

EL CRECIMIENTO ECONÓMICO Y EL DESARROLLO DEL SISTEMA FINANCIERO. UN ANÁLISIS COMPARATIVO¹

Terceño, Antonio*
Guercio, M^a Belén**
Universidad Rovira i Virgili

Recibido: 14 de abril de 2010

Aceptado: 3 de diciembre de 2010

RESUMEN: El objetivo de este trabajo es analizar la relación que existe entre el desarrollo del sistema financiero y el crecimiento en los países de Latinoamérica. En primer lugar, pudimos evidenciar la elevada correlación que existe entre los distintos indicadores del sistema financiero y el PIB. En segundo lugar, comprobamos que en la mayoría de las economías latinoamericanas es el sector bancario el que presenta una mayor correlación con el crecimiento de la economía, independientemente de la estructura financiera de cada país.

PALABRAS CLAVE: Desarrollo del Sistema Financiero, Estructura Financiera, Latinoamérica.

CLASIFICACIÓN JEL: G1, O16, N26.

ECONOMIC GROWTH AND DEVELOPMENT OF THE FINANCIAL SYSTEM. A COMPARATIVE ANALYSIS

ABSTRACT: The purpose of this paper is to examine the relationship between the financial development and economic growth in Latin American countries. First, we show the high correlation between financial system indicators and GDP. Second, we test out that regardless the financial structure of each country; in most Latin American economies the banking sector has a higher correlation with economic growth.

KEY WORDS: Financial Development, Financial Structure, Latin American Countries.

JEL CLASSIFICATION: G1, O16, N26.

1. INTRODUCCIÓN

En la literatura económica actual existe una preocupación muy importante por explicar los efectos que tiene el desarrollo del sistema financiero sobre el crecimiento económico, y el porqué de las diferencias en el desarrollo de los mercados financieros.

Si bien la causalidad entre el desarrollo del sistema financiero y el crecimiento económico ha generado debates entre los economistas, desde hace tiempo, no se puede negar la existencia de una relación entre ambas variables. Así lo demuestran varios autores como Schumpeter (1911), Cameron, et. al. (1967), Goldsmith (1969), McKinnon (1973) King y Levin (1993a); De Gregorio y Guidotti (2001), Arestis, Luintel y Luintel (2004), entre otros, los cuales han rechazado la idea de que el nexo entre finanzas y el proceso de crecimiento económico pueda ser ignorado. Una correlación positiva entre estas dos variables debería influir sobre las decisiones de los policy-makers y orientar sus políticas económicas hacia el desarrollo de los mercados financieros.

Además, durante toda la década del '90 y principios de la década siguiente se han producido numerosas crisis financieras (México, Este Asiático, Rusia, Turquía y Argentina) cuyo epicentro fueron economías emergentes, y sus consecuencias se propagaron de la misma

Departamento de Gestión de Empresas, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad Rovira i Virgili, Av. Universitat, Nº 1, E-43204 REUS España

*e-mail: antonio.terceno@urv.cat.

**e-mail: mariabelen.guercio@urv.cat.

manera, sobre otros países emergentes. La estabilidad financiera es una de los pilares fundamentales sobre los que se tiene que construir un sistema financiero con el objetivo de evitar o suavizar las consecuencias de las crisis financieras y su propagación hacia otras economías. Además, en las economías latinoamericanas, la limitación del acceso a la financiación del sector privado es uno de los problemas que aún permanecen sin solucionar, y que se encuentra directamente relacionado con el desarrollo del sistema financiero.

Se entiende por sistema financiero desarrollado al conjunto de instrumentos, mercados e instituciones financieras que corrigen los problemas de información y disminuyen los costos de transacción (Levine (1997)). Cuando el sistema financiero desempeña de una manera eficiente estas dos condiciones, está cumpliendo su función primaria dentro de la economía que es la de asignar los recursos eficientemente en tiempo y espacio, en un ambiente de incertidumbre (Merton y Bodie (1995)).

Las relaciones entre el crecimiento de la economía y el desarrollo del sistema financiero se pueden analizar desde dos vertientes: a través de técnicas que vinculan variables de crecimiento económico con variables de desarrollo financiero, y a través del análisis de la estructura de los sistemas financieros, bank-based vs. market-based, con el objetivo de observar cual de las dos estructuras explica mejor el crecimiento económico.

Sin embargo, los diferentes estudios empíricos sobre las relaciones entre el desarrollo del sistema financiero y el crecimiento económico consideran dentro de la misma muestra todos los países sin tener en cuenta el grado de desarrollo del mismo. En este trabajo se plantea que no es posible obtener conclusiones comunes para todos los países independientemente de su grado de desarrollo y/o de sus características particulares.

La estructura de este trabajo es la siguiente. En los apartados 2 y 3 se realiza una revisión sobre el debate actual acerca de la relación entre el desarrollo del sistema financiero y el crecimiento de una economía. En el apartado 4 se realiza un análisis del sistema financiero de los mercados emergentes. En el 5, se presentan evidencias empíricas acerca de esta relación en las economías Latinoamericanas. Por último, enunciamos las conclusiones del trabajo.

2. LA RELACIÓN ENTRE DESARROLLO DEL SISTEMA FINANCIERO Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

Uno de los primeros autores que testeó empíricamente la relación entre crecimiento y desarrollo financiero fue Goldsmith (1969). Este autor recopiló el valor de los activos de los intermediarios financieros de 35 países entre 1860 y 1963, y llegó a la conclusión de que la dimensión de la actividad de intermediación financiera esta positivamente correlacionada con el desarrollo financiero, y luego documentó que esta última variable también esta positivamente correlacionada con el nivel de actividad económica.

Más adelante, el trabajo de King y Levine (1993b) llega a la conclusión de que el nivel de desarrollo financiero predice el crecimiento económico a largo plazo a través de la acumulación de capital y el crecimiento de la productividad.

También se han realizado trabajos a nivel industria que concluyen que el desarrollo de la actividad de intermediación financiera y de los mercados ayuda a superar las fricciones que causan las diferencias entre el precio de la financiación externa e interna. Esta disminución de costos

facilita el crecimiento de las empresas, además del surgimiento de nuevas firmas (Rajan y Zingales (1995); Beck et al (2004)). Por su parte, Carlin y Mayer (2003) encuentran una fuerte relación entre la estructura del sistema financiero, las características de las empresas y el crecimiento industrial en una muestra de 27 industrias de 14 países de la OCDE entre 1970 y 1995.

Atje y Jovanovic (1993) concluyen que existe una relación positiva entre el crecimiento económico y el volumen de negociación del mercado bursátil para un grupo de 40 países entre 1980 y 1988. Levine y Zervos (1998), amplían este estudio y encuentran que el desarrollo tanto del mercado bursátil como del sector bancario están positivamente correlacionadas con el crecimiento económico, la acumulación de capital y el crecimiento de la productividad.

Desde otro punto de vista, tenemos aquellos trabajos que relacionan el desarrollo financiero y el crecimiento por medio de medidas de tipo legal. La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer y Vishny (1997; 1998) argumentan que el origen de la estructura legal de un país puede explicar el desarrollo bancario y del mercado de valores. A los mismos resultados llegaron posteriormente La Porta, López-de-Silanes, y Shleifer (2002) y Himmelberg, Hubbard, Glenn, y Love (2002) incluyendo otras variables como: concentración de la propiedad de las acciones, instituciones legales para evaluar a las empresas, estructura de vencimiento de la deuda, acceso a la financiación externa, etc. Estos autores también llegan a la conclusión de que una elevada propiedad pública de los bancos lleva asociada una disminución del desarrollo bancario, lo cual afecta negativamente al desarrollo financiero y al crecimiento económico.

Hasta aquí hemos mencionado algunos trabajos que concluyen que el desarrollo del sistema financiero afecta el crecimiento de la economía. Sin embargo, otros autores como Allen, Bartilro y Kowalewski (2006) testean como la estructura y los cambios de la economía real determinan la evolución del sistema financiero de un país, es decir, cambian la relación de causalidad en relación a los trabajos anteriormente mencionados. Estos autores asumen la hipótesis de que el desarrollo económico crea una demanda de diferentes tipos de instrumentos financieros y el sistema financiero responde a esta demanda. La consecuencia es el desarrollo de los mercados e instituciones financieras que responden a cambios en la estructura de la economía real.

Todos estos trabajos tienen un denominador común, que entendemos, es discutible. En concreto, en los análisis empíricos se analizan los países sin considerar las características específicas de los mismos. Por ello, en este trabajo se plantea analizar de manera diferenciada las distintas regiones emergentes, y los distintos países dentro de las regiones emergentes, centrandó el análisis en los países de Latinoamérica.

3. LA ESTRUCTURA FINANCIERA: BANK BASED VS. MARKET BASED

Además del debate acerca de cómo se vincula el desarrollo financiero con el crecimiento económico, muchos autores han analizado si las características del sistema financiero de los países explican el crecimiento económico. En este sentido se dividen los sistemas financieros en dos tipos: aquellos que están basados en bancos (bank based), y aquellos basados en el mercado de capitales (market based).

Los resultados del debate se pueden agrupar en tres: aquellos que enfatizan el rol positivo de los bancos sobre el desarrollo y crecimiento, marcando a su vez las deficiencias que tiene el mercado de capitales (Gerschenkron (1962); Stiglitz (1985); Levine y Schmukler (2006); entre otros); aquellos que consideran que el buen funcionamiento del mercado de

capitales lleva a un mayor crecimiento económico; (Rajan (1992); Weinstein y Yafeh (1998)); y por último, aquellos autores que llegan a la conclusión de que para que el sistema financiero tenga una influencia positiva en el crecimiento económico, el sistema bancario y el mercado de capitales deben ser actividades complementarias que mejoren conjuntamente los servicios financieros (Levine (1997;2000); Levine y Zervos (1998); La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer y Vishny (1997; 1998), entre otros).

La literatura existente, en principio, se ha centrado en la comparación de cuatro países, Alemania y Japón cuyo sistema financiero esta basado en bancos, y Estados Unidos y Reino Unido, cuyo sistema financiero se basa en el mercado de capitales (Rousseau y Watchtel (1998); Black y Moersch (1998); Vitols (2002); Sylla y Wright (2004), entre otros). Sin embargo, en los últimos años estos estudios ampliaron la cantidad de países para incluir economías con diferentes niveles de desarrollo (Demirguc-Kunt y Levine (2001); Tadesse (2002); Arestis, Luintel y Luintel (2004)).

Los autores que se inclinan por propiciar un sistema basado en bancos, parten de los problemas que tiene el mercado en cumplir con las funciones dentro del sistema financiero, como por ejemplo la adquisición de información sobre las empresas, el poder de los acreedores para ejercer el control corporativo, etc.

Stiglitz (1985) se basa en los problemas de información que tiene un mercado desarrollado, en el sentido de que ello disuade a los inversores individuales a destinar recursos para analizar el comportamiento de las empresas, lo que promueve el comportamiento free-rider de los inversores o intermediarios. Los bancos en cambio, pueden privatizar la información que adquieren de las empresas, lo que refuerza las relaciones a largo plazo entre estas dos instituciones (Gerschenkron (1962); Boot, Greenbaum y Thakor (1993)). Otra visión que podemos incluir en esta vertiente es aquella que afirma que, para tener un mercado de capitales desarrollado es necesario en primer lugar, fortalecer el sistema bancario (Rojas-Suarez y Weisbrod (1994))

Shleifer y Summers (1988) afirman que la liquidez del mercado de valores puede tener una influencia negativa en la asignación de recursos. A modo de ejemplo estos autores señalan que cuando el mercado es líquido, los accionistas pueden vender sus acciones en cualquier momento, sin ejercer el control corporativo, lo que a veces provocaría una ineficiente asignación de recursos. Además, al disminuir los costos de salida, reduce los incentivos de los accionistas para gestionar cuidadosamente las empresas (Levine y Schmukler (2006)).

Como conclusión, los autores que están a favor del sistema basado en bancos argumentan que los sistemas basados en el mercado bursátil no resultan eficientes en cuanto a la adquisición de información acerca de las firmas y a la supervisión de los administradores, actividades que los bancos realizan más eficazmente. Por lo que, en algunas circunstancias, los sistemas basados en la banca pueden ofrecer mejores servicios en cuanto al riesgo que los sistemas basados en mercados.

Los autores que se inclinan por el sistema basado en el mercado de capitales argumentan que los sistemas basados en bancos pueden contener intermediarios con una importante influencia sobre las empresas, lo que puede tener efectos negativos en la asignación de recursos y generar la posibilidad de que los bancos se queden con parte de las utilidades futuras esperadas por las empresas, lo que reduciría el incentivo por parte de las mismas para emprender inversiones innovadoras y rentables, (Rajan (1992)). Weinstein y Yafeh (1998), a

partir de un estudio realizado sobre el sistema financiero de Japón, llegan a la conclusión de que los bancos pueden no ser eficientes en la recolección de información en situaciones nuevas y de incertidumbre que involucren por ejemplo, nuevos productos y procesos.

La línea de investigación que se decanta a favor de los sistemas basados en el mercado, argumenta que los mismos proveen un conjunto más abundante de herramientas de gestión del riesgo que permiten acercar los productos financieros a las preferencias del cliente, aspecto que caracteriza las economías desarrolladas.

La visión de los autores denominada enfoque de los servicios financieros (Levine (1997)), se basa en que tanto el mercado bursátil como los bancos pueden cumplir de una manera eficiente las funciones del sistema financiero, y ambos pueden contribuir al crecimiento de la economía. Este enfoque afirma que se debe propiciar un mejor funcionamiento de los bancos y los mercados bursátiles conjuntamente, dejando atrás el debate de un sistema sobre otro (Levine (2000)).

Varios autores opinan que depende de las circunstancias de cada país el hecho de que el desarrollo de un sistema u otro mejore el funcionamiento del sistema financiero en su conjunto. Por ejemplo Cuenin y Busso (2000) argumentan que en un sistema financiero donde los agentes económicos no encuentren mecanismos adecuados para evaluar diferentes proyectos de inversión, los bancos cobran un papel relevante realizando esta tarea. En cambio, para financiar actividades innovadoras o intensivas en tecnología, en donde la variabilidad de los resultados es mayor, es en el mercado de capitales donde se encuentra una mejor posibilidad de financiación. Levine y Zervos (1998) demuestran que una mayor liquidez en el mercado bursátil implica un mayor crecimiento económico, sin tener en cuenta el desarrollo bancario, a su vez demuestran que el desarrollo bancario tiene una relación positiva con el crecimiento de la economía, sin importar la liquidez del mercado bursátil, por lo que ambas variables actúan en sentido positivo.

Estudios a nivel de firmas como el de Demirguc-Kunt y Maksimovic (1998) muestran que una mejora en el mercado bursátil incrementa el uso de las finanzas en el sector bancario en países en desarrollo, y concluyen que tanto el mercado como los bancos deberían actuar en forma complementaria durante el proceso de desarrollo. Borensztein, Eichengreen y Panizza (2006) agregan que los bancos proveen servicios de suscripción para los posibles emisores domésticos, asesorando a los mismos, lo cual constituye un “puente financiero” en el proceso de emisión. Además, proveen los canales de distribución de los bonos del gobierno ya que forman una parte importante de la red de primary dealers, ayudando a mejorar la liquidez de los títulos en el mercado secundario.

A esta última corriente se le suma la de aquellos autores que mencionamos anteriormente, y que estudian las bases legales del sistema financiero. Desde este punto de vista, el buen funcionamiento del sistema legal facilita las actividades tanto de los bancos como de los mercados, lo cual mejora la asignación eficiente de los recursos y el crecimiento económico (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer y Vishny (1997; 1998)). Rajan y Zingales (1998) encontraron que los sistemas basados en bancos promueven el crecimiento cuando los países tienen sistemas legales pobres, mientras que los países en los cuales su sistema financiero se centra en el mercado bursátil tienen bases legales más desarrolladas. Tadesse (2002) concluye que cuando el sistema financiero se encuentra subdesarrollado, las industrias crecen más rápidamente cuando el sistema financiero se basa en bancos. Por otro lado, en economías con un sistema financiero desarrollado, las industrias crecen más rápido en sistemas

basados en mercados. Es decir, que sea mejor un sistema u otro depende del grado de desarrollo del sistema financiero. Rajan y Zingales (1998) argumentan que los sistemas basados en bancos tienen ventajas comparativas para financiar empresas intensivas en activos fijos, ya que estos últimos son los que sirven de garantía para que estas empresas obtengan financiación. De la misma manera, los sistemas basados en mercados tienen ventajas comparativas para financiar aquellas empresas intensivas en tecnología y activos intangibles.

Allen, Bartirollo y Kowaleski, (2006) establecen que existe una relación positiva entre la estructura económica y la estructura del sistema financiero a partir de una muestra de 95 países. Parten de clasificar las empresas en dos, las que son intensivas en activos fijos, que se encuentran dentro del sector industrial, y las que son intensivas en investigación, desarrollo y activos intangibles, que se encuentran dentro del sector servicios. Estos autores llegaron a la conclusión de que en las economías donde el sector industrial es más importante que el sector servicios, tienden a tener un sistema basado en bancos más que en mercados.

4. LOS MERCADOS FINANCIEROS EN LOS PAÍSES EMERGENTES

Tal como hemos comentado, los diferentes estudios empíricos que analizan las relaciones entre el desarrollo del sistema financiero y el crecimiento económico, realizan un estudio comparativo entre regiones sin considerar que, dentro de cada región, los países muestran realidades muy distintas. En este trabajo se plantea que no es posible obtener conclusiones comunes para un conjunto de países sin tener en cuenta las características particulares de los mismos. Para ello nos centraremos en una región específica, Latinoamérica y luego se analizan cada uno de sus países por separado, con el objetivo de observar si las conclusiones que se refieren a cada país en particular, coinciden con el análisis a nivel región.

Para ello, realizaremos un análisis comparativo de la relación entre las variables del sistema financiero y el crecimiento económico a nivel región. En primer lugar se distinguen los diferentes grupos de países emergentes tomando como fuente el Global Financial Stability Report quien divide a las economías emergentes en cinco grupos: Asia, América Latina, Europa del Este, Medio Oriente y África. En nuestro análisis solo incluimos tres grupos, ya que el mercado de capitales de Medio Oriente y África es prácticamente inexistente y no aporta más información al estudio. Además, incluimos cinco países desarrollados con el objetivo de analizar la distancia que hay entre ellos y los países emergentes. Las variables del sistema financiero se analizan como porcentaje del PIB, de esta forma se tiene en cuenta el tamaño de la economía.

Para analizar el estado actual y la evolución del sistema financiero en las diferentes regiones y países, seguimos el modelo de Beck, Levine y Loayza (2000), quienes afirman que variables como activos bancarios, capitalización bursátil y volumen en circulación de bonos públicos y privados se pueden utilizar como indicadores del desarrollo del sistema financiero. En este trabajo incluimos además los créditos de los bancos comerciales y otras instituciones financieras ya que nos permite ampliar el estudio del sector bancario y medir la capacidad de financiación de las empresas privadas en este sector.

Estos autores afirman que la capitalización bursátil es una medida de la profundidad del mercado bursátil, cuanto mayor es el valor de esta variable, mayor es la proporción de financiación de las empresas a través del mercado bursátil (CEPAL, 2003). Sin embargo, esta medida tiene algunos problemas como comentaremos a lo largo de este trabajo. El volumen

total de bonos se refiere a los bonos en circulación, emitidos por el sector público y privado en el mercado de capitales. La capitalización bursátil conjuntamente con el volumen en circulación de bonos nos permite evaluar la importancia y la profundidad del mercado de capitales en una economía.

Por otro lado, la dimensión del sector bancario se puede medir a través de los activos bancarios, que resulta de sumar los activos de los bancos comerciales y otras instituciones financieras. Esta variable representa todos los derechos que tienen estas instituciones financieras sobre el sector no financiero de la economía, y mide el volumen de financiación que proviene del sector bancario, además del grado de intermediación financiera de una economía (Allen, et al, 2006). Otra de las variables que se utilizan para medir la bancarización es el volumen de créditos de los bancos comerciales y otras instituciones financieras al sector no financiero, medida que también utilizaremos a lo largo del trabajo.

La base de datos utilizada es la *Financial Structure dataset*, realizada por los autores Beck, Demirguc-Kunt y Levine del FMI, publicada en el año 2010. El período seleccionado, así como el número de países que se incluyen en el análisis se encuentra sujeto a la disponibilidad de datos de los indicadores.

En la Tabla 1 se presenta el promedio ponderado de los distintos indicadores del tamaño de los sectores que componen el sistema financiero de las regiones emergentes, y de los países desarrollados para el año 2007. Estos indicadores evidencian la diferencia que existe entre las distintas regiones, lo que refuerza el argumento de la imposibilidad de realizar estudios empíricos que agreguen los países y/o regiones emergentes como un todo.

Tabla 1. Indicadores del sistema financiero (% PIB)

	Capitalización bursátil	Bonos	Créditos bancarios	Activos bancarios
<i>Países emergentes</i>				
Asia	129	71,7	86	95
América Latina	62	49,2	27	66
Europa del Este	63	18,4	30	44
<i>Países desarrollados</i>				
Alemania	57	74	71	127
España	110	101	98	180
Estados Unidos	144	172	170	233
Japón	106	199	197	168
Reino Unido	141	48	175	175

Fuente: *Global Financial Stability Report*

En primer lugar, se observa que en Asia todo el sistema financiero tiene un peso mucho más importante dentro de la economía que en otras regiones emergentes. La capitalización bursátil y los activos bancarios representan un 129% y un 95% del PIB respectivamente, lo cual duplica la profundidad financiera respecto a Europa del Este y América Latina. Con esta estructura, Asia se acercaría más a los países desarrollados que a los países emergentes. Los países desarrollados también presentan diferencias. Si observamos el mercado alemán, podemos comprobar que los indicadores financieros son mucho menores en comparación con otros países desarrollados, principalmente en lo que se refiere al mercado bursátil.

Otra cuestión destacable en los mercados emergentes es que, a diferencia de la mayoría de los mercados desarrollados, el volumen de emisión de bonos públicos domina el mercado de renta fija. En la Tabla 2 se puede observar esta situación, la brecha entre bonos públicos y privados es mucho más elevada en América Latina y Europa del Este que en Asia. En los países desarrollados, los bonos privados tienen una participación mucho más elevada en el PIB, y en algunos casos son los que dominan el mercado de renta fija. Sin embargo, estos países vuelven a presentar estructuras diferentes. En un extremo se sitúa Japón por la elevada participación de los bonos públicos en relación a los privados y, en el otro extremo esta Estados Unidos, que muestra una elevada participación de los bonos privados.

Tabla 2. Volumen de bonos en circulación por tipo de emisor

	Bonos Públicos		Bonos Privados	
	Volumen(mill U\$S)	% del PIB	Volumen(mill U\$S)	% del PIB
<i>Países emergentes</i>				
Asia	2.556,4	35	2.482,4	26,04
América Latina	1.456,5	36	538,1	13,3
Europa del Este	766,7	17	320	7
<i>Países desarrollados</i>				
Alemania	1.324.808,7	40	1.145.749	34
España	478.285,1	33	979.575,5	68
Estados Unidos	6.430.976	46	17.203.036,4	125
Japón	7.010.708,3	159	1.700.741,7	38
Reino Unido	889.596,3	32	439.209,3	15

Fuente: Global Financial Stability Report.

Como conclusión, los datos que se presentan en la Tabla 1 y 2 son suficientes para evidenciar el error que se cometería si analizamos todos los países emergentes a nivel agregado. Es necesario analizar cada una de las regiones para observar si las diferencias que se encuentran a nivel región, también se encuentran dentro de un grupo de países que componen una región. Nos centramos entonces en los países de América Latina, con el objetivo de detectar si existen estas diferencias, y analizar si la evolución de las variables financieras acompaña al crecimiento de la economía.

5. EL DESARROLLO DEL SISTEMA FINANCIERO EN LOS PAÍSES DE AMÉRICA LATINA

5.1. Los componentes del sistema financiero y su estructura

América Latina es una de las regiones en las cuales analizar el desarrollo del sistema financiero ha cobrado importancia en los últimos años. Las últimas décadas de esta región se han caracterizado por importantes reformas del sistema financiero, entre las que destacan: la liberalización de los mercados financieros, el establecimiento de mejoras en el mercado bursátil y en el mercado de renta fija, y el desarrollo de un marco regulatorio y de supervisión de todo el sistema financiero.

Por otro lado, se produjeron una serie de reformas estructurales como las privatizaciones de empresas de propiedad del estado y las reformas del sistema de pensiones, que favorecieron el desarrollo de los mercados e instituciones financieras. Sin embargo, estas reformas no lograron tener el impacto esperado sobre el desarrollo del sistema financiero, ya que los países latinoamericanos se han caracterizado por mantener bajos niveles de ahorro doméstico, tasas de interés elevadas, escaso volumen de depósitos bancarios y de emisiones de bonos por parte del sector privado, y un bajo coeficiente de capitalización en el mercado bursátil. Todo ello limitó la disponibilidad de recursos para su intermediación (De la Torre, Gozzi, y Schmukler, 2006; Borensztein, Eichengreen y Panizza 2006).

El objetivo es demostrar que no es posible obtener conclusiones comunes para todos los países independientemente del nivel de su PIB, de la estructura de su sistema financiero y de sus características particulares. Para ello, se pretenden observar las diferencias en cuanto a la estructura del sistema financiero de los países de esta región y analizar si la evolución de la economía, medida a través del PIB, va acompañada por el desarrollo del sistema financiero en el período comprendido entre 1990 y 2008.

En primer lugar, observamos el peso que tiene cada uno de los sectores que componen el sistema financiero de las principales economía latinoamericanas a través de los activos bancarios, los créditos, la capitalización bursátil y el volumen de bonos en circulación. En el Gráfico 1 representamos estos indicadores en términos absolutos, y observamos la gran diferencia que existe entre los países de una misma región en cuanto al tamaño del sistema financiero. Se puede comprobar que Brasil y México son los países que presentan un volumen de bonos, acciones, créditos y activos bancarios muy superior al de sus vecinos.

En el Gráfico 2 se presenta la participación relativa de cada uno de los componentes en relación al tamaño de la economía. A diferencia del Gráfico 1, se puede observar que el sistema financiero chileno tiene un peso mucho más importante dentro de la economía, seguido por Brasil. En cambio en México la importancia relativa de los componentes del sector financiero en la economía se iguala al de los otros países latinoamericanos.

Gráfico 1. Indicadores absolutos

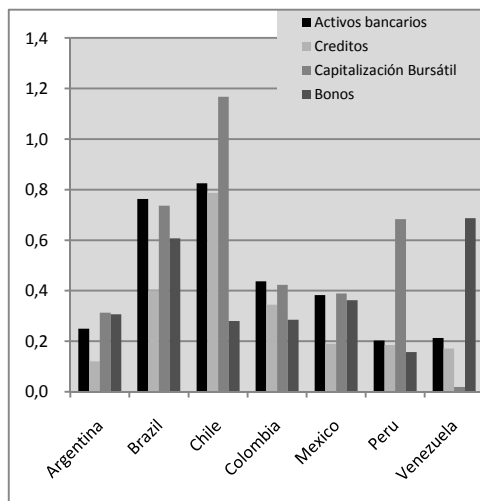
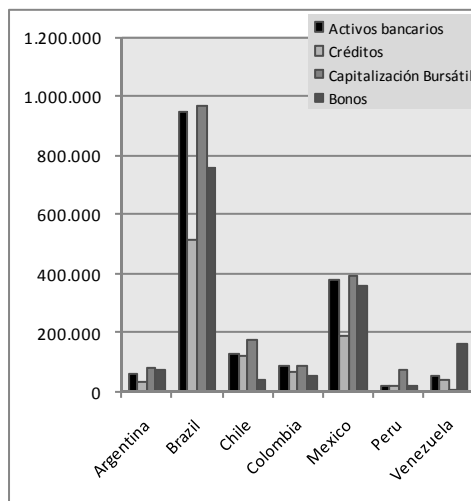


Gráfico 2. Indicadores relativos



Fuente: Global Financial Stability Report.

En resumen, se puede observar que la composición del sistema financiero es muy diferente entre los países. En Argentina, Brasil, Colombia y México, todos los sectores tienen una participación relativa similar. Sin embargo, en Chile y en Perú predominan el mercado bursátil y en Venezuela el mercado de bonos es el que tiene una participación relativa muy superior a la de los otros componentes del sistema financiero.

En función del resultado anterior, completamos el análisis observando la estructura del sistema financiero de cada uno de los países. Demirgüç-Kunt, y Levine, (2001) presentan varios ratios para distinguir una economía basada en mercados de una basada en bancos. Uno de ellos, utiliza la dimensión de los componentes y se calcula como el ratio entre los activos bancarios y la capitalización bursátil. Estos autores definen una economía basada en bancos si la dimensión del sector bancario es mayor a la del mercado de capitales, es decir, si el ratio es mayor que uno. Si el ratio es menor a uno, se considera que la economía está basada en mercados.

En la Tabla 3 se puede observar la evolución de este ratio en los países de Latinoamérica para distintos períodos de tiempo. Esta información es un indicio más de las diferencias que existen entre los países de Latinoamérica. Según este ratio, en la actualidad las economías de Brasil, Colombia y Venezuela están basadas en bancos, y Argentina, Chile y Perú en mercados. Un caso curioso es el de México, en el cual la dimensión de los bancos y de los mercados es prácticamente equitativa.

Otra cuestión destacable es que estas estructuras han evolucionado hacia una menor dimensión del sector bancario o un aumento de la dimensión del mercado de capitales, o ambos efectos. En el caso de Argentina no es de extrañar, ya que a partir de la crisis del 2001 la pérdida de confianza en el sector bancario ha provocado que su dimensión en la economía disminuya drásticamente. Por otro lado, en la mayoría de los países de Latinoamérica, el mercado de capitales comienza a funcionar a principio de los '90, hecho que puede explicar que al comienzo de esta década la mayoría de los sistemas financieros estén basados en bancos.

Tabla 3. Activos bancarios vs. Capitalización bursátil

	1990-1994	1995-1999	2000-2004	2005-2008
Argentina	3,3	1,6	0,7	0,8
Brasil	1,6	2,2	1,8	1,1
Chile	0,8	0,7	0,8	0,7
Colombia	2,2	2,4	2,5	1,1
México	1,4	1,2	1,8	1,0
Perú	2,0	1,0	1,2	0,4
Venezuela	1,8	1,7	2,5	4,2

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Global Financial Stability Report

Este ratio, si bien es un buen indicador de la estructura financiera, presenta algunos inconvenientes. En primer lugar, la capitalización de mercado depende del valor de los activos en el mismo, por tanto, el aumento de su valor no se debe únicamente al aumento de la dimensión del mercado bursátil, por lo que la misma se podría estar sobrestimando. En segundo lugar, este ratio no incluye el mercado de bonos, siendo una parte importante del

mercado de capitales de una economía. En este último punto es necesario destacar que, como mencionamos anteriormente, el mercado de bonos en la mayoría de las economías emergentes, se encuentra dominado por el sector público, lo que demuestra la incapacidad que presenta el sector privado para financiarse en este mercado.

5.2. La relación entre desarrollo y crecimiento en las economías latinoamericanas

Con el objetivo de analizar el grado de relación que existe entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico, en la Tabla 4 se presentan los coeficientes de correlación parcial para cada uno de los componentes del sistema financiero y el PIB entre 1990 y el 2007. Utilizamos esta herramienta ya que nos permite tener una visión clara y sencilla de la relación entre dos variables sin tener que hacer supuestos acerca de su relación de causalidad. Los componentes del sistema financiero son: los Activos Bancarios (AB), la Capitalización Bursátil (CB) y la Capitalización del mercado de Bonos (Bonos). Los créditos bancarios no son tenidos en cuenta ya que se considera que no aportan más información al estudio. La información más detallada se encuentra en el anexo de este trabajo.

Varias son las conclusiones que se pueden extraer de la Tabla 4, y que refuerzan la hipótesis de que al analizar esta relación agregando los países, las conclusiones a las cuales llegamos no coinciden totalmente con la situación particular de cada país. En primer lugar, en Latinoamérica la relación positiva entre el desarrollo del sistema financiero y el crecimiento de la economía es prácticamente indiscutible. Sin embargo, esta correlación se encuentra, en la mayoría de los casos, por encima de la correlación que muestran cada uno de los países. Por un lado, este resultado nos muestra que agregar países podría sobreestimar la relación entre crecimiento económico y desarrollo financiero. Por otro lado, nos permite plantear el interrogante de si la integración financiera de la región mejoraría el crecimiento y el desarrollo de la misma.

En segundo lugar, si bien varios países muestran correlaciones elevadas de los componentes del sistema financiero y el PIB, en Argentina y Venezuela la situación es diferente. En el caso de Argentina, la correlación del PIB con los activos bancarios es baja en relación a Latinoamérica y a los otros países, pero si observamos las correlaciones con la capitalización bursátil y los bonos, no alcanzan el 15%, situación que no se repite en ningún otro país. En el caso de Venezuela, si bien los activos bancarios y los bonos están correlacionados positivamente y su correlación es significativa, la capitalización bursátil está correlacionada negativamente con el PIB, situación que no se presenta en ningún otro país.

Tabla 4. Correlaciones PIB-Indicadores financieros

	AB	CB	Bonos
Latinoamérica	,993**	,964**	,981**
Argentina	,770**	,114	,127
Brasil	,963**	,918**	,974**
Chile	,992**	,988**	,922**
Colombia	,992**	,966**	,902**
México	,971**	,839**	,983**
Perú	,883**	,929**	,935**
Venezuela	,934**	-,641**	,936**

** *La correlación es significativa al nivel 0,01 (bilateral).*

Para analizar la relación que existe entre la estructura del sistema financiero y las correlaciones de las variables consideramos dos indicadores: los activos bancarios y la capitalización bursátil, ya que estas variables son las que determinan la estructura financiera. En primer lugar, se observa que el sector bancario presenta una mayor correlación que el mercado de capitales en la mayoría de los países. Este resultado se puede analizar desde dos vertientes. Una de ellas es suponer que un mayor crecimiento económico mejora el sistema financiero, como así lo demuestran numerosos estudios empíricos. En este caso, el resultado del análisis nos muestra que en Latinoamérica el crecimiento de la economía promueve el desarrollo del sector bancario más que el mercado de capitales. Si invertimos la relación de causalidad, es decir, un mayor desarrollo del sistema financiero promueve el crecimiento de la economía, entonces podríamos concluir que tiene mayor incidencia el sector bancario que el mercado de capitales sobre el crecimiento de la economía.

Esta situación reafirma las conclusiones de los defensores de los sistemas basados en bancos, Gerschenkron 1962; Stiglitz 1985; Levine y Schmukler, 2006; entre otros, quienes argumentan que los sistemas basados en bancos son mejores para el crecimiento de una economía. En relación al nivel de desarrollo de la economía, este resultado concuerda con el de aquellos autores que afirman que en los países emergentes el sector bancario es el que puede financiar la actividad económica más eficientemente que el mercado de capitales, ya sea por los problemas de información asimétrica, debilidad en las instituciones o imperfecciones del mismo mercado de capitales (Beck y Levine, 2000).

6. CONCLUSIONES

El objetivo de este trabajo es analizar la relación que existe entre el desarrollo del sistema financiero y el crecimiento en los países de Latinoamérica. En primer lugar, pudimos evidenciar la elevada correlación que existe entre los distintos indicadores del sistema financiero y el PIB. Comprobamos en este sentido que, a nivel región el grado de correlación es mayor que a nivel país en la mayoría de los casos. Este resultado permite observar que al agregar países se podría estar sobreestimando la relación entre crecimiento económico y desarrollo financiero, a la vez que se plantea la hipótesis de que una integración financiera de la región favorecería su crecimiento.

Se pudo observar que, mientras que en Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, las correlaciones entre las distintas componentes del sistema financiero y el PIB son elevadas, en Argentina la correlación entre el mercado bursátil y el mercado de bonos con el PIB no es significativa. Además, en este país, la correlación entre los activos bancarios y el PIB, se encuentra muy por debajo del mismo coeficiente a nivel región. Venezuela es otro caso particular dentro de Latinoamérica, ya que la capitalización bursátil muestra una relación negativa con respecto al PIB. Esta situación evidencia los errores que supone agregar los resultados por regiones sin considerar las características particulares de cada país.

En segundo lugar, comprobamos que en la mayoría de las economías latinoamericanas es el sector bancario el que presenta una mayor correlación con el crecimiento de la economía, independientemente de la estructura financiera de cada país. Sin embargo, somos conscientes de que el ratio utilizado para distinguir entre sistemas basados en bancos y en mercados es limitado.

A pesar de que las correlaciones son mayores en el caso del sector bancario que en el de mercado, consideramos que se debe apuntar a la mejora conjunta del mercado de capitales y del sector bancario. Todo esto, sin dejar de mencionar que el desarrollo del mercado de capitales en los países emergentes debe ir acompañado por un desarrollo de las instituciones y por una mayor transparencia y esfuerzo para superar las imperfecciones de este mercado, es decir una legislación acorde con un mercado desarrollado. En cualquier caso, la última crisis en el sistema financiero de las economías desarrolladas nos demuestra que la falta de condiciones de transparencia e información no solo es una cuestión a resolver en las economías emergentes.

NOTAS

¹ Este trabajo forma parte de los resultados de las acciones integradas en el marco del Programa de Cooperación Interuniversitaria e Investigación Científica en España e Iberoamérica, financiado por la Agencia Española de Cooperación Internacional para el Desarrollo (AECID).

BIBLIOGRAFÍA

- ALLEN, F., BARTILORO, L. y KOWALEWSKI, O. (2006): The Financial System of the EU, *Working Paper*, No 05-44, Wharton Financial Institutions Center, University of Pennsylvania.
- ARESTIS, P., LUINTEL, A., y LUINTEL, K. (2004): Does Financial Structure Matter?. *Money Macro and Finance, Economics Working Paper Archive*, No 399, The Levy Economics Institute.
- ATJE, R., y JOVANOVIC, B. (1993): Stock Markets and Development, *European Economic Review* 37, pp. 632-640.
- BECK, T., DEMIRGUC-KUNT, A., LEVINE, R. y MAKSIMOVIC, V. (2004): *Financial Structure and Economic Development: Firm, Industry, and Country Evidence*, en *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*, (eds) Asli Demirguc-Kunt and Ross Levine. Cambridge. MIT Press.
- BECK, T., DEMIRGUC-KUNT, A. y V. MAKSIMOVIC, V. (2005): Financial and Legal Constraints to Firm Growth: Does Firm Size Matter?, *Journal of Finance*, pp. 137-177.
- BECK, T. y LEVINE, R. (2002): Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market or Bank-Based System Matter?, *Journal of Financial Economics*, 64, pp. 147-180.
- LEVINE, R., LOAYZA, N. y BECK, T. (2000): Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes, *Journal of Monetary Economics* 46(1): pp. 31-77
- BLACK, S.W. y MOERSCH, M (1998): *Competition and convergence in financial markets: The german and anglo-american models*, S.W. Black and M. Moersch, (eds) North-Holland, Amsterdam.
- BOOT, A.W.A., GREENBAUM, S.J., y THAKOR, A. (1993): Reputation and Discretion in Financial Contracting, *American Economic Review*, 83, pp. 1165-1183.
- BORENSZTEIN, E., EICHENGREEN, B., y PANIZZA, U. (2006): Debt Instruments and Policies in the New Millennium: New Markets and New Opportunities, *Working Paper*, 558. Research Department, Inter-American Development Bank. Washington DC.
- CAMERON, R., CRISP, O., PATRICK, H. y RICHARD, T. (1967): *Banking in the Early Stages of Industrialization: A Study in Comparative Economic History*. New York: Oxford University Press.
- CARLIN, W. y MAYER, C. (2003): Finance, Investment, and Growth, *Journal of Financial Economics*, 69 (1) pp. 191-226.
- CUENIN F. y BUSSO, M. (2000): La transformación del sistema financiero argentino. Concentración bancaria, eficiencia y financiamiento, *Cuadernos de Economía*, 53. Ministerio de Economía de la Provincia de Buenos Aires.
- DE GREGORIO, J. y GUIDOTTI, P. (1995): Financial Development and economic Growth, *World Development*, No. 23.
- DEMIRGUC-KUNT, A. y LEVINE, R. (2001): *Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons*, en *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*, Demirguc-Kunt, A.; Levine, R. (eds.), Cambridge MA: MIT Press.
- DEMIRGUC-KUNT, A.; y MAKSIMOVIC, V. (1998): Law, Finance, and Firm Growth, *Journal of Finance*, 53(6), pp. 2107-2137.
- GERSCHENKRON, A. (1962): *Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays*. Cambridge. MA: Harvard University Press.

- GOLDSMITH, R. (1969): *Financial Structure and Development*. New Haven, CT, Yale University Press.
- HIMMELBERG, CP. GLENN, HR. y LOVE, I. (2002): Investor protection, ownership, and the cost of capital, *Policy Research Working Paper Series*, 2834. Banco Mundial.
- IMF (2009): Global Financial Stability Report (October 2009)
- KING, R. y LEVINE, R. (1993a): Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right, *Quarterly Journal of Economics* 108(3), pp. 717-38.
- KING, R. y LEVINE, R. (1993b): Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence, *Journal of Monetary Economics*, 32(3) pp. 513-42.
- LA PORTA, R., LÓPEZ-DE-SILANES, F. y SHLEIFER, A. (1997). Legal determinants of external finance, *Journal of Finance*, 52, pp. 1131-1150.
- LA PORTA, R., LÓPEZ-DE-SILANES, F. y SHLEIFER, A. (1998): Law and finance, *Journal of Political Economy*, 106, pp. 1113-1155.
- LA PORTA, R., LÓPEZ-DE-SILANES, F. y SHLEIFER, A. (2002): Government Ownership of Banks, *Journal of Finance*, 57 pp. 265-301.
- LEVINE, R. (1997): Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, *Journal of Economic Literature*, 35 (2), pp. 688-726.
- LEVINE, R. (2000): Bank Concentration: Chile and International Comparisons, *Working Papers Central Bank of Chile*, 62. Central Bank of Chile.
- LEVINE, R. y SCHMUKLER, S.L. (2006): Internationalization and Stock Market Liquidity, *Review of Finance* 10(1), pp. 153-87.
- LEVINE, R. y ZERVOS, S. (1998): Stock Markets, Banks, and Economic Growth, *American Economic Review*, 88, pp. 537-558.
- MCKINNON, R.I. (1973): *Money and Capital in Economic Development*. Washington D.C. The Brookings Institution.
- MERTON, RC. y BODIE, Z. (1995): A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment, *Working Paper*, No. 95-062. Harvard Business School
- RAJAN, R. (1992): Insiders and Outsiders: The Choice Between Informed and Arms Length Debt, *Journal of Finance* 47(4), pp. 1367-1400.
- RAJAN, R.G. y ZINGALES, L. (1995): What do we know about capital structure? Some Evidence from International Data, *Journal of Finance*, 51(5), pp. 1421-1460.
- RAJAN, R.G. y ZINGALES, L. (1998): Financial Dependence And Growth, *American Economic Review*, 88 (3), pp. 559-586.
- ROJAS-SUÁREZ, L. y WEISBROD, SR. (1994): Financial Market Fragilities in Latin America: From Banking Crisis Resolution to Current Policy Challenges, *Working Papers*, No. 94/117. Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.
- ROUSSEAU, P.L. y WACHTEL, P. (1998): Financial Intermediation and Economic Performance: Historical Evidence from Five Industrialized Countries, *Journal of Money, Credit and Banking*, 30,(4), pp. 657-78.
- SCHUMPETER, J.A. (1912): *Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung*. Leipzig: Dunker & Humblot. *The Theory of Economic Development, 1912*. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1934.
- SHLEIFER, A. y SUMMERS, L. (1988): Breach of trust in hostile takeovers, *NBER Working Paper Series*, No 2342. National Bureau of Economic Research.
- STIGLITZ, J.E. (1985): Credit Markets and the Control of Capital, *Journal of Money, Credit, and Banking* 17 (1), pp.133-152.
- SYLLA, R. y WRIGHT, RE. (2004): Networks and History's Generalizations: Comparing the Financial Systems of Germany, Japan, Great Britain, and the United States of America, Business History Conference, 2004
- TADESSE, S. (2002): Financial Architecture and Economic Performance: International Evidence, *Journal of Financial Intermediation*, 11, p.429-454.
- VITOLS, S. (2002): The Transition from Banks to Markets in the German and Japanese Financial Systems, *WZB Discussion Paper* No. 02 - 901.
- WEINSTEIN, D.E. y YAFEH, Y. (1998): On the Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan, *Journal of Finance*, 53(2), pp. 635-672.