

DESARROLLO FINANCIERO, RIQUEZA Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

Ana Isabel Fernández Álvarez ¹ y Francisco González ²

1. Introducción

La contribución del nivel de desarrollo del sistema financiero al crecimiento económico ha centrado el interés de la literatura económica hasta llegar a confirmar empíricamente utilizando datos internacionales que un mayor desarrollo del sistema financiero favorece el crecimiento. El efecto positivo del desarrollo financiero sobre el crecimiento económico tiene su origen en la disminución de los costes de transacción, de los problemas de selección adversa y de riesgo moral, lo que facilita una mejor identificación de las oportunidades de inversión, la movilización del ahorro, la toma de riesgos y el control corporativo.

Desde el trabajo seminal de GOLDSMITH (1969), los diferentes estudios han refinado la metodología para controlar la causalidad de la relación, han incrementado el número de países incluidos en las muestras y las variables de control, pero todos coinciden en señalar que un sistema financiero desarrollado, en términos del conjunto de contratos, mercados e intermediarios, favorece el crecimiento económico y contribuye al bienestar social. Esta conclusión es obtenida tanto cuando se estudian los datos agregados a nivel de país (KING y LEVINE, 1993; LEVINE y ZERVOS, 1998) como en los análisis a nivel de sector industrial (RAJAN y ZINGALES, 1998; BECK y LEVINE 2002; CARLIN y MAYER, 2003; CLAESSENS y LAEVEN, 2003) y también en los análisis de empresas individuales (DEMIRGÜC-KUNT y MAKSIMOVIC, 1998, 1999, 2002; LEVINE *et al.*, 2000).

Establecida la importancia del desarrollo financiero sobre el crecimiento económico, diferentes estudios han analizado los factores que favorecen dicho desarrollo basándose en un cuerpo importante de la literatura más reciente que apunta hacia las características legales e institucionales como uno de los principales determinantes de la estructura y desarrollo financiero de los países (LEVINE *et al.*, 2000; BECK y LEVINE, 2002; DEMIRGÜC-KUNT y MAKSIMOVIC, 2002; TADESSE, 2002; ERGUNGOR, 2004). Los resultados de estos trabajos muestran que, más allá del peso relativo de los bancos o de los mercados, son las características de la regulación bancaria y del sistema legal (la protección de los derechos de los accionistas minoritarios y de los acreedores) e institucional del país (la capacidad para hacer cumplir los contratos y la transparencia informativa basada en el desarrollo de los sistemas contables y de auditoría) los motores del desarrollo del sistema financiero.

1 Catedrática de Economía Financiera de la Universidad de Oviedo.

2 Profesor Titular de Economía Financiera de la Universidad de Oviedo.

En este trabajo presentamos una síntesis del estado de la cuestión mostrando la relevancia que tienen para el crecimiento económico las funciones de gestión y reparto de riesgos, de asignación de capital, y de control corporativo que realiza el sistema financiero. Asimismo, en nuestro trabajo se refleja cómo la habilidad, en diferentes entornos y países de los mercados e intermediarios financieros, para reducir asimetrías informativas, conflictos de intereses y costes de transacción está en el origen de las diferencias en las prestaciones y en el nivel de desarrollo financiero así como también de las diferencias en el nivel de crecimiento de las economías.

2. El papel del sistema financiero en la economía

El grado de eficiencia logrado por el sistema financiero en el desempeño de sus funciones es tanto mayor cuanto más elevado sea el flujo de recursos de ahorro generado y dirigido hacia la inversión productiva y cuanto mejor se adapte a las preferencias individuales. La teoría financiera ha documentado la relación entre la existencia de costes asociados a la adquisición de información y a la realización de transacciones con la creación de incentivos para que en la economía surjan tanto los mercados financieros como particularmente las instituciones. De esta manera, mercados e instituciones, cumplen su función primordial: facilitar la asignación eficiente de los recursos en el tiempo y el espacio en un entorno incierto.

Específicamente 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.

Estas funciones básicas del sistema financiero pueden afectar al crecimiento económico a través de dos canales: la acumulación de capital y la innovación tecnológica. El sistema financiero afecta a la acumulación de capital, bien alterando la tasa de ahorro, o bien reasignando los ahorros entre diferentes tecnologías productoras de capital. Por lo que se refiere a la innovación tecnológica, el sistema financiero influye sobre las posibilidades de financiar innovaciones en procesos productivos y en nuevos productos que incrementen la productividad y, en última instancia, el crecimiento económico.

2.1. Movilización del ahorro

Movilizar el ahorro implica la acumulación de capital desde los ahorradores últimos hacia las oportunidades de inversión. Sin acceso a múltiples inversores, muchos procesos productivos se verían restringidos a economías de escala ineficientes. De manera que los sistemas



financieros que son más eficientes en la transformación de los ahorros de los individuos son los que más profundamente afectan al desarrollo económico al permitir la adopción de las mejoras tecnológicas. Además de facilitar y movilizar los ahorros, y, por lo tanto, expandir el conjunto de tecnologías de producción disponibles en una economía, los acuerdos financieros que rebajan los costes de transacción pueden promover la especialización, la innovación tecnológica y el crecimiento. El factor crítico para este propósito es que realmente el sistema financiero pueda promover la especialización, puesto que cada transacción es costosa; los acuerdos financieros que rebajan los costes de transacción facilitan y permiten la especialización. De esta manera los mercados que promueven los intercambios animan las ganancias de productividad.

2.2. Intercambio y diversificación del riesgo

En presencia de problemas de información y costes de transacción, los mercados y las instituciones ayudan a la gestión del riesgo de liquidez y del riesgo específico de las inversiones. La dificultad para financiar inversiones con plazos largos de recuperación se reduce con la existencia de mercados secundarios en los que los inversores pueden hacer líquidas sus inversiones y con la existencia de intermediarios financieros que convierten depósitos a corto plazo en créditos a medio y largo plazo. Esta capacidad de los mercados e intermediarios para reducir el riesgo de liquidez permiten movilizar el ahorro hacia inversiones rentables pero con plazos largos de recuperación, y acelerar así el crecimiento económico.

Además de reducir el riesgo de liquidez, el sistema financiero también permite disminuir el riesgo específico de los títulos emitidos por las empresas a través de la diversificación de las carteras de los inversores, y así orientar la asignación de fondos de la economía hacia inversiones arriesgadas con mayores rentabilidades esperadas y aumentar el crecimiento económico a través de una mayor tasa de innovación tecnológica.

2.3. Asignación de recursos

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 ello, altos costes de información pueden alejar el capital de sus mejores alternativas, de forma que estos costes crean incentivos para que surjan los intermediarios y los mercados financieros. La habilidad del sistema financiero para adquirir y procesar la información puede tener importantes implicaciones sobre el crecimiento económico al permitir identificar las mejores tecnologías de producción y los mejores emprendedores, lo que permite no sólo una mayor acumulación de capital, sino también un incremento de la innovación tecnológica.

2.4. Control corporativo

Además de reducir los costes *ex-ante* de adquirir información sobre la calidad de las inversiones de la empresa, la estructura financiera pueden también mitigar los costes asociados a los problemas de información *ex-post*, después de haber financiado la actividad. La ausencia de acuerdos financieros que impulsan el control corporativo puede impedir la movilización de los ahorros y apartar el capital de inversiones rentables y del crecimiento a largo plazo. En este contexto, la función de supervisión que realizan los mercados financieros al posibilitar tomas de control y la realización de contratos que vinculen la remuneración directiva a la cotización de los títulos, junto con la supervisión realizada por los intermediarios financieros, facilita la toma de decisiones eficientes de los gestores en presencia de separación entre la propiedad y la gestión de la empresa. La reducción de comportamientos oportunistas de los directivos a través del control del mercado y de la supervisión de los intermediarios resulta necesaria para facilitar la aportación de fondos por pequeños inversores que no ejercen un control individual en la toma de decisiones de la empresa y permite no sólo ampliar el volumen de fondos captados e incrementar el *stock* de capital, sino también aumentar los fondos disponibles a largo plazo por las empresas al reducir la posibilidad de que los mismos sean apropiados por los gestores de la empresa. Además, el control corporativo realizado por mercados e intermediarios financieros contribuye también a hacer posible la diversificación de riesgos al permitir que los inversores puedan aportar fondos sin tener que hacer un seguimiento del uso de los mismos, y está, por tanto, positivamente relacionada con la tasa de innovación tecnológica y la productividad de la economía.

En definitiva y aunque la estructura financiera, esto es, el *mix* de contratos financieros, mercados e instituciones, varía entre países y cambia a medida que los países se desarrollan, sin embargo no tenemos suficiente y rigurosa investigación sobre la emergencia, el desarrollo e implicaciones financieras de diferentes estructuras financieras, no tenemos adecuadas teorías sobre las razones por las que surgen diferentes estructuras financieras o por qué éstas cambian en el tiempo. La evidencia apunta a que las diferencias en la tradición legal y en la dotación de recursos de las economías, que producen diferentes estructuras políticas e institucionales, deben ser elementos incorporados en los modelos de desarrollo financiero.

3. El nivel de desarrollo financiero y el crecimiento de la economía, del sector y de la empresa

La evidencia procedente de las comparaciones entre las economías de diferentes países muestra que la estructura financiera afecta al crecimiento de los sectores y de las empresas, y que, por tanto, el funcionamiento del sistema financiero está unido al crecimiento económico. Países con mayores niveles de desarrollo de los sistemas financieros,



con intermediarios y mercados de valores más activos, crecen a un ritmo más rápido en el tiempo, incluso después de controlar por otros factores subyacentes en el crecimiento económico (LEVINE, 1997).

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. Sin embargo, 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 en 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.

Cuestiones todas ellas que 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 seleccionados³ y los indicadores de crecimiento⁴ 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. Cuatro hallazgos básicos emergen de estos estudios que concluyen el efecto positivo del desarrollo del sistema financiero sobre el crecimiento económico y se concretan en que a medida que los países incrementan su nivel de desarrollo económico: 1) los intermediarios financieros se hacen más grandes, medidos por el total de activos en relación al PIB; 2) los bancos crecen más en relación a los bancos centrales en la asignación de recursos; 3) los intermediarios no bancarios -compañías de seguros, fondos de inversión, fondos de pensiones- crecen en importancia y 4) los mercados de valores son mayores, medidos por la capitalización bursátil en relación al PIB, y más líquidos.

3 Los indicadores de desarrollo financiero utilizados en los diferentes estudios son de una parte el tamaño del sistema financiero, la liquidez proporcionada por los mercados, la capitalización bursátil, el porcentaje del crédito total de la economía que está disponible para el sector privado y la propiedad pública de los bancos e intermediarios.

4 Entre los indicadores de crecimiento más recurrentemente utilizados en los estudios están el PIB, el PIB *per cápita*, el crecimiento de los activos empresariales, el porcentaje de activos tangibles versus intangibles, y el desarrollo de las instituciones y regulaciones.

Sin embargo, los estudios referidos hasta este momento, aunque muestran un efecto positivo del desarrollo financiero sobre el crecimiento económico, no descartan causalidad en sentido contrario. Y es que el nivel de desarrollo financiero puede predecir el crecimiento simplemente porque el sistema financiero se desarrolla en anticipación del crecimiento económico futuro. Además, diferencias en los sistemas políticos, legales o institucionales pueden estar conduciendo ambos crecimientos, evidencia por otra parte que se obtiene en los trabajos de LA PORTA *et al.*, (1998). Un reciente trabajo de LEVINE *et al.*, (2000) aborda directamente el análisis de la causalidad utilizando una metodología econométrica⁵ que permite examinar si el componente exógeno del desarrollo de los intermediarios financieros influye sobre el crecimiento económico, a la vez que se proporciona evidencia sobre los determinantes del desarrollo financiero. Los datos muestran que el vínculo positivo entre finanzas y crecimiento no es sólo debido a que el crecimiento promueve el desarrollo financiero, sino que esta relación, al menos parcialmente, viene explicada por el efecto positivo y significativo del componente exógeno del desarrollo financiero sobre el crecimiento económico. Los resultados muestran que el impacto es importante en términos económicos ya que, por ejemplo, con la muestra utilizada se obtiene que si Argentina hubiese disfrutado de un nivel de desarrollo financiero similar a la media de un país desarrollado, en el periodo 1960-95, habría experimentado un crecimiento del PIB *per cápita* de un punto porcentual superior por año durante ese mismo periodo.

3.1. El crecimiento sectorial y de la empresa

La literatura sobre finanzas corporativas sugiere que las imperfecciones de mercado causadas por los conflictos de interés y las asimetrías informativas restringen la habilidad de las empresas para conseguir financiación externa y a largo plazo que les permita realizar sus proyectos de inversión. RAJAN y ZINGALES (1998) extienden el análisis sobre las causas de las relaciones entre el desarrollo financiero y el crecimiento y encuentran que sectores que dependen fuertemente de financiación externa crecen comparativamente más rápido en países con intermediarios y mercados bien desarrollados, respecto a lo que ocurre en países que tienen sistemas financieros más débiles. Este resultado confirma la utilidad del sistema financiero para disminuir el coste de la financiación externa al minorar las asimetrías informativas *ex-ante* y *ex-post* que existen entre aportantes de fondos y gestores sobre la calidad de las inversiones y el comportamiento de éstos últimos.

5 La estimación se realiza utilizando un panel de datos que presenta varias ventajas sobre una estimación de corte transversal. La estimación dinámica realizada permite tener en cuenta cómo el desarrollo financiero a lo largo del tiempo puede tener un efecto sobre el crecimiento. Además, en un panel se es capaz de controlar por la endogeneidad potencial de todas las variables explicativas y por los factores específicos de un país mientras que en análisis de corte transversal sólo se controla por la endogeneidad del desarrollo financiero.



DEMIRGÜC-KUNT y MAKSIMOVIC (1998, 1999) comparan empresas en países desarrollados y en vías de desarrollo, concluyendo que las mayores diferencias se manifiestan en la provisión de financiación externa a largo plazo. Además, su investigación les permite identificar las características específicas del sistema legal e institucional que pueden asociarse con estas diferencias. A partir de una muestra de treinta países calculan una tasa a la cual cada empresa puede crecer si depende exclusivamente de su capacidad de retención de beneficios (crecimiento sostenible) para mostrar que la proporción de empresas que crecen a una tasa que excede su tasa de crecimiento sostenible está asociada, en cada país, con características específicas del sistema financiero y del entorno legal e institucional. Las empresas en países con un mercado de capitales activo y altas tasas de cumplimiento de las normas legales son capaces de obtener fondos externos y crecer más rápido. Adicionalmente sus resultados también presentan indicios de que el tamaño y el nivel de actividad del mercado de capitales son importantes para movilizar la financiación. Además, el rendimiento sobre el capital es menor en países con mercados activos y sistemas legales que cuidan el cumplimiento de los compromisos contraídos, y, por lo tanto, este hecho es un indicador de que instituciones más desarrolladas permiten no solo crecer al potenciar la financiación externa, sino también reduciendo los costes a los que se enfrentan las empresas y de ahí los rendimientos requeridos.

La calidad del sistema legal y el desarrollo de los mercados e intermediarios financieros están también positivamente relacionados con la proporción de activos empresariales financiados a largo plazo (DEMIRGÜC-KUNT y MAKSIMOVIC, 1999). Concretamente, se observa que las empresas de mayor tamaño tienen una mayor proporción de deuda a largo plazo y que la misma tiene un mayor vencimiento cuanto mayor sea la calidad del sistema legal y cuanto más activo sea el mercado de capitales. Sin embargo, las empresas más pequeñas obtienen una mayor financiación a largo plazo y con mayor vencimiento cuanto mayor sea la calidad del entorno legal y cuanto más desarrollados estén los intermediarios financieros. Por tanto, ambos resultados sugieren que un mayor desarrollo financiero y un adecuado entorno legal facilitan la financiación de inversiones a largo plazo y que el papel relativo del mercado de capitales y de los intermediarios financieros está asociado al tamaño de las empresas. La importancia del sistema legal para facilitar los contratos a largo plazo entre acreedores y empresas radica en su capacidad para controlar el comportamiento oportunista de los internos a través del establecimiento y ejecución de las sanciones oportunas en caso de incumplimiento de los contratos.

Además de incrementar la disponibilidad de fondos externos, sobre todo a largo plazo, y por tanto permitir aumentar la inversión de las empresas, un mayor desarrollo financiero también afecta al tipo de activos que se pueden financiar al facilitar la financiación de activos intangibles. La evidencia empírica proporcionada por CLAESSENS y LAEVEN (2003) al analizar datos de sectores industriales de 44 países muestra que aquellos países con un mayor desarrollo financiero canalizan más fondos a industrias intensivas en investigación y desarrollo y activos intangibles, que se traduce en mayores tasas de crecimiento del valor añadido y del número de empresas en estos sectores, y en un mayor crecimiento del PIB *per cápita* del país.

La capacidad del sistema financiero para financiar la innovación tecnológica y activos intangibles aparece nuevamente relacionada con la calidad del sistema legal y su capacidad para garantizar la definición de los derechos de propiedad y el cumplimiento de los contratos. Una buena definición de los derechos de propiedad son una condición necesaria para garantizar a los propietarios de los activos intangibles la percepción de las rentas derivadas de los mismos. Mientras que la apropiabilidad de los rendimientos de los activos tangibles por sus propietarios es más fácil de garantizar y no depende tanto de la calidad del sistema legal, la posibilidad de que empleados, competidores o internos expropien los rendimientos a los propietarios de los activos intangibles, como patentes y marcas, aumenta con la debilidad del sistema legal del país. Por este motivo, en sistemas financieros poco desarrollados y con entornos legales de mala calidad resultará difícil obtener fondos para financiar activos intangibles y será mayor el peso de los activos físicos.

La evidencia aportada por los trabajos empíricos mencionados sugiere que un sistema financiero efectivo es importante porque mercados e intermediarios bien desarrollados sirven como fuentes directas de capital y como mecanismo para asegurar que los inversores tengan acceso a la información sobre las actividades de la empresa y por lo tanto facilitan el acceso a la financiación externa a largo plazo. Se produce además un efecto indirecto, al aumentar el total de *stock* de capital en la economía y el nivel de competencia en los mercados de productos.

4. El papel de la regulación y las instituciones sobre el desarrollo financiero y el crecimiento

Reconocida a partir de la evidencia teórica y empírica, la importancia del desarrollo financiero para el crecimiento económico, la cuestión que surge es: ¿cómo favorecer un mayor desarrollo financiero? Una creciente y reciente literatura ha señalado a la calidad del entorno legal e institucional como uno de los principales determinantes del desarrollo tanto de los bancos como de los mercados financieros (LA PORTA *et al.*, 1998, BECK y LEVINE, 2002, DEMIRGÜC-KUNT y MAKSIMOVIC, 2002, TADESSE, 2002, ERGUNGOR, 2004)⁶. Y en efecto, un sistema legal efectivo es importante porque ayuda tanto a intermediarios como a mercados a desarrollar sus funciones. Las empresas que deseen obtener financiación a largo plazo deben ser capaces de controlar el comportamiento oportunista de los internos, y un sistema legal efectivo que impida estos comportamientos e imponga las compensaciones oportunas a las infracciones, facilita los contratos a largo plazo entre acreedores y empresa. Como se ha señalado anteriormente, un sistema legal de calidad también resulta necesario para impedir la expropiación de rentas derivadas de los activos intangibles y facilitar así la inversión en actividades innovadoras.

6 Los estudios empíricos generalmente concluyen que la orientación a los bancos o al mercado del sistema financiero no influye después de controlar por la calidad del entorno legal e institucional del país y que es este último el determinante tanto de la estructura financiera como del nivel de desarrollo financiero en el país (BECK y LEVINE, 2002; LEVINE, 2002; DEMIRGÜC-KUNT y MAKSIMOVIC, 2002).



Respecto al desarrollo de los intermediarios bancarios, un reciente trabajo de BARTH *et al.*, (2004) analiza en una muestra de 101 países de qué forma las características de la regulación bancaria afectan al funcionamiento de los bancos, para concluir que la restricción de las actividades que los bancos pueden realizar fuera de su negocio tradicional de créditos y de depósitos (seguros, sector inmobiliario o toma de participaciones industriales) y el establecimiento de barreras a la entrada de la banca extranjera tienen consecuencias negativas sobre el desarrollo y eficiencia de los sistemas bancarios nacionales. Junto a la influencia de regulación bancaria, las características del entorno legal e institucional del país también aparecen como determinantes de la contribución de los intermediarios financieros al crecimiento económico. Así, el desarrollo de los bancos es mayor en aquellos países con legislaciones protectoras de los derechos de los acreedores y que dificulten la expropiación de los fondos de los acreedores por parte de los accionistas (LEVINE, 1998, 1999). Además, como la protección efectiva de los derechos de los acreedores no sólo requiere un reconocimiento de los mismos en la legislación, sino también la eficacia del sistema judicial para hacer cumplir los derechos reconocidos a los mismos por las leyes, se ha comprobado que el desarrollo de los intermediarios financieros aumenta con la calidad en el funcionamiento de los tribunales para resolver conflictos (LA PORTA *et al.*, 1998). En tercer lugar, una menor protección de los derechos de los accionistas minoritarios al dificultar la dispersión de la propiedad accionarial favorece que sean los intermediarios quienes actúen como proveedores de fondos a la empresa (LA PORTA *et al.*, 1999).

Por lo que se refiere a las características legales e institucionales que favorecen un mayor desarrollo de los mercados y también un mayor crecimiento económico, podemos referirnos a tres características: 1) la protección de los derechos de los accionistas minoritarios, 2) la eficacia del sistema judicial para garantizar el cumplimiento de las leyes y de los contratos, y 3) la transparencia informativa. La protección de los accionistas minoritarios es una condición necesaria para la aportación de fondos por pequeños ahorradores en empresas en las que no pueden participar de forma activa en sus órganos de control (LA PORTA *et al.*, 1999, ERGUNGOR, 2004). Esta presencia de muchos pequeños aportantes de fondos está en la base del desarrollo de los mercados. Complementando a la protección legal, el desarrollo de los mercados también exige que un adecuado sistema judicial garantice el cumplimiento de los derechos que las leyes reconocen a los accionistas minoritarios (RAJAN y ZINGALES, 1998). En tercer lugar, una mayor transparencia informativa sobre la situación de la empresa, basada en el desarrollo de los sistemas contables y de los requerimientos de auditoría, favorece el desarrollo de los mercados al permitir reducir la asimetría informativa del inversor minoritario y propiciar la aportación directa de fondos a la empresa, en lugar de canalizar los fondos a través de intermediarios financieros que ofrecen un rendimiento más seguro, como se observa en el trabajo empírico de CARLIN y MAYER (2003).

4.1. La integración financiera europea y el crecimiento

El cambio normativo que se ha desarrollado como consecuencia del proceso de unión monetaria europea, con los consiguientes procesos de integración financiera que se han vivido en el marco de la Unión Europea, representa un oportunidad para evaluar los efectos de diferentes regulaciones sobre el papel de los sistemas financieros en el crecimiento económico. Aunque la evidencia empírica disponible no es todavía abundante, un interesante trabajo de ROMERO DE ÁVILA (2003) plantea la hipótesis de que la liberalización de los movimientos de capital y la supresión de los controles sobre los tipos de interés unido a la armonización de las legislaciones bancarias, pueden haber conducido a una mejor asignación de los recursos en el sector bancario europeo, lo que habría contribuido significativamente al aumento del crecimiento y de la inversión. En la medida en que las autoridades europeas han ido introduciendo tales cambios normativos por medio de directivas que se trasladan a las legislaciones nacionales, cualquier correlación positiva entre dichos cambios legales y el aumento del PIB indicaría la existencia de una relación causal que iría desde el desarrollo financiero hacia el crecimiento económico.

Los resultados del trabajo señalado muestran que el proceso de liberalización de los movimientos de capital y la armonización de las legislaciones bancarias nacionales han supuesto importantes beneficios en términos de crecimiento económico. Así, el impacto estimado para la supresión de los controles sobre movimientos de capital es de una quinta parte de la tasa de crecimiento medio del PIB durante el periodo 1996-2001, mientras que la armonización normativa habría aportado al PIB un aumento anual de casi un 1%. Además, estos resultados no se alteran significativamente cuando se incluyen en las estimaciones otros factores de tipo político que podrían haber favorecido el crecimiento económico.

ROMERO DE ÁVILA (2003) también examina en su trabajo los mecanismos a través de los que dichos cambios habrían influido sobre el crecimiento de las economías europeas. La creación del Mercado Único Bancario habría permitido abrir los mercados nacionales, fomentando la actividad transfronteriza y favoreciendo el aumento de la competencia, lo que habría apoyado el crecimiento de la actividad bancaria y habría contribuido a mejorar la eficiencia en la asignación de recursos. El incremento en la actividad de la intermediación financiera y la aparición de mejoras en la calidad y la eficiencia de dicho proceso serían los principales exponentes de los beneficiosos efectos de los cambios normativos. Acompañando estos cambios se ha producido también un fortalecimiento de los mecanismos de supervisión prudencial lo que ha permitido evitar que el aumento de la competencia acabara desestabilizando el sistema financiero. Las evidencias aportadas por el autor revelan que en el caso europeo la adopción de medidas destinadas a favorecer el desarrollo del sistema financiero, apoyando la integración de los mercados y el aumento de la competencia, son capaces de favorecer el crecimiento económico.



5. Conclusiones

El nivel de desarrollo financiero de un país al permitir 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 manejados 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 títulos emitidos por la empresa, y facilitan el control corporativo. La consecuencia es la reducción del coste de la financiación externa, sobre todo de los fondos a largo plazo, y la posibilidad de acometer 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 e 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.

Bibliografía

- BARTH, J. R., CAPRIO, G., LEVINE, R. (2004): “Bank regulation and supervision: What works best?”, *Journal of Financial Intermediation*, 13, pp. 205-248.
- 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.
- CARLIN, W y MAYER, C. (2003). “Finance, investment, and growth”, *Journal of Financial Economics* 69, pp. 191-226.

- CLAESSENS, S. y LAEVEN, L. (2003): "Financial development, property rights, and growth", *The Journal of Finance*, 58, pp. 2401-2436.
- DEMIRGUÇ-KUNT, A. y MAKSIMOVIC, V. (1998): "Law, finance, and firm growth", *The Journal of Finance*, 53, pp.2107-2137.
- DEMIRGUÇ-KUNT, A. y MAKSIMOVIC, V. (1999): "Institutions, financial markets, and firm debt maturity", *Journal of Financial Economics*, 54, pp.295-336.
- DEMIRGUÇ-KUNT, A. y MAKSIMOVIC, V. (2002): "Funding growth in bank-based and market-based financial systems: evidence from firm-level data", *Journal of Financial Economics*, 65, pp. 337-363.
- ERGUNGOR, G. E. (2004): "Market-based Vs. bank- based financial system: Do rights and regulations really matter?", *Journal of Banking and Finance*, 28, pp. 2869-2887.
- GOLDSMITH, R. W. (1969): *Financial Structure and Development*, New Haven, CT: Yale, U. Press.
- KING, R. y LEVINE, R. (1993): "Finance and growth: Schumpeter might be right", *Quarterly Journal of Economics*, 108, pp. 717-737.
- LA PORTA, R., LOPEZ DE SILANES, F., SHLEIFER, A. y VISHNY, W. (1998): "Law and finance", *Journal of Political Economy*, 106, pp.1113-1155.
- LA PORTA, R., LOPEZ DE SILANES, F. y SHLEIFER, A. (1999): "Corporate ownership around the world", *Journal of Finance*, 54, pp.471-517.
- LEVINE, R. (1997): "Financial development and economic growth: views and agenda", *Journal of Economic Literature*, 35, pp.688-726.
- LEVINE, R. (1998): "The legal environment, banks, and long-run economic growth", *Journal of Money, Credit, and Banking* 30, pp. 596-620.
- LEVINE, R. (1999): "Law, finance and economic growth", *Journal of Financial Intermediation*, 8, pp. 8-35.
- LEVINE, R. (2002): "Bank-based or market based financial systems: Which is better?", *Journal of Financial Intermediation*, 11, pp. 398-428.
- LEVINE, R. y ZERVOS, S. (1998): "Stock markets, banks, and economic growth", *American Economic Review*, 88, pp.537-558.
- LEVINE, R., LOAYZA, N. y BECK, T. (2003): "Financial intermediation and growth: causality and causes", *Journal of Monetary Economic*, 46, pp.31-77.
- RAJAN, R.G. y ZINGALES, L. (1998): "Financial dependence and growth", *American Economic Review*, 88, pp.559-586.
- ROMERO DE ÁVILA, D. (2003): "Finance and growth in the EU: New evidence from the liberalisation and harmonisation of the banking industry", *Working Paper n° 266, September, European Central Bank*.
- TADESSE, S. (2002): "Financial architecture and economic performance: International evidence", *Journal of Financial Intermediation*, 11, pp. 429-454.