

LAS FINANZAS Y EL DESARROLLO ECONOMICO: UNA RESEÑA CORTA

Por

Ángel L. Ruiz-Mercado

Catedrático

Escuela de Economía

Recinto Metropolitano

Universidad Interamericana de Puerto Rico

Eric Lee Ramos

Candidato Ph.D. en Desarrollo Empresarial y Gerencial

Escuela de Economía

Recinto Metropolitano

Universidad Interamericana de Puerto Rico

Abstracto

Por casi un siglo los economistas han estado debatiendo el role del sistema financiero en el proceso de desarrollo económico. Los argumentos básicos que se esbozan en la literatura para explicar la influencia positiva del desarrollo financiero sobre el crecimiento económico toman como base el hecho de que los mercados e intermediarios financieros facilitan la asignación de recursos al reducir la asimetría de información sobre la calidad de las inversiones empresariales, reducen el riesgo específico y de liquidez de los valores emitidos por la empresa, y facilitan el control corporativo. La consecuencia es la reducción del costo de la financiación externa, sobre todo de los fondos a largo plazo, y la posibilidad de emprender inversiones más arriesgadas e innovadoras con mayores rendimientos esperados. El propósito de este artículo corto es reseñar algunas de las más importantes contribuciones a la discusión del papel de las finanzas en el desarrollo económico.

Introducción

Por casi un siglo los economistas han estado debatiendo el role del sistema financiero en el proceso de desarrollo económico. Desde que Schumpeter (Schumpeter, Joseph A. 1911) expuso argumentos señalando los efectos positivos sobre la productividad y el crecimiento económico que proveía un sector financiero desarrollado ha surgido un monto considerable de literatura teórica y empírica sobre el tema.

Inicialmente esta literatura se enfocaba en la cuestión de si el sector financiero jugaba un

role causal en el desarrollo económico o si los intermediarios financieros meramente se originaban en respuesta a una rápida industrialización. Este último argumento plantado por Joan Robinson (Robinson, Joan. 1952) jugó un papel predominante hasta mediados de la década del 1960 al 1970. Gerschenkron (1962), Patrick (1966) y en particular Goldsmith (1969) enfatizaron el rol de propulsión que jugaba el sector financiero en el proceso de desarrollo económico. Aun cuando este trabajo pionero rompió terreno para cambiar la dirección del pensamiento, la cuestión de la causalidad ha permanecido como un issue importante en el debate teórico desde entonces. En los años de 1970's la discusión se concentró en el fenómeno de las políticas financieras que llevaban a cabo muchos gobiernos para generar crecimiento y allegar ingresos a través de mantener tasas de interés artificialmente bajas y políticas monetarias inflacionarias. Esta posición se basaba en los trabajos teóricos de Keynes (1936) y Tobin (1965) quienes avocaban la interferencia del gobierno en los mercados crediticios. MacKinnon (1973) y Shaw (1973) coincidentalmente argumentaron en contra de las políticas de represión financiera. Ellos enfatizaban el role del sector financiero en aumentar el volumen de ahorros por medio de crear incentivos apropiados. Para lograr altas tasas de ahorros e inversión ellos recomendaban a los gobiernos abolir los topes en las tasas de interés y los aconsejaban y evitar aumentar señoreage, a través de políticas monetarias inflacionarias. Como resultado la tasa real de interés debería aumentar a valores que equilibraran el mercado de este modo aumentando los ahorros. Un importante rasgo de los modelos de McKinnon-Shaw es que estos solo explican tasas de crecimiento temporariamente más altas. Muchos países en desarrollo siguieron sus recomendaciones y lograron aceleraciones significantes en sus tasas de crecimiento, pero algunas veces también altas y volátiles tasas de interés. En los primeros años de los 1980's los neoestructuralistas criticaron la llamada escuela MacKinnon-Shaw y predijeron que la liberación financiera desaceleraría la tasa de crecimiento. En este capítulo se reseña la literatura teórica y empírica relacionada al nexo entre el desarrollo financiero doméstico y el crecimiento económico.

Pioneros

En los primeros años del 1960 al 1970 pioneros tales como Goldsmith (Goldsmith, Raymond W. 1969), Cameron (Cameron, Rondo, ed. (1972 y Gerschenkron (Gerschenkron, Alexander, 1962) usaron métodos econométricos rudimentarios y análisis de casos para explorar el nexo finanzas-crecimiento. Estos autores encontraron asociaciones entre factores financieros y la producción real, pero no proveyeron fuerte y suficiente fundamento para contestar la cuestión de la causalidad entre desarrollo financiero y crecimiento económico.

El trabajo seminal sobre la influencia del desarrollo financiero en el crecimiento de la economía tiene su origen en el estudio de Goldsmith (1969) que evidencia una relación positiva entre el tamaño del sistema financiero y la provisión y calidad de los servicios financieros. El trabajo de Goldsmith tiene varias debilidades: se realiza con un número de observaciones limitadas (35 países), no controla sistemáticamente por otros factores que influyen el crecimiento económico, no examina si el desarrollo financiero está asociado con el crecimiento de la productividad y la acumulación de capital, no tiene en cuenta que el tamaño del sistema financiero puede no medir con exactitud el funcionamiento del sistema, y no identifica la dirección de la causalidad en la relación entre desarrollo financiero y crecimiento económico.

Una de las más importantes contribuciones relacionadas al nexo entre desarrollo del sistema financiero y el crecimiento económico fue la de Gurley y Shaw (G&S, septiembre, 1956 G&S, 1960). La característica primordial de sus planteamientos fue su énfasis en la intermediación financiera y, particularmente, en el rol de los intermediarios en el proceso de oferta de crédito. Los autores consideran la siguiente diferencia entre países desarrollados y en desarrollo: en los primeros existe un sistema de intermediación financiera ampliamente organizado y extendido designado para facilitar el flujo de fondos prestables entre ahorradores e inversionistas. Esto implica, según Gurley y Shaw, que el rol de los intermediarios en mejorar la eficiencia del comercio intertemporal es un factor clave que influye en la actividad económica. Como consecuencia de esto, la atención restringida a la oferta de dinero hace imposible caracterizar adecuadamente el vínculo entre la actividad real y financiera y conforme la economía evoluciona financieramente, esta distorsión empeora.

Desarrollos más recientes

En los años 70's MacKinon (McKinnon, Ronald I. 1973) y Shaw (Shaw, Edward S. 1973), desarrollaron un marco teórico que ayudo a explicar efectos inducidos por el crecimiento de la "liberalización" financiera en contraste con la "represión" financiera. Argumentaban estos autores que el sector financiero podría aumentar el volumen de ahorros así como también la cantidad y calidad de la inversión. Este enfoque encontró solo un respaldo empírico mixto y no pudo explicar tampoco los aumentos sostenidos en la tasa de crecimiento.

La literatura de los años 80's fue testigo de un retorno hacia enfoques críticos de los mercados que se basaban cuestiones microeconómicas (relacionados al fracaso del mercado) y asuntos macroeconómicos tipo neo-estructuralistas. Experiencias mixtas con políticas de liberación financiera promovieron el surgimiento de esta literatura. Como resultado de experiencias mixtas con las políticas de liberación surge la escuela neo-estructuralista quienes criticaban la desregulación financiera desde un punto de vista macroeconómico. Taylor (Taylor, Lance 1983) y Van Winbergen (1982, 1983 a, b) expusieron dos argumentos, uno de los cuales es específico a economías en desarrollo. En su modelo los mercados no organizados juegan un papel importante en determinar si la liberación financiera juega un papel crucial en determinar si, o no, la liberación financiera puede acelerar el crecimiento. Si un aumento en la tasa real de interés sobre depósitos conduce a un traslado de activos de los mercados no organizados hacia los mercados crediticios formales. Y si la existencia de requisitos de reserva conduce a una disminución en la intermediación financiera. En los mercados no organizados no existen requisitos de reserva. El segundo argumento se basa en la inflación del lado de la oferta que resulta de los aumentos en la tasa de interés, lo que puede conducir a un colapso de la demanda efectiva.

La contestación que dio la teoría económica a estas cuestiones se incorporo en la literatura sobre crecimiento endógeno de los años 90's. Se enfatizaba el papel del desarrollo financiero en generar crecimiento sostenido a través de un efecto externo sobre la eficiencia de la inversión agregada. Algunos autores un marco para externalidades reciprocas entre el sector financiero y el real. Mucho respaldo empírico se ha encontrado

para el punto de vista “las finanzas promueven el crecimiento” pero la evidencia de series históricas es menos clara que el análisis mas amplio de corte seccional. Una gran mayoría de los estudios, sin embargo, concluyen que las finanzas inducen el crecimiento en las primeras etapas del desarrollo económico y vice-versa en etapas mas avanzadas. También se ha encontrado gran evidencia para la causalidad bi-direccional. Un role específico se le ha atribuido al mercado de valores pero en este caso específico la evidencia es mixta.

Resumiendo, muchos de los principales economistas tienen marcadas diferencias entre la contribución y el rol del sector financiero en el crecimiento económico. Según Meier and Seers (1984); las finanzas no son discutidas en la colección de ensayos de los pioneros de la teorías de desarrollo económico. Robert Lucas (1988) expone que las finanzas están sobre enfatizadas como determinantes para el crecimiento económico. Como expresamos antes, a un extremo aún más marcado esta Joan Robinson (1952) que argumenta que donde las empresas van las finanzas les siguen. Al otro extremo encontramos a Merton Miller (1988), que argumenta que la contribución de los mercados financieros al crecimiento económico es tan obvio para tomar la discusión tan seriamente. Otras conclusiones son las de Bagehot (1873), Schumpeter (1912), Gurley y Shaw (1955), Goldsmith (1969), y Mckinnon (1973) entienden que el nexo entre finanzas y crecimiento no puede ser ignorado sin limitar substancialmente el entendimiento del crecimiento económico (Levine, Ross, 2004).

Todas estas cuestiones han sido abordadas en investigaciones más recientes que han tratado de evitar estos problemas con diversas metodologías y construcción de bases de datos más apropiadas. Así, King y Levine (1993) encuentran una fuerte relación positiva entre cada uno de los indicadores de desarrollo financiero seleccionados y los indicadores de crecimiento y que el nivel inicial de desarrollo financiero es un buen predictor de las tasas de crecimiento económico, de la acumulación física de capital y de las mejoras de eficiencia económica en los treinta años objeto de análisis, incluso después de controlar por renta, educación, estabilidad política y medidas monetarias y de política fiscal.

Utilizando información tanto a nivel de país, de sector, y de empresa, para un conjunto amplio de países, la investigación reciente presenta evidencia consistente con la visión de que el nivel de desarrollo financiero afecta a la tasa y a la estructura del

crecimiento económico. Por ejemplo, Santomero y Herring argumentan que un eficiente sector financiero reduce el costo y el riesgo de producir e intercambiar bienes y servicios lo que lo hace importante su contribución a levantar los estándares de vida (Herring, Richard J.; Santomero, Anthony M, 1996).

Enfoques nuevos

La investigación sobre la relación entre el desarrollo financiero y el crecimiento ha recibido una nueva fuente de inspiración procedente de la literatura sobre el "crecimiento endógeno". Al enfocar la atención en casos en los que el producto marginal del capital es siempre positivo, esta literatura proporciona un marco analítico en el que los mercados financieros influyen sobre el crecimiento no sólo de forma coyuntural, sino a largo plazo. Pertenecen a esta escuela, los modelos de Bencivenga y Smith (1991) y Greenwood y Jovanovic (1990). Estos, destacan cómo la creación y el desarrollo de las instituciones financieras conduce a una relación positiva entre la intermediación financiera y el crecimiento económico. La mayor parte de estos estudios tienden a resaltar el papel de la intermediación financiera en la mejora de la eficiencia de la inversión, más que en el crecimiento de la misma. Esto es, los intermediarios financieros juegan un papel central a la hora de asignar el capital a su mejor utilización posible.

Aunque los estudios empíricos muestran con frecuencia una relación positiva entre los indicadores de desarrollo financiero y crecimiento, sigue existiendo bastante polémica sobre la interpretación adecuada de estos resultados. La controversia tiene dos orígenes principales. En primer lugar, está el debate sobre cómo medir empíricamente la intermediación financiera. Generalmente, la intermediación financiera se ha aproximado a través del nivel de los tipos de interés reales y de varios agregados monetarios, todos los cuales presentan importantes problemas de interpretación. La tercera sección presenta un breve resumen de estas cuestiones. La segunda área de controversia concierne a las vías de transmisión entre el desarrollo financiero y el crecimiento. Mientras algunos estudios apoyan la hipótesis de McKinnon- Shaw, otros concluyen que no existe una relación clara entre las medidas de desarrollo financiero y el ahorro o las tasas de inversión. Algunos autores señalan también que el impacto del desarrollo financiero sobre el crecimiento, aunque ampliamente positivo, es cambiante en función de las

regiones, los períodos estudiados y los niveles de ingresos (José De Gregorio y Pablo Guidotti 1994).

Evidencia empírica: conclusiones

En la década de los noventa, diversas investigaciones han aportado evidencia empírica intentando solucionar los problemas que presentaba el trabajo de Goldsmith (1969). Así, los trabajos de King y Levine (1993a y b) ampliaron sustancialmente la muestra de países utilizada (80 países), controlaron por la influencia de otras variables que afectan al crecimiento económico, construyeron nuevos indicadores de desarrollo financiero, y analizaron su influencia sobre diversas dimensiones del crecimiento económico (PIB per cápita, relación capital-trabajo y productividad total de los factores). Sus resultados mostraron tanto una fuerte correlación positiva entre los indicadores de desarrollo financiero y crecimiento económico, como que los niveles iniciales de desarrollo son un buen predictor de las tasas de crecimiento de la producción, el capital y la productividad de los siguientes 30 años.

Utilizando una muestra de 49 países en el periodo 1976-93, Levine y Zervos (1998) investigan si diversas medidas de desarrollo financiero predicen las tasas de crecimiento futuras de la producción, el capital, la productividad, y el ahorro. Los resultados muestran una correlación positiva y significativa entre ambos grupos de variables incluso cuando se controla en la estimación por otras variables explicativas. Los resultados indican que los mercados y las instituciones financieras suministran servicios necesarios para garantizar el crecimiento económico a largo plazo.

El trabajo de Levine, Loayza, y Beck (2000) evalúa si el componente exógeno del desarrollo de la intermediación financiera influye sobre el crecimiento económico y si las diferencias en los sistemas legales, así como los sistemas de contabilidad entre países explican las diferencias en su nivel de desarrollo financiero. Sus resultados muestran que el componente exógeno del desarrollo en la intermediación financiera está positivamente asociado con el crecimiento económico. Los resultados también muestran que las diferencias en los sistemas legales y en las prácticas contables contribuyen a explicar las diferencias en el desarrollo financiero entre países. Estos dos resultados indican que las reformas legales y contables (que fortalecen los derechos de los

acreedores y la ejecución de contratos) y la transparencia y efectividad de las prácticas contables pueden fomentar, a su vez, el desarrollo financiero y acelerar el crecimiento económico.

Finalmente, el trabajo de Loayza y Rancière (2006) analiza la aparente contradicción existente en dos ramas de la literatura sobre los efectos del desarrollo financiero sobre el crecimiento. Por un lado, la literatura del crecimiento económico encuentra una relación positiva entre éstos. Por otro lado, la literatura sobre crisis bancarias encuentra que los agregados monetarios son buenos predictores de las crisis económicas. Esta aparente contradicción puede explicarse en función de la diferencia entre los efectos a corto plazo (negativos) y los que se producen en el largo plazo (positivos) asociados a la labor de intermediación entre el ahorro y la inversión.

Como se ha puesto de manifiesto en las secciones anteriores, el trabajo que explica el mecanismo a través del cual el desarrollo financiero facilita el crecimiento económico es el de Rajan y Zingales (1998). Hasta dicha contribución, los estudios realizados meramente había constatado la existencia de una correlación positiva entre ambas variables, sin establecer la dirección de causalidad. A pesar de que el trabajo de King y Levine (1993a) investigan precisamente este problema de causalidad y muestran que el componente predeterminado del desarrollo financiero es un buen predictor del crecimiento en un periodo de 10 a 30 años, Rajan y Zingales exponen dos argumentos que ponen en tela de juicio estos los resultados. Primero, la correlación positiva entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico puede reflejar la existencia de un problema de variable omitida, como es la tasa de ahorro, relacionada con ambas variables. Y segundo, las variables que aproximan el desarrollo financiero (como la capitalización bursátil en porcentaje del PIB) pueden ser indicadores adelantos del crecimiento futuro más que factores causales. Por estos motivos, la contribución de Rajan y Zingales es diseñar un contraste empírico que explicita los mecanismos a través de los que el desarrollo financiero afecta al crecimiento. Proponen, por tanto, un *test* de causalidad que, además, corrige tanto por efectos país como por efectos sectoriales. El mecanismo que consideran Rajan y Zingales es que el desarrollo financiero facilita el acceso a la financiación externa de las empresas, especialmente de las más dependientes de la financiación ajena, propiciando así el aumento de la inversión y el crecimiento

económico.

Tomando como referencia el caso europeo, Guiso, Jappelli, Padula y Pagano (2004) analizan la importancia del desarrollo financiero y la integración financiera en la explicación de las diferencias de crecimiento económico utilizando tanto datos sectoriales como a nivel de empresa. A partir de la aproximación metodológica de Rajan y Zingales (1998), los resultados confirman una vez más el efecto positivo del desarrollo financiero sobre el crecimiento económico. Además, mediante diversos ejercicios de simulación, los autores analizan los efectos de un avance en el grado de integración de los mercados financieros europeos, siendo el efecto positivo sobre el crecimiento económico. Los mayores efectos tendrían lugar en caso de alcanzarse en Europa un nivel de integración financiera similar al de Estados Unidos, si bien existen importantes diferencias por países. Así, los países con estructuras financieras más débiles (Bélgica, Dinamarca, Grecia e Italia) serían los más beneficiados, mientras que los efectos serían más modestos en los países financieramente más desarrollados (Reino Unido, Suecia y Holanda).

Conclusión general

La reducción de asimetrías informativas, los costes de transacción y el control corporativo, consigue influir sobre la acumulación de capital y las tasas de innovación tecnológica que inciden, a su vez, en los niveles de bienestar social y de crecimiento económico.

Los argumentos básicos que se esbozan en la literatura para explicar la influencia positiva del desarrollo financiero sobre el crecimiento económico toman como base el hecho de que los mercados e intermediarios financieros facilitan la asignación de recursos al reducir la asimetría de información sobre la calidad de las inversiones empresariales, reducen el riesgo específico y de liquidez de los valores emitidos por la empresa, y facilitan el control corporativo. La consecuencia es la reducción del costo de la financiación externa, sobre todo de los fondos a largo plazo, y la posibilidad de emprender inversiones más arriesgadas e innovadoras con mayores rendimientos esperados. Consistente con estos argumentos, un amplio cuerpo de investigación empírica ha aportado evidencia del efecto positivo del desarrollo financiero sobre el crecimiento

económico, así como de la relevancia que el entorno legal e institucional de cada país tiene para explicar tanto el desarrollo de los mercados como de los intermediarios financieros. Estos trabajos tienen implicaciones relevantes de política económica al revelar la conveniencia de desarrollar regulaciones protectoras de los derechos de los accionistas minoritarios y de los acreedores, de mejorar el funcionamiento del sistema judicial o de incrementar la transparencia informativa para lograr un mayor desarrollo financiero, y, por tanto, un mayor crecimiento económico.

Actualmente los procesos de integración financiera internacionalización de los mercados han abierto nuevos frentes en este debate para pasar a considerar cuestiones como hasta qué punto es importante para una economía contar con un sistema financiero doméstico desarrollado, o si éste puede ser suplido por el ahorro, instituciones e infraestructuras más globales, y al mismo tiempo ponen en valor la conveniencia de contar con sistemas financieros desarrollados y sólidos que reduzcan los efectos adversos de las fases recesivas del ciclo económico sobre las posibilidades de financiación e inversión de las empresas.

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
- Bencivenga, Valerie R., and Bruce D. Smith (1991). "Financial Intermediation and Endogenous Growth". *Review of Economic Studies*; V. 58-#2, pp.195-209.
- Beck, T., Levine, R., Loayza, N., 2000. Finance and the Sources of Growth. *Journal of Financial Economics* 58, 261—300
- Cameron, Rondo, ed. (1972). *Banking and Economic Development*. Oxford University Press.
- De Gregorio, J., Guidotti, P.E., 1995. Financial Development and Economic Growth. *World Development* 23, 433—48
- Gerschenkron, Alexander (1962). *Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.

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

Greenwood, Jeremy, and Boyan Jovanovic (1990). "Financial Development, Growth and the Distribution of Income". *Journal of Political Economy*; V.98-#5, pp.1076-1107.

Guiso, Jappelli, Padula y Pagano (2004) Financial market Integration and economic Growth in the EU, *Economic Policy*, vol. 19, No. 40.

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.

Herring, Richard J.; Santomero, Anthony M.. "The Role of the Financial Sector in Economic Performance"; Working Paper 95-08, The Wharton School. July 24, 1996.

Keynes, John Maynard (1936). *The General Theory of Employment Interest and Money*. London: Macmillan.

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.

Levine, Ross, and Sara Zervos (1998). "Stock Markets, Banks, and Economic Growth". *American Economic Review*; V.88, pp. 537-558.

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*;

Rajan Raghuram G. And Luigi Zingales (1998), Financial Dependence and Growth, *American Economic Review*. Volumen 88 (June)

Robinson, Joan (1952). "The Generalization of the General Theory". In *The Rate of Interest and other Essays*. London: Macmillan.

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.

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

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

Stiglitz, Joseph E. (1989). "Financial Markets and Development". *Oxford Review of Economic Policy*; Vol. 5 No. 4.

Taylor, Lance (1983). *Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World*.

Tobin, James (1965). "Money and Economic Growth". *Econometrica*; Vol.33 No. 4, pp.671-684.

Van Wijnbergen, Sweder (1983 b). "Credit Policy, Inflation and Growth in a Financially Repressed Economy". *Journal of Development Economics*; Vol.13, No. 1-2, pp. 45-65.

Van Wijnbergen, Sweder (1983 a). "Interest Rate Management in LDCs". *Journal of Monetary Economics*.