

UNA NOTA SOBRE EL NEXO ENTRE EL DESARROLLO FINANCIERO Y EL DESARROLLO ECONÓMICO

Por

Ángel L. Ruiz-Mercado
Catedrático
Escuela de Economía
Recinto Metropolitano
Universidad Interamericana de Puerto Rico

RESUMEN

El propósito de este trabajo ha sido el de continuar estimulando la discusión sobre el tema de las finanzas y el desarrollo, un tema altamente discutido en la literatura. La interrogante sobre si el desarrollo de la infraestructura financiera precede o es producto del desarrollo económico es todavía motivo de controversia entre los economistas. Si bien es cierto que la demanda por servicios financieros en gran parte se deriva de las actividades no financieras también es cierto que la falta de una buena infraestructura financiera puede constituir un serio obstáculo al desarrollo económico. Este trabajo no pretende hacer una gran contribución a pensamiento sobre este tema. El propósito principal ha sido discutir y aclarar algunos de los mecanismos por los cuales el sistema financiero se entrelaza al proceso de desarrollo económico.

INTRODUCCIÓN

El sistema financiero juega un papel crucial en el proceso de desarrollo económico. Generalmente, el economista establece una distinción entre el sector “real” y el sector financiero de una economía. Cuando pensamos en crecimiento económico comúnmente pensamos en un crecimiento en las llamadas “variables reales” tales como: producción nacional bruta, ingreso per-cápita, fuerza obrera, riqueza, etc., y no le damos la importancia debida al crecimiento financiero. Esta distinción terminológica es desafortunada, ya que la misma sugiere que el sector financiero es algo que es supeditado al sector real de la economía. Sin embargo, crecimiento no solo significa crecimiento en las “variables reales” sino que

también implica el aumento en los activos financieros, emisión de deuda y la institucionalización de los ahorros y la inversión. Muchos economistas piensan que el crecimiento en las variables reales precede el crecimiento en del sector financiero. Por ejemplo, la destacada economista inglesa, Joan Robinson de la Universidad de Cambridge, creía que donde pisaba la industria las finanzas le seguían los pasos. Si bien es cierto que la demanda por servicios financieros en gran parte se deriva de las actividades no financieras también es cierto que la falta de una buena infraestructura financiera puede constituir un serio obstáculo al desarrollo económico. El sistema financiero ejerce funciones de vital importancia en una economía de libre empresa. Podemos distinguir algunas de las funciones más importantes de este sector. Entre otras podemos señalar las siguientes:

1. Proveer servicios de pagos para llevar a cabo transacciones económicas. Sería muy inconveniente, ineficiente y de alto riesgo caminar con suficiente efectivo para la compra de bienes y servicios. Las instituciones financieras proveen una alternativa más eficiente en la forma de cuentas de cheques, comerciales y personales, servicios de tarjetas de crédito y débito y otros instrumentos financieros que nos facilitan el llevar a cabo nuestras transacciones.
2. Facilitar el encuentro entre las personas que ahorran y los inversionistas. No siempre los ahorradores son los que invierten. Según la sabiduría convencional, especialmente entre los economistas y expertos financieros, sería una gran coincidencia que cada inversionista ahorrara exactamente la cantidad necesaria para financiar su proyecto de inversión. Es por esta razón que es necesario facilitar que los ahorros sean canalizados hacia la inversión. Esta es una de las funciones básicas del sistema financiero. De hecho en la teoría de finanzas se distinguen las unidades consumidoras entre unidades con presupuestos balanceados, unidades con

excedentes en los presupuestos (ahorradores) y unidades con déficit en su presupuesto. Las unidades con presupuesto balanceado mantienen sus gastos en consumo e inversión en balance con sus ingresos; las unidades con superávit en sus presupuestos consumen menos que el total de sus ingresos; y por lo tanto, son proveedores de fondos prestables. Finalmente, las unidades con déficit permiten que sus gastos sean mayores que sus ingresos, por lo tanto demandan fondos prestables (en este grupo se encuentran una gran parte de los inversionistas).

3. Facilitar la una asignación más eficiente del crédito. Canalizar los fondos de inversión hacia usos que rindan la más alta tasa de rendimiento económico y social. Esto facilita además el aumento en la especialización y la división del trabajo, lo cual ha sido reconocido desde los tiempos de Adam Smith.

4. Aumentar la liquidez de los activos: Algunos proyectos de inversión son a muy largo plazo (por ejemplo un súper acueducto). Tales inversiones son de larga duración. Muchos de los inversionistas en estos proyectos, en algún punto en el tiempo, podría desear vender su participación, lo cual dada la naturaleza del proyecto puede ser un tanto difícil. El sistema financiero aumenta la liquidez y facilita la venta por ejemplo, en el mercado de valores.

Específicamente, la demanda por fondos prestables, durante cualquier periodo de tiempo, es lo mismo que la emisión de valores primarios por parte de unidades económicas no financieras tales como los consumidores, hombres de negocios, industriales y el gobierno. Estos valores primarios constituyen las obligaciones de estas unidades económicas e incluyen valores tales como bonos de corporaciones, letras comerciales, letras de consumidores, hipotecas y valores de los gobiernos centrales y gobiernos locales.

Los prestatarios pueden vender sus valores a través de tres canales diferentes: 1) directamente a los prestamistas originales; 2) indirectamente a ellos a través del sistema monetario; 3) indirectamente a ellos a través de intermediarios financieros no monetarios.

En el primer caso de financiación directa los prestamistas adquieren los valores primarios de los prestatarios; en el segundo caso adquieren saldos monetarios en vez de valores primarios y en el tercer caso los prestamistas adquieren activos indirectos no monetarios tales como depósitos a plazo de bancos comerciales, bancos de ahorro mutuo, asociaciones de ahorro y préstamo, compañías de seguro de vida, cooperativas de crédito y otras instituciones no bancarias.

De acuerdo a esta clasificación, podemos dividir la financiación de los gastos, tanto de consumo como de inversión en:

1. autofinanciación o financiación interna,
2. financiación externa que se puede dividir en:
 - a) financiación directa y en
 - b) financiación indirecta.

Los gastos son autofinanciados por las unidades con presupuestos balanceados. El consumo de estas unidades es financiado de su ingreso y su inversión de sus ahorros internos. Podríamos decir que un método de autofinanciamiento es el que usan las muchas corporaciones de hoy día cuando financian su inversión de sus ganancias y reservas para depreciación.

La financiación externa se puede clasificarse en dos categorías:

1). financiación directa y 2) financiación indirecta. La financiación directa envuelve el proceso por el cual las unidades con déficit toman directamente prestado de las unidades con superávit. Las unidades con déficit emiten su propia deuda (una promesa de pagos que las unidades con superávit compran y mantienen en la forma de activos financieros. Si un país emergente, en una etapa inicial desarrollo, hace uso de este tipo de financiación o sea, si financia la acumulación de capital por este método, entonces la deuda tiende a acumularse a la par con la riqueza. Bajo este método la acumulación tiende a ser lenta y por lo tanto se retarda el desarrollo económico. El desarrollo económico se acelerará en la medida en que evolucionen los intermediarios financieros cuya función principal es la de emitir deuda (deuda indirecta) cuando solicitan los fondos prestables de las unidades que gozan de superávit y asignan estos fondos entre las unidades con déficit.

Desarrollo Financiero y Desarrollo Económico

Según Levine las opiniones de los economistas con respecto a la importancia que tiene el sistema financiero para el crecimiento económico difieren enormemente (Ross Levine, 1997). Walter Bagehot (1873), y John Hicks (1969) sostienen que el sistema financiero fue esencial para el inicio de la industrialización en Inglaterra al facilitar la movilización de capital para la creación de “obras enormes”. Joseph Schumpeter (1911), observa 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. Joan Robinson (1952, pág. 86), en cambio, declara que “donde rigen las empresas surgen las finanzas”. De acuerdo con este punto de vista, el desarrollo

económico crea una demanda de determinados tipos de mecanismos financieros y el sistema financiero responde automáticamente frente a esa demanda. Algunos economistas simplemente no creen en la existencia de una relación importante entre las finanzas y el crecimiento. Robert Lucas (1988, pág. 6) sostiene 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. Sin embargo, el razonamiento teórico y la evidencia empírica parecen indicar la existencia de una relación positiva y fundamental entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico. El análisis del creciente número de estudios en este terreno convencería algunos escépticos de que el desarrollo de los mercados y las instituciones financieras son factores esenciales y fundamentales del crecimiento.

Los sistemas financieros cumplen cuatro funciones básicas a través de las cuales pueden influir sobre el crecimiento económico al incidir sobre las tasas de ahorro y la asignación de recursos:

1. facilitan la movilización del ahorro;
2. facilitan el intercambio y la diversificación del riesgo;
3. facilitan la asignación de recursos, y
4. facilitan el control corporativo.

Movilizar el ahorro implica la acumulación de capital desde los ahorradores últimos hacia las oportunidades de inversión. En presencia de problemas de información y costos de transacción, los mercados y las instituciones ayudan a la gestión del riesgo de liquidez y del riesgo específico de las inversiones. Los ahorradores individuales pueden no tener la capacidad, o los incentivos, para recoger y procesar la información

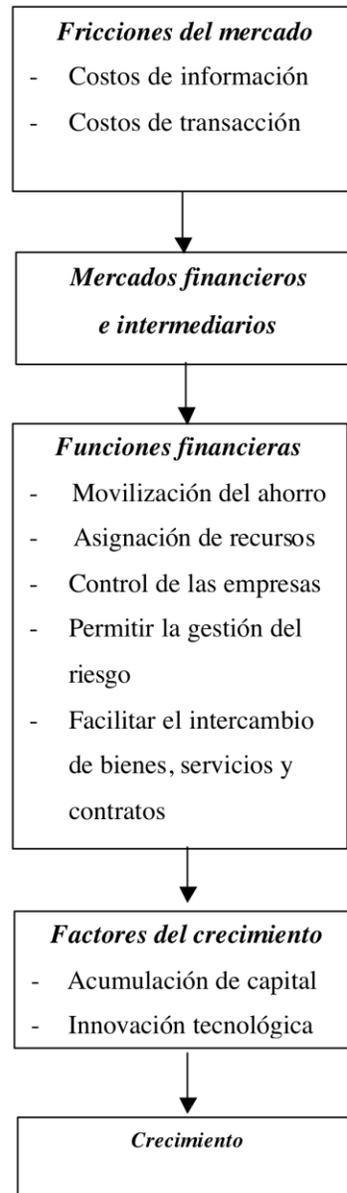
necesaria que les permita evaluar la calidad de las empresas y de sus gestores. Por esta razón, los altos costos de información pueden alejar el capital de sus mejores alternativas, de forma que estos costos crean incentivos para que surjan los intermediarios y los mercados financieros. Además de reducir los costos *ex-ante* de adquirir información sobre la calidad de las inversiones de la empresa, la estructura financiera pueden también mitigar los costos asociados a los problemas de información *ex-post*, después de haber financiado la actividad.

Resumiendo, ¿Cuál es entonces la relación entre el crecimiento del sector financiero y el crecimiento en la producción real?. La relación mas importante entre estos dos sectores dependerá de la relación entre el acervo de activos y pasivos financieros y el acervo de capital físico (inversión en maquinaria, equipo y construcción). Nos interesa saber como el sistema financiero ayuda a:

1. alcanzar una mejor distribución del acervo existente de capital, y
2. lograr una mejor distribución de la nueva inversión (aumentos en el acervo de capital).

Levine (Levine, 1997) presenta un gráfico (que reproducimos abajo) que resume muy bien las funciones del sistema financiero en su papel de promotor de crecimiento económico.

Gráfico 1. Enfoque teórico sobre las finanzas y el crecimiento



Fuente: Levine, Ross (1997) Para la versión en Ingles ver página 691 de su artículo.

Estamos suponiendo, como es lógico, que existe una relación estrecha entre el acervo de capital (su composición, crecimiento, utilización y

distribución) y el crecimiento en el producto real de la economía. O sea, que consiguiendo que el sistema financiero logre por medio de sus políticas crediticias afectar de modo favorable la composición, aceleración y utilización eficiente del capital lograría con esto acelerar la tasa de crecimiento de crecimiento económico.

Como corolario de lo antes dicho para que haya una aceleración en la tasa de crecimiento económico las políticas crediticias deben ser favorables a aquellos a sectores que rindan mayor productividad con una cantidad dada de insumos (por ejemplo, sectores industriales y agrícolas). El gráfico presenta una relación una secuencia entre del sistema financiero, acumulación de capital y el crecimiento económico. Existen tres formas principales en las cuales el sistema financiero puede influenciar el monto de capital con el propósito de aumentar la tasa de crecimiento. En primer lugar, cambiando la posición y composición del capital por medio de la intermediación financiera entre varias clases de poseedores de activos. De este modo las instituciones financieras pueden estimular una distribución más eficiente de la riqueza tangible (o acervo de capital). En segundo lugar, estimular a una asignación más eficiente en la nueva inversión (acumulación de capital) o sea, asignar el nuevo capital a usos más productivos. Por último, el sistema financiero puede inducir un aumento en la tasa de acumulación de capital —proveyendo incentivos crecientes al ahorro, la inversión y el trabajo.

La diversificación de activos financieros que conlleva el desarrollo de un sistema financiero eficiente ayuda a el cambio en la cartera de activos que mantiene las unidades económicas.

¿Que determina la cantidad de estos activos financieros y reales que tienden a mantener las unidades económicas en determinado periodo de tiempo?

La composición de la cartera de las unidades económicas generalmente se compone de activos no líquidos (como la tierra y metales preciosos que no se usan como dinero, etc.), y activos menos pasivos que gozan de mayor o menor liquidez relativa y que también gozan de las características de que pueden reproducirse, por ejemplo: moneda, depósitos bancarios, acciones corporativas, préstamos, seguros y otros.

En general tres factores principales determinan la composición de cartera de los individuos o instituciones estos son: *seguridad, liquidez y rendimiento*. De gran importancia para el crecimiento de un país es la selección que hace el mantenedor de riqueza entre activos financieros y activos reales. Usualmente la composición del capital en los países en vías de desarrollo consiste de tierra, mejoras al terreno, herramientas agrícolas simples, ganado, inventarios (especialmente de productos alimenticios) y algunos metales preciosos. La proporción de bienes durables para la producción es generalmente muy baja.

Esta composición de riqueza resulta de las pocas oportunidades de inversión, que se pueden mejorar en gran medida si el sistema monetario y fiscal crea activos financieros adicionales y los ponen a disposición de los mantenedores potenciales de riqueza. Nótese que cuando hablamos del acervo de capital (o riqueza) y su composición, no estamos mencionando la acumulación (o la inversión) sino mas bien, como se puede cambiar la composición actual de la riqueza y estamos asumiendo que la composición existente no es la más productiva.

En cuanto a la acumulación se refiere, la pregunta a contestarse es: ¿Cómo puede el sistema financiero ayudar a incrementar las corrientes de ahorros e inversión? Como se ha especificado antes, los ahorradores no son necesariamente los inversionistas más eficientes, ni tampoco están

dispuestos a poner a disposición de los inversionistas los ahorros en una forma directa. Los ahorros generalmente dependen del ingreso y el interés, mientras que la inversión depende de la eficacia marginal del capital, del talento del "entrepreneur" así como también de su conocimiento y disposición a tomar riesgos. Se puede deducir de lo antes dicho, que los ahorradores en los países subdesarrollados tienden a invertir en activos reales que usualmente tienen muy poca productividad social, mientras que los inversionistas eficientes no pueden invertir tanto como ellos quisieran. En términos de cartera de inversión estos no pueden aumentar sus tenencias de activos reales y sus emisiones de pasivos financieros, así como tampoco pueden financiar toda su inversión de sus propios fondos. La situación puede remediarse si el sistema financiero provee un mercado que se encargue de transferir los ahorros, en forma indirecta a los inversionistas más eficientes. El mecanismo por el cual las autoridades monetarias y el sistema financiero pueden efectuar esta transferencia es emitiendo sus propios pasivos a los ahorradores, a cambio de sus ahorros reales (activos) o reclamaciones monetarias contra esos activos. Las autoridades monetarias (la banca central) están en la obligación de facilitar en lo máximo posible la eficiencia del mercado financiero. ***El patrón para evaluar la eficiencia del mercado será hasta qué extremo la banca y otras instituciones financieras están transfiriendo los ahorros hacia la inversión más productiva.*** La inversión, como ya hemos mencionado, tiene la virtud de aumentar el acervo de capital y (dada la relación existente entre capital y producción), también aumenta el ingreso nacional y el empleo.

Finalmente, también se argumenta que el aumento en los activos financieros y la intermediación son incentivos al crecimiento económico, pues la intermediación financiera tiene el efecto de reducir el diferencial que

existe entre las tasas de interés que se les paga a los ahorradores y las que pagan los inversionistas. La idea es que la intermediación aumente la proporción de ahorros que se mantienen en forma de activos financieros contra aquellos que se mantienen en activos tangibles (terreno, metales preciosos, joyas, etc.). El aumento en ahorros generado por la disponibilidad de nuevos activos, con mayores rendimientos y menor riesgo, reduce la tasa de interés la cual reduce el costo de la inversión. Esto no implica que la intermediación traiga como resultado una disminución secular en la tasa de interés. Sin embargo, a medida que van aumentando las oportunidades de inversión, la eficacia marginal del capital aumenta y entonces la tasa de interés no parece jugar un papel de tanta importancia como el que juega la disponibilidad crédito. La disponibilidad de fondos prestables parece ser factor más importante que la tasa de interés en la gran mayoría de los países subdesarrollados. Así también si examinamos el comportamiento de los prestamistas, notamos generalmente que estos asignan los fondos basándose en el "criterio de racionamiento de crédito" en vez de "criterio de tasas de interés". Lo cual quiere decir que si hay escasez de fondos, los prestatarios que antes no constituían gran riesgo para el banco lo constituyen ahora bajo las nuevas circunstancias. Esto, como es lógico, se refleja en la cartera de los bancos comerciales, la cual muestra que una gran proporción de los préstamos bancarios se hacen al comercio, y a corto plazo, comparado con los préstamos a la industria y el comercio.

REFERENCIAS

- Arestis, Philip, Demetriades, Panicos O., and Kul B. Luintel (2001). "The Role of Financial Development in Growth and Investment". *Journal of Money, Credit, and Banking* 33 (1), pp.16- 41.
- Bagehot, Walter (1873), Lombard street, Home, IL: Irwin
- Bencivenga, Valerie R., and Bruce D. Smith (1991). "Financial Intermediation and Endogenous Growth". *Review of Economic Studies*; V. 58-#2, pp.195-209.
- Benhabib, Jess, and Mark M. Spiegel (2000). "The Role of Financial Development in Growth and Investment". *Journal of Economic Growth*; V. 5, pp. 341-60.
- Cameron, Rondo, ed. (1972). *Banking and Economic Development*. Oxford University Press.
- Demetriades, Panicos O., and Khaled A. Hussein (1996). "Does Financial Development Cause Economic Growth ? Time-Series Evidence from Sixteen Countries". *Journal of Development Economics*; V.51-#2, pp. 387-411.
- Dornbushch, R. and A. Reynoso (1989) "Financial Factors in Economic Growth," *American Economic Review*, 79 (2) , pp.204-209.
- Fritz, Richard G. (1984). "Time Series Evidence on the Causal Relationship between Financial Deepening and Economic Development". *Journal of Economic Development*; pp. 91-112.
- Galbis, Vicente (1977), "Financial Intermediation and Economic Growth in Less-Developed Countries: A Theoretical Approach". *Journal of Development Studies*; V.13-#2, pp.58-72.
- Goldsmith, Raymond W. (1969). *Financial Structure and Development*. New Haven, CT: Yale University Press.

Gurley John G. y Edward S. Shaw *Financial Aspects of Economic Development*, en "American Economic Review", vol. XLV, September 1965

-----*Financial Intermediaries and the Savings-Investment Process*, "Journal of Finance", vol. XI, May 1956

----- (1960), *Money in a Theory of Finance*, Washington, D.C.: Brookings Institution.

----- (1965), 'Financial Structure and Economic Development,' *Economic Development and Cultural Change*, 15, 257-268.

Harrison, Paul, Sussman, Oren, and Joseph Zeira (1999). "Finance and Growth: Theory and New Evidence". *Board of Governors of The Federal Reserve System Finance and Economics Discussion Series*; # 99/35.

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

Jung, Woo S. (1986). "Financial Development and Economic Growth: International Evidence". *Economic Development and Cultural Change*; V. 34, pp. 333-346.

King, Robert G., and Ross Levine (1993 a). "Finance and Growth: Schumpeter Might be Right". *Quarterly Journal of Economics*; V.108-#3, pp. 717-737.

Levine, Ross (1997). "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda". *Journal of Economic Literature*; V. 35, pp. 688-726.

Lucas, R. (1988) "On the mechanics of economic development," *Journal of Monetary Economics*, 22 (1) , pp. 3-42.

McKinnon, Ronald I. (1973). *Money and Capital in Economic Development*. Washington D.C.: Brookings Institution.

Patrick, Hugh T. (1966). "Financial Development and Economic Growth in

- Underdeveloped Countries”. *Economic Development and Cultural Change*; V.14, pp. 174-189.
- Robinson, Joan (1952). “The Generalization of the General Theory”. In *The Rate of Interest and other Essays*. London: Macmillan.
- Rousseau, Peter L., and Paul Wachtel (1998). “Financial Intermediation and Economic Performance: Historical Evidence from Five Industrialized Countries”. *Journal of Money, Credit, and Banking*; V. 30-#4, pp. 657-678.
- Schumpeter, Joseph A. (1911), *The Theory of Economic Development*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Shaw, Edward S. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*, New York: Oxford University Press.
- Stiglitz, Joseph E. (1989). “Financial Markets and Development”. *Oxford Review of Economic Policy*; V.5-#4, pp. 55-68.