiene en el crecimiento económico”.

Por su parte, Demigüç-Kunt y Levine (2004) siguieron los pasos de Goldsmith y realizaron un estudio en base de los datos cruzados de 150 países. Y, en base a un índice global de estructura financiera clasificaron a los países en: “basado en el mercado” (market-based) y el “basado en la banca” (bank-based). Además, también distinguieron los países con sistemas financieros subdesarrollados de aquellos con sistemas financieros desarrollados, mientras que

los países subdesarrollados son los que tienen sistemas financieros subdesarrollados (con un pobre desarrollo bancario y de mercado).

Haciendo conciencia de todos y cada uno de los planteamientos teóricos aquí presentados, podemos concluir que la estructura del sistema financiero sí ejerce un impacto sobre el crecimiento económico. Sin embargo, el impacto será diferente dependiendo de las características de cada economía. Las repercusiones serán diferentes si los países están “basados en el mercado” o “basados en la banca”, donde los primeros se caracterizan por tener mayores ingresos. Y, también, es conveniente clasificar entre países con sistemas financieros desarrollados (Common law) y los que cuentan con sistemas financieros subdesarrollados (en base al derecho civil francés).

En base a los argumentos anteriores, se sustenta la hipótesis de que los sistemas financieros son muy importantes para la generación de crecimiento económico. Sin embargo, como lo indican Demirgüç-Kunt y Levine (2004), para un análisis más exacto y exhaustivo es necesario tomar en cuenta otro tipo de variables que describen a una economía, como lo es su historia económica, su estructura financiera, así como la estructura normativa o legal de cada país, en particular.

36

Bibliografía

- Bodie, Z., y Merton, R., (1999), *Finanzas*, Prentice Hall, México, pp. 2-23.
- Jayarathne, J., and Strahan, P.E., (1996). *The Finance-Growth Nexus: Evidence from Bank Branch Deregulation*. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 111, No. 3 (Aug), pp. 639-670 published by: Oxford University Press.
- King, R., and Levine, R., (1993). *Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right*, *Quarterly Journal of Economics*, CVIII.
- Levine, R., Loayza, N., and Beck, T., (2000). *Financial Intermediation and Growth: causality and causes*. *Journal of Monetary Economics*. Vol. 46, pp. 31-77.
- Stulz, René M., (2004) *Does financial structure matter for economic growth? A corporate finance perspective*. In, *Financial Structure and Economic Growth: A cross Markets, and Development*, Demirgüç-Kunt A. y Lavine R., pp. 143-188. MIT press.
- Demirgüç-Kunt, A., and Lavine, R., (2004). *Financial Structure and Economic Growth: A cross Markets, and Development*, pp. 3-14. MIT press.
- Demirgüç-Kunt, A., and Lavine, R., (2004). *Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons*. In *Financial Structure and Economic Growth: A cross Markets, and Development*, pp. 81-140. MIT press.
- IMF, (2009). *World Economic Outlook: crises and recovery*. <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/01/pdf/text.pdf>>