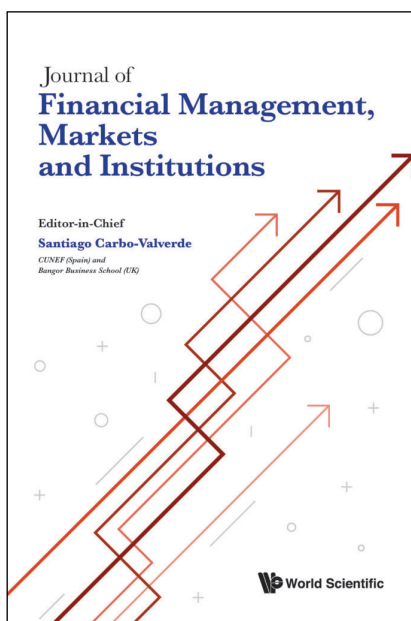


“Finance and growth” Re-visited

Lizethe Méndez-Heras y Steven Ongena

Journal of financial Management, Markets and Institutions

Josue Morales Villa¹



A través de una examinación empírica de la relación entre las finanzas y el crecimiento, en “*Finance and Growth*” Re-visited, la Dra. Lizethe Berenice Méndez Heras²

¹ Egresado de la licenciatura en Economía de la UAM-Iztapalapa y actualmente se desempeña como Ayudante de Investigación en el Área de Teoría Económica de la Licenciatura en Economía de dicha institución. Correo electrónico: jossmo ralesvilla@gmail.com

² El Departamento de Economía de la UAM-Iztapalapa reconoce con esta publicación las aportaciones al estudio del sistema financiero de México de Lizethe Berenice Méndez-Heras, quien obtuvo su doctorado en el Programa de Maestría y Doctorado en Estudios Sociales, Línea Economía Social de dicha institución, presentando la tesis “Crédito

de la banca comercial y su efecto en el bienestar económico de México 2004-2016”. En ésta hace un análisis empírico del efecto de la banca comercial sobre el bienestar de los individuos, partiendo para su medición del Índice de Desarrollo Humano (IDH) estatal de México, con cuya información complementa dos modelos de datos panel. En dicho trabajo encuentra una relación estadísticamente significativa y positiva entre el crédito de la banca comercial y el IDH, con una excepción en uno de los modelos utilizados (el dinámico), en el cual identifica un impacto negativo del primer rezago del crédito sobre el IDH. La relevancia en la mención de su trabajo doctoral radica, entre otras cosas, en el nexo que existe entre éste y el artículo que aquí se resume. Se invita a los lectores interesados a revisar su trabajo doctoral en la liga <http://tesiuami.izt.uam.mx/uam/aspuam/presentatesis.php?recno=22796&docs=UAMII22796.pdf>

y el Dr. Steven Ongena³, publicado en el “*Journal of Financial Management, Markets and Institutions*”⁴, realizan estimaciones econométricas para comprobar si existe una relación entre finanzas y crecimiento económico a partir del uso de datos para 48 países en 20 diferentes periodos entre los años 1980 y 2014.

La coyuntura actual (y principalmente la realidad económica de México) es un buen incentivo a la investigación para comprender otros de los determinantes -con impacto ya sea positivo o negativo- del crecimiento económico. Así, el estudio del papel del sistema financiero (y la propuesta a futuras investigaciones que Meras y Ongena hacen al respecto de su estructura) es un enfoque que se podría percibir como novedoso y con altas expectativas considerando las revisiones de la literatura que los autores realizan en la segunda parte de su artículo.

La investigación para comprender el papel que juega el sistema financiero en el crecimiento económico se basa en el enfoque funcional como en Levine (1997) y Levine (2005), en donde se describen las cinco funciones de los sistemas financieros necesarias para alcanzar el desarrollo financiero: “1) proporcionar información previa sobre posibles inversiones y asignar capital, 2) supervisar las inversiones y ejercer la gobernanza empresarial después de proporcionar financiación, 3) facilitar el comercio, la diversificación y la gestión del riesgo, 4) movilizar y mancomunar el ahorro y 5) facilitar el intercambio de bienes y servicios”.

La función principal y primordial de los sistemas financieros es “facilitar la asignación de recursos, a través del espacio y el tiempo, en un entorno incierto” (Merton & Bodie 1995, pág. 12). Así, cuando en el sistema financiero se produce desarrollo, los instrumentos financieros, los mercados y los intermediarios mejoran: 1) los efectos de la información disponible, 2) la aplicación de la ley y 3) los costos de las transacciones al proporcionar las cinco funciones financieras y cada

³ Steven Ongena es profesor de banca en el Departamento de Banca y Finanzas de la Universidad de Zurich, presidente del Instituto Suizo de Finanzas, profesor de investigación en la Universidad de Lovaina y becario de investigación en economía financiera del CEPR. También es profesor de investigación en el Deutsche Bundesbank. Antes de trasladarse a Zúrich, enseñó en la Universidad Center-Tilburg y en la Escuela Noruega de Negocios BI y estudió en las Universidades de Oregón (doctorado), Alberta (maestría en Artes) y KU Leuven (MBA, Hir).

⁴ El *Journal of Financial Management, Markets and Institutions* es una empresa editorial lanzada en 2011 por la ADEIMF, la Asociación Italiana de Académicos de Economía y Gestión de Instituciones y Mercados Financieros. La revista publica dos números al año, uno en julio y otro en diciembre.

una de ellas promueve las decisiones de ahorro e inversión y, por consiguiente, el crecimiento económico.

Hay otra rama de esta literatura (del crecimiento económico) que explica el impacto de la estructura financiera en el crecimiento económico: la basada en los *bancos* y la basada en el *mercado*. La primera destaca que las estructuras basadas en los bancos son mejores para movilizar el ahorro, identificar buenas inversiones y ejercer un control empresarial sólido, en particular durante las primeras etapas del desarrollo económico y en entornos institucionales débiles en los países. Por otra parte, la visión basada en el mercado destaca las ventajas de los mercados para asignar el capital, proporcionar instrumentos de gestión del riesgo y mitigar los problemas asociados a los bancos excesivamente poderosos (Levine 2005). Beck y otros (2001) llegan a la conclusión de que la estructura financiera (la diferencia entre los sistemas basados en la banca y los basados en el mercado) no es una forma analíticamente útil de distinguir la relación entre las finanzas y el crecimiento económico, y sostienen que los puntos de vista del “*derecho y de las finanzas*” y “*los servicios financieros*” son más útiles para comprender el impacto de las finanzas en el crecimiento económico.

El punto de vista jurídico y financiero, basado en la obra de La Porta y otros (1998), muestra que el origen jurídico nacional influye en gran medida en el entorno jurídico y reglamentario que rige las transacciones del sector financiero. Explican que, en general, las leyes comerciales provienen de dos amplias tradiciones: el derecho común, que es de origen inglés, y el derecho civil, que deriva del derecho romano. Existen tres tipos principales de leyes en los que las leyes comerciales modernas tienen sus bases: 1) en el francés, 2) el alemán y 3) el escandinavo. También sostienen que la calidad de la aplicación de la ley es la más alta en los países de derecho civil escandinavos y alemanes, la siguiente en los países de derecho común y la más baja en los países de derecho civil francés. Por último, sugieren que las tradiciones civiles francesas y alemanas, así como la tradición del derecho consuetudinario (británico) se han extendido por todo el mundo mediante una combinación de conquista, imperialismo, préstamo directo e imitación más sutil. Dado que el origen legal explica las diferencias entre países en el desarrollo de los intermediarios financieros y que el origen legal es (razonablemente) exógeno, Levine y otros (2000) utilizan este conjunto como Variable Instrumental (en adelante “IV” proveniente del inglés Instrumental Variable) para controlar el sesgo de simultaneidad.

Basándose también en los datos de La Porta y otros (1998), la bibliografía empírica suele incluir tres indicadores de los derechos de los inversores externos y el grado de cumplimiento de esos derechos. *Acreedor*, es un índice del grado en que los códigos jurídicos del país protegen las reclamaciones de los acreedores garantizados en caso de reorganización o liquidación de una empresa, y oscila entre 0 y 4. Los autores explican que, para valores más altos de *acreedor*, los inversores externos tienen más derechos en relación con la dirección y otras partes interesadas y, por lo tanto, deberían estar más dispuestos a proporcionar los recursos externos que las empresas necesitan. *Anti-director*, es un índice del grado en que los códigos legales del país protegen los derechos de los accionistas minoritarios, y oscila entre 0 y 6. En las economías con valores más altos de *anti-director*, los accionistas minoritarios están mejor protegidos contra la expropiación por parte de la dirección y los grandes accionistas y, por lo tanto, deberían estar más dispuestos a proporcionar financiación externa a las empresas. Por último, el *estado de derecho*, es una evaluación de la tradición del orden público de un país que va de 10, tradición fuerte del orden público, a 1, tradición débil del orden público. En los países con una tradición de orden público más elevada, los inversionistas externos pueden hacer valer más fácilmente sus reclamaciones y derechos y, por lo tanto, deberían estar más dispuestos a proporcionar financiación externa.

Al respecto de los estudios previos a esta investigación en torno a la relación existente entre Finanzas y Crecimiento Económico, Arcand y otros (2015) utilizan diferentes enfoques empíricos para demostrar que existe una correlación positiva y sólida entre la profundidad financiera (crédito al sector privado) y el crecimiento económico en los países con sectores financieros pequeños e intermedios, pero también que existe un umbral (de alrededor del 80-120% del PIB) a partir del cual la financiación empieza a tener un efecto negativo en el crecimiento económico.

Es importante e interesante observar los efectos de la crisis financiera mundial. Rousseau y Wachtel (2011) utilizan una técnica de regresiones progresivas para investigar la relación entre el nivel de desarrollo financiero y el impacto de las finanzas con regresiones de panel IV para 20 países. Encuentran que la profundización financiera tiene un fuerte impacto en el crecimiento, pero también que los beneficios de la profundización financiera desaparecen en los episodios de crisis.

Modelos y estimaciones

Se realiza una evaluación del impacto del desarrollo financiero en el crecimiento económico a partir de una muestra de 48 países con datos promediados durante el período 1980-2014. Se utiliza el enfoque IV con el TSLS (dos etapas menos cuadradas -por sus siglas en inglés) para estimar la siguiente regresión del crecimiento tomando como punto de partida el modelo entre países de Beck y otros (2001), comenzando con el mismo período de 1980-1995. Luego se mueve el período de 15 años, un año a la vez, hasta el último en que se llega al final del período de muestra; así, se tienen los períodos 1981-1996, 1982-1997, ... y 1999-2014, esto para comprobar la validez de los servicios financieros y las opiniones jurídicas y financieras:

$$\text{Crecimiento}_i = \alpha'X_i + \beta FD_i + \varepsilon_i$$

donde es la tasa de crecimiento anual promedio del PIB real per cápita, es un conjunto de determinantes del crecimiento potencial, es un conjunto de indicadores de desarrollo financiero, y es el término de error.

Se considera que el origen legal (instrumentada como variable *dummy*), el acreedor, el anti-director y el estado de derecho son las IV para el desarrollo financiero para extraer el componente de las finanzas que se define en el sistema legal. La hipótesis nula presentada es que los instrumentos son válidos. Se puede interpretar este resultado como una indicación de que los instrumentos afectan al crecimiento real del PIB per cápita sólo a través de los indicadores de desarrollo financiero (Beck et al. 2001, p. 206)

Para evaluar el impacto del desarrollo financiero en el crecimiento económico en la muestra de 48 países, la variable dependiente es la tasa de crecimiento anual promedio del PIB real per cápita y se utilizan los siguientes cinco indicadores de desarrollo financiero (FD -de las siglas en inglés-):

- (1) La actividad de desarrollo es una medida de la actividad global de los intermediarios y mercados financieros y se define como el registro del producto del crédito privado y el valor del capital comercializado.
- (2) El tamaño del desarrollo es una medida del tamaño global del sector financiero y se define como el registro de la suma del crédito privado y la capitalización del mercado de valores.
- (3) La eficiencia del desarrollo mide la eficiencia de los intermediarios y mercados financieros y se define como el logaritmo de la relación entre el valor del

patrimonio comercializado y los gastos generales.

- (4) Agregado de desarrollo combina las tres medidas anteriores y es, por lo tanto, un indicador de conglomerado de la actividad, el tamaño y la eficiencia del sector financiero y es el primer componente principal de los tres primeros indicadores.
- (5) Variable dummy de Desarrollo es igual a 0 si tanto el crédito privado como el valor del capital comercializado son menores que la media de la muestra y 1 en caso contrario.

Un componente clave de los indicadores de FD es el Crédito Privado, que mide el crédito de los bancos depositarios y otras instituciones financieras al sector privado dividido por el PIB. Levine y otros (2000) explican que unos niveles más altos de Crédito Privado podrían interpretarse como niveles más altos de servicios financieros y, por lo tanto, como un mayor desarrollo de los intermediarios financieros. Con datos, se muestra el promedio del Crédito Privado (% del PIB) desde 1980 hasta 2014. Japón, Suiza y Estados Unidos tienen los niveles más altos de intermediación financiera; mientras que Ghana, Perú y México tienen los más bajos.

Otros elementos importantes para obtener los indicadores FD son el valor total de las acciones negociadas (EST) y la capitalización del mercado de valores (EMC). El primero indica el valor del total de acciones negociadas en la bolsa de valores (tanto nacionales como extranjeras) dividido por el PIB y, el segundo, se define como el valor de las acciones nacionales cotizadas dividido por el PIB.

El último componente para construir el indicador financiero es el de los gastos generales, que es el valor contable de los gastos generales de un banco como parte de sus activos totales. Beck y otros (2010) describen que los niveles más altos de gastos generales indican niveles más bajos de eficiencia bancaria, ya que los bancos aumentan sus costos y hay una mayor diferencia entre los tipos de interés de los préstamos y los depósitos.

Resultados y conclusiones

A partir del análisis de los datos y con las regresiones estimadas, se encuentra que el desarrollo financiero está positivamente correlacionado con el crecimiento económico a largo plazo en casi todos los períodos de la muestra (desde 1980-1995 hasta 1999-2014). Sólo en dos regresiones (de cien), los coeficientes no fueron

estadísticamente significativos (números sin asterisco). También se confirma que los instrumentos afectan al crecimiento real del PIB per cápita sólo a través de los indicadores de desarrollo financiero.

También se encuentra que el acreedor, el anti-director, el estado de derecho y tres *dummies* de origen legal (británico, francés y alemán en relación con el origen escandinavo) eran buenos instrumentos para los indicadores de la estructura financiera. Finalmente, en todas las regresiones, no fue posible rechazar la hipótesis nula de que nuestros instrumentos son válidos.

Así, se arriba a tres conclusiones principales. 1ª, los coeficientes IV muestran que el desarrollo financiero general tiene un efecto positivo en el crecimiento económico durante (casi) todos los 20 períodos (de 1980-1995 a 1999-2014), lo que respalda la opinión de los servicios financieros. 2ª, se confirma que el punto de vista de la legislación y las finanzas es válido en todos nuestros datos de muestra. Y 3ª, los resultados sugieren que el desarrollo financiero es importante para el crecimiento económico, incluso considerando el efecto de la crisis financiera mundial.