

PRESENTACIÓN

En el presente Reporte de Investigación, el profesor José Luis Hernández Mota analiza el vínculo existente entre el desarrollo financiero como un factor que puede provocar una influencia permanente sobre la tasa de crecimiento económico, debido a su grado de complementariedad y sustitutibilidad que presenta con la acumulación de capital y el crecimiento de la productividad factorial.

El reporte consta de tres apartados; en el primero, se presenta la Introducción; en el segundo, se expone sobre el Sistema Financiero y sus Efectos Reales, éste se divide en dos secciones, la primera muestra la Evidencia Teórica y la segunda muestra la evidencia empírica; en el tercero, se desarrollan las conclusiones.

Este trabajo fue desarrollado durante 2013 y es resultado de investigación del Proyecto No. 1014 “El impacto del Gasto Público Productivo sobre la Actividad Económica”.

Atentamente



DRA. MA. BEATRIZ GARCÍA CASTRO
Jefa del Departamento de Economía

REPORTE DE INVESTIGACIÓN

“Los Efectos reales del Desarrollo Financiero sobre el Crecimiento Económico”

Elaborado por:

Dr. José Luis Hernández Mota

UNIVERSIDAD AUTÓNOMA METROPOLITANA,
UNIDAD AZCAPOTZALCO
DIVISIÓN DE CIENCIAS SOCIALES Y
HUMANIDADES
DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA

Abril, 2013

**LOS EFECTOS REALES DEL DESARROLLO FINANCIERO SOBRE EL
CRECIMIENTO ECONÓMICO***

Por

José Luis Hernández Mota

Departamento de Economía

Universidad Autónoma Metropolitana-Azcapotzalco

Av. San Pablo 180, Col. Reynosa-Tamaulipas

02200, Delegación Azcapotzalco, México, D.F.

México

Correo electrónico: jlhm@correo.azc.uam.mx

ABRIL 2013

Resumen

Recientemente ha resurgido el debate por el papel del sistema financiero en el crecimiento económico. En este sentido el presente documento analiza el vínculo existente entre el desarrollo financiero como un factor que puede provocar una influencia permanente sobre la tasa de crecimiento económico, debido a su grado de complementariedad y/o sustitutibilidad que presenta con la acumulación de capital y el crecimiento de la productividad factorial.

Palabras clave: Crecimiento Económico, Sistema Financiero, Acumulación de Capital, Ahorro.

Clasificación JEL: E44, O16, O43.

* Este trabajo forma parte del desarrollo del Proyecto de Investigación *El Impacto del Gasto Público Productivo sobre la Actividad Económica* registrado con el No. 1014 y aprobado en la sesión de Consejo Divisional de la División de Ciencias Sociales y Humanidades de fecha 5 de julio de 2012.

I.- Introducción.

Dados los últimos sucesos ocurridos a partir de la aparición de la Crisis Financiera de 2008, ha resurgido el debate por el papel del sistema financiero en la economía y en su influencia sobre el crecimiento económico. Sin embargo, buena parte de los economistas aún ponen de relieve la importancia de los efectos monetarios en la economía que provoca el sistema financiero por encima de los posibles efectos reales que también pueda provocar, soslayando su papel como factor de crecimiento económico. Así, ha cobrado fuerza la idea de que para lograr éste último, además de tener un marco macroeconómico estable que lo conduzca por una trayectoria sostenida, aplicable tanto para las economías desarrolladas como para las emergentes, es necesario que el gobierno implemente políticas públicas que incidan directamente sobre el sistema financiero. Por tanto, nace así el menú financiero donde el gobierno puede elegir entre permitir el completo desarrollo del sistema financiero o bien reprimirlo. En este último caso, considerando su necesidad de financiamiento a través del crédito barato obtenido de los mercados financieros o bien propiciando la segmentación del sistema financiero en un sistema de mercado, con múltiples participantes, o en sistema concentrado, donde solo las instituciones bancarias pueden fungir como intermediarios financieros, por ejemplo.

Por consecuencia, resulta fundamental para el análisis de los efectos reales que pudiera provocar el sistema financiero en las variables económicas y éstas sobre la senda del crecimiento, que se incluya a dicho sistema como parte fundamental de una estructura económica. En este sentido es importante resaltar la diferencia que existe entre el concepto de inestabilidad estructural y el de inestabilidad dinámica, donde este último suele representar a los desequilibrios de modelos de crecimiento neoclásicos.

En sentido coloquial, la palabra inestabilidad se define cómo “susceptible de cambio”. Esto se aplica a diversidad de factores tales como el clima, el carácter de una persona, determinada situación política, etc. En términos económicos, el concepto adopta dos sentidos diferentes. En primer lugar, cuando hablamos de la inestabilidad de un determinado sistema o variable (consumo, producto, precios, salarios, etc.) intentamos

estudiar la tendencia, que puede ser modificada por una pequeña perturbación hacia una divergencia progresiva desde un determinado nivel (ya sea desde un equilibrio o desde un nivel dado históricamente). En este caso, el foco de la atención es puesto en las propiedades dinámicas del comportamiento de la variable en cuestión en referencia a un determinado estado de equilibrio. Un sistema económico, según esta visión, se supone que tiende a centrarse en un sendero de equilibrio, dentro del cual se mantiene, en ausencia de perturbaciones. Si ocurrieran shocks que lo desplazaran de este sendero ideal se desencadenarían mecanismos de control que contrarrestarían esta desviación y lo llevarían nuevamente a su camino de equilibrio. En cambio, cuando hablamos de estabilidad en las relaciones industriales de una determinada firma o de la estructura financiera de una unidad económica, nos referimos a la probabilidad de que una estructura persista básicamente sin cambios, a pesar de los efectos de una pequeña perturbación. Este es el concepto de inestabilidad estructural, desarrollado entre otros por Delli, Gallegati y Minsky (1994)¹.

A partir de lo anterior se deduce entonces que la inestabilidad dinámica se centra exclusivamente en las propiedades dinámicas del sistema al cual se refiere, donde se dice que un determinado equilibrio es dinámicamente inestable si cuando el sistema es desplazado del equilibrio, él mismo divergirá progresivamente de ese equilibrio. El concepto de inestabilidad estructural, en cambio, está relacionado con las propiedades estructurales del objeto al cual se refiere. Cuando un objeto es estructuralmente inestable nos referimos a que es susceptible de cambiar rápidamente las características cualitativas de su estructura.

¹ Esta idea está en contraste con la postura neoclásica de que los mercados funcionan y que la fuente de crisis financieras, por ejemplo, siempre poseen un carácter exógeno, del tipo de shocks que perturban a un sistema en equilibrio; por lo cual, se plantea la idea de inestabilidad endógena de los sistemas financieros, no sólo producto de la acción de una política pública, particularmente en aquellas economías menos desarrolladas. Sino que también el desarrollo mismo de las innovaciones financieras, con características globales, incrementan la inestabilidad endémica, propia del sistema capitalista, aunque esto también deja abierta la posibilidad de que el disparador de la crisis pueda ser algún evento externo (perturbación exógena). De todas formas debe tenerse en cuenta, a diferencia de la teoría neoclásica, que la fragilidad financiera no es solo consecuencia de accidentes ni de errores de política económica, sino que es la propia economía la que endógenamente desarrolla esta fragilidad y crea estructuras propensas a crisis. De esta forma, las razones por las cuales el shock tiene el poder de generar una crisis, son enfáticamente endógenas. La diferencia radica en que la economía neoclásica supone un sistema dinámico en equilibrio, que puede ser llevado a una crisis por un impulso exógeno, que perturba a este sistema y lo saca de su equilibrio.

De igual manera, si consideramos el consenso acerca de que economías con un sistema financiero desarrollado pueden distribuir sus factores mejor que los menos desarrollados, independientemente de la dotación con la que cuentan, entonces el objetivo del presente trabajo es analizar la relación existente entre el sistema financiero y las variables reales de la economía a lo largo del proceso de crecimiento, analizando las inconsistencias teóricas y empíricas derivadas del modelo de crecimiento neoclásico respecto a la relación entre el sistema financiero y la economía real. En este sentido, cabe mencionar que se considera que los agentes productivos de la economía toman sus decisiones productivas, laborales y de consumo en función de los instrumentos financieros disponibles. Esto implica que la diversificación de los instrumentos financieros tiene interacciones reales en la economía mediante la generación de efectos a escala y/o externalidades, lo que significaría que puede provocar una influencia permanente sobre la tasa de crecimiento consistente con un crecimiento sostenido, además de que puede dar origen a la implementación de una política financiera como parte integrante de una política de desarrollo, abriendo la posibilidad de que mejoras en el sistema financiero contribuya a un proceso de desarrollo.

II.- El Sistema Financiero y sus Efectos Reales.

II.1.- La Evidencia Teórica.

El crecimiento económico neoclásico de largo plazo propuesto por Solow (1956) y Swan (1956), en su versión más simple, postula que la tasa de crecimiento de largo plazo esta influenciada por factores demográficos: crecimiento poblacional, la estructura laboral y el crecimiento de la productividad; los cuales, por su naturaleza, están exógenamente determinados. Por tanto, las únicas políticas que podrían contribuir al crecimiento, son aquellas que afectan el crecimiento poblacional, la eficiencia productiva de la fuerza laboral o la tasa de ahorro. La política macroeconómica convencional en general, y la política financiera en particular, no tienen influencia sobre la evolución del crecimiento.

El modelo de Solow se fundamenta en la utilización de la función producción con rendimientos constantes a escala y en la acumulación de capital, cuya combinación se resume en la ecuación fundamental dada por la expresión:

$$\dot{k} = sAk^\alpha - (n + \delta)k$$

De esta relación, se obtiene la conclusión de que el crecimiento económico tiene causas exógenas. El crecimiento dependerá entonces de la evolución del grado de eficiencia técnica de la economía y del cambio en la relación capital-trabajo. Como la acumulación de capital depende de las decisiones de inversión y éstas de las decisiones de ahorro, conforme las preferencias de los individuos, entonces no hay política pública que pueda incidir sobre dichas decisiones. En consecuencia, los países que tienen altas tasas de ahorro, producto de los gustos y preferencias de los individuos, tenderán a ser más prósperos, pues pueden acumular más capital por trabajador y generar una producción mayor. En cambio, si los países pobres se destacan por un alto índice demográfico, esto provoca que buena parte del ahorro se destine a mantener la relación capital-trabajo y se acumule menos.

Por lo anterior, Solow sugiere que el crecimiento cesa a menos que la tecnología de la producción mejore exponencialmente. Esto significa, en términos de política, que los países deben ahorrar e invertir (condición necesaria) parte de su ingreso nacional para sostener un crecimiento de largo plazo que amplíe el capital para después profundizar en su utilización materializada (condición suficiente), hasta el punto en que el producto marginal del capital sea nulo. Así, los cambios de política que afectan la inversión sólo tienen efectos de nivel más no efectos de crecimiento. Esto significa que la creencia de que aumentando la tasa de ahorro se incrementa el crecimiento económico es errónea, pues la tasa de ahorro no tiene ningún efecto sobre la tasa de crecimiento de estado estacionario: no importa cuál sea el valor de la tasa de ahorro, la economía crecerá al ritmo que requiera la ampliación del capital. Lo que si puede afectar la tasa de ahorro es la tasa de crecimiento de corto plazo y

el nivel de ingreso per cápita en el largo plazo. Esta es la Hipótesis de Convergencia derivada del modelo de Solow².

Los desarrollos de la Teoría del Crecimiento Exógeno se establecieron en el plano de la contabilización del crecimiento y la productividad, aceptando tácitamente los planteamientos teóricos del modelo de Solow, con la finalidad de comprender las fuentes del crecimiento en la producción. Por tanto, a partir de los componentes de la función producción, se estableció un marco para descomponer el crecimiento de la producción en base al crecimiento en el capital, en el trabajo y en el cambio tecnológico, obtenido éste último a partir del residual de la función producción estimada y conocido como *residual de Solow*. Un ejemplo notorio en esta dirección es el trabajo de Mankiw, Romer y Weil (1992), quienes evaluaron las implicaciones empíricas del modelo de Solow observando que su desempeño se ajustaba a la evidencia, sobre todo cuando el modelo se ampliaba para incluir el capital humano, reconociendo que el trabajo en diferentes economías posee diferentes niveles de educación y diferentes habilidades. Aunque la acumulación de capital humano es de la misma forma en que se acumula el capital físico: renunciando al consumo.

Así, se deduce que la producción por trabajador en estado estacionario se determina por la tasa de inversión en insumos privados como capital físico y habilidades, por la tasa de crecimiento de la fuerza laboral y por la productividad de los insumos, por lo que la política pública no puede tener injerencia en estas decisiones individuales. En el mejor de los casos, la intervención pública solo debería promover, en la tradición original de Smith, el mercado externo para aprovechar, por un lado, las economías a escala provocadas por el ensanchamiento del mercado permitiendo que las empresas locales puedan expandirse a través de las exportaciones y, por el otro, el mejoramiento productivo provocado por la

² La hipótesis de Convergencia se fundamenta en lo siguiente: Dada la declinación del producto marginal del capital cuando se acumula éste, ello implica rendimientos decrecientes de la acumulación, sobre todo cuando no hay progreso tecnológico que lo contrarreste, y, por tanto, los países con poca acumulación (pobres) pueden crecer más rápido que los países con mucha acumulación (ricos), conduciendo a la convergencia de los ingresos per cápita. En consecuencia, la política pública sugerida es tratar de incrementar la tasa de ahorro por medio del aumento del ahorro público y/o por medio de incentivos fiscales para incrementar el ahorro privado. Sin embargo, se debe tener en cuenta que el aumento del ahorro nacional resulta en un incremento transitorio en la tasa de crecimiento, pero ello puede provocar un incremento permanente en el nivel de ingreso per cápita y en la profundización del capital (aumento del coeficiente capital-trabajo).

apertura a través de la industrialización y un rápido crecimiento, cuyo financiamiento se obtendría vía los flujos internacionales de capital. Esto, obviamente, no deja espacio para la acción del gasto público como promotor del crecimiento económico, pues se tiene la idea común de que el sector público, al financiar su gasto, desvía recursos que podrán de otra manera dedicarse a empleos privados directamente productivos. Conclusiones parecidas son las encontradas por Jones y Manuelli (1997).

No obstante, es importante destacar que el modelo de Solow ignora el cambio sectorial y estructural que provoca la tecnología al tratarla como si fuera un bien público puro, en el sentido de considerar que ésta es un bien no rival y no excluible al alcance de todos, promotor del crecimiento económico, cuando, en realidad, la tecnología no es provista públicamente. Esta derivación es explicable por el hecho de que Solow supone una economía compuesta por un solo sector con producto e insumo homogéneo. Asimismo, considera a la tecnología como un bien libre en cuanto está desarrollada y disponible. Así, puede explicar la convergencia de economías que cumplan con la condición de la trayectoria de crecimiento de largo plazo mediante incrementos de la tasa de ahorro, pero no es capaz de explicar las divergencias existentes entre las economías producto de la acumulación de capital, Nurske (1953).

Por lo anterior, el debate en la literatura sobre las relaciones entre el sistema financiero y la ejecución económica es referido a la contribución de los sistemas financieros sobre el crecimiento económico. En este sentido, el desarrollo de los sistemas financieros en las economías ha tomado dos vertientes: la estructura financiera o la profundización de los sistemas financieros. En el primer caso, tenemos que se generan políticas financieras e instituciones reguladoras que privilegian un sistema financiero monopolizado por el sistema bancario, el cual crea y opera los instrumentos financieros por medio de los cuales todos los agentes económicos realizan sus transacciones respecto a la disponibilidad de fondos. En el segundo caso, la política financiera es únicamente regulatoria del manejo de los instrumentos financieros y de las múltiples instituciones financieras que operan en la economía.

Así, el desarrollo del sistema financiero puede ser impulsado por una política pública que privilegie la *estructura financiera* (Sistema basado en Bancos) o la *profundización financiera* (Sistema basado en el Mercado de Valores). Sin embargo, independientemente de que la política financiera privilegia uno u otro sistema, lo que verdaderamente importa es el ambiente legal y la calidad de los servicios financieros presentes en la economía. En este sentido, Levine (1998) y Beck (2001) muestran que no es en si la estructura financiera sino el desarrollo del sistema financiero en su totalidad y la eficiencia del sistema legal lo que influye sobre el crecimiento económico.

Siguiendo a Levine (2005), las principales funciones de un sistema financiero son: producir información ex ante sobre oportunidades de inversión; realizar controles ex post sobre proyectos de inversión; facilitar el manejo del riesgo; facilitar la gestión del ahorro y; facilitar el intercambio de bienes y servicios. Así, el conjunto de instrumentos e instituciones (deudas, títulos, bancos, mercados de valores) se debe ocupar de los procesos específicos al sistema financiero (asignación de recursos a través del tiempo y de los estados de la naturaleza) y la política financiero debe privilegiar su desarrollo, pues mejores sistemas financieros producen un desarrollo financiero que permite aumentar la tasa de crecimiento del producto y de la productividad en la economía, pues el financiamiento de actividades que no ocurrían tendrán posibilidad de emerger (adicionalmente, apoyadas por políticas que favorezcan la producción).

En consecuencia, los costos de transacción e información están en el centro de las explicaciones del desarrollo financiero. En este sentido, Levine (1997) identifica que los mercados e instituciones habrían surgido para remediar los problemas originados por la falta de información y el costo de las transacciones. Cuando los sistemas financieros reducen los costos de transacción e información, facilitan la asignación de recursos mediante la acumulación de capital y la innovación tecnológica. El proceso es el siguiente: Debido a que los ahorrantes no tendrían tiempo, capacidad o medios para reunir y procesar información sobre las empresas que requieren de sus recursos, los intermediarios financieros podrían realizar esta labor reduciendo los costos por ahorrante, lo cual haría que el capital fluya hacia actividades rentables, mejorando la asignación de recursos. Además

los intermediarios financieros podrían ser capaces de detectar empresarios con mayores probabilidades de éxito y con los mejores proyectos de innovación tecnológica, afectando por consecuencia el crecimiento económico.

Por otro lado, las instituciones financieras al minimizar el riesgo de liquidez e incrementar la confianza del público sobre la inmediata disponibilidad de sus depósitos, pueden realizar inversiones de largo plazo en proyectos productivos ilíquidos acelerando el crecimiento económico (Levine (1997) y (1998)). De igual forma ocurre con otros intermediarios financieros no bancarios, que aumentando la liquidez y reduciendo su riesgo, pueden facilitar inversiones de largo plazo y el crecimiento económico. Sin embargo, también existe la posibilidad de generar un efecto adverso de la reducción del riesgo de liquidez consistente en que reduce las tasas de ahorro y con ello la posibilidad de financiar nuevas inversiones y por tanto se reduciría el impacto en la aceleración del crecimiento económico. Por tanto, la minimización del riesgo de liquidez no cuenta con un efecto único sobre las posibilidades de asegurar altas tasas de crecimiento económico. No obstante, cualquier cosa que incremente el riesgo, aumenta el costo marginal de generarse una quiebra bancaria y por tanto se reduce la inversión. Además, ante cualquier incremento en la percepción de riesgo, los bancos reducen los fondos a disposición de las empresas e incrementan sus inversiones en letras del tesoro o títulos públicos, aumentando las tasas de interés y reduciendo las perspectivas de crecimiento económico.

Ahora bien, la posibilidad de asignar recursos a las empresas le da derechos a los intermediarios financieros de conocer con cierto detalle las condiciones financieras y la capacidad de pago de los prestatarios, se reducen los costos de control de las empresas en el que tendrían que incurrir los ahorrantes. En ese sentido, además de reducirse los costos de control, se mejora la asignación de recursos y se incentiva el crecimiento económico.

En cambio, en un esquema de topes de tasas de interés nominales cuando la inflación es muy alta, las tasas de interés reales tienden a ser negativas. Las empresas por tanto, se enfrentan a un problema de racionamiento de crédito, lo cual tiene severas ineficiencias económicas dados los controles administrativos sobre las tasas de interés nominales,

McKinnon (1973)). Debido al problema de selección adversa que se origina por las asimetrías de información, los bancos pueden también ejercer un racionamiento de crédito, lo cual podría estar asociado con efectos adversos para el crecimiento económico. Además, la asimetría de información provoca que los intermediarios financieros no siempre puedan controlar la eficiencia en la administración de los gerentes de las empresas deudoras, incrementando los riesgos y atentando contra el crecimiento económico (Levine, 1998). Pero, si el control de la liquidez, de la información y de las transacciones facilitan el traslado de los recursos, una vez establecido el andamiaje institucional, los intermediarios financieros son capaces de movilizar los ahorros del público discriminando los proyectos con mayor rentabilidad, financiando las mejores tecnologías y favoreciendo el crecimiento económico. Al movilizar los ahorros, los intermediarios financieros no sólo facilitan la acumulación de capital sino también la asignación de recursos mediante la explotación de economías de escala (Levine, 1998). Pero, así como es posible financiar las esferas de la producción, también es posible que se financie el intercambio de bienes y servicios. Debido a que los ahorradores pueden acceder a los recursos de los intermediarios, muchos de los productos generados en las empresas podrán ser obtenidos por las familias por medio de las facilidades ofrecidas por los intermediarios financieros.

Como podemos observar, esencialmente se apunta a señalar el vínculo en dirección desde el sistema financiero hacia el crecimiento económico. Sin embargo, no podemos descartar el hecho de que los mercados financieros no sólo fortalecen el crecimiento económico sino por el contrario, que la especialización de ciertas actividades económicas puede también originar el desarrollo de los mercados financieros.

Ahora bien, aunque el análisis del sistema financiero en el proceso de crecimiento económico ha recibido una atención considerable dentro del esquema analítico neoclásico, su papel es limitado debido al supuesto de completitud de los mercados, incluido el financiero. Además, en el modelo neoclásico, el comportamiento del ahorro se deriva de las preferencias de los agentes, donde la tasa de preferencia temporal es una constante positiva. Sin embargo, como Barro (1997) muestra, esta tasa puede no ser constante debido a que los individuos actúan de manera miope pues las tasas pueden ser muy altas entre hoy y

mañana, pero mucho más bajas en el futuro. Por tanto, las decisiones de consumo pueden ser inconsistentes y producir información sesgada ex ante sobre las oportunidades de inversión.

Asimismo, de acuerdo al análisis neoclásico, el crecimiento de largo plazo considera que el crecimiento poblacional va aparejado con una mayor fuerza laboral eficiente. La consecuencia directa es que la tasa de crecimiento de largo plazo es debida sólo a factores demográficos tales como la tasa de crecimiento de la población, la estructura de la fuerza laboral y el crecimiento de su productividad, los cuales, por su naturaleza, son determinados exógenamente. En esta situación, la política macroeconómica no tiene influencia en la ejecución del crecimiento de largo plazo. Esto significa que la implementación de una política financiera que impulse el desarrollo del sistema financiero si tiene algún efecto real, sólo será a través de su influencia para facilitar la gestión del ahorro disponible que depende, en primera instancia, de la tasa temporal de preferencia. Por tanto, las decisiones de producción y consumo no dependen de ningún instrumento financiero, por lo cual, la trayectoria de crecimiento sigue siendo estable dependiente solo de factores exógenos.

II.2.- La Evidencia Empírica.

En términos de crecimiento económico, alrededor del mundo lo que predomina es una gran dispersión de las tasas de crecimiento de la producción entre los diferentes grupos de países. Esto es, considerando niveles de ingreso similares entre los países, podemos hacer dos grandes grupos representativos: países ricos o desarrollados y países en desarrollo o emergentes³; donde el comportamiento económico de las últimas décadas ha tenido un comportamiento estable en los primeros, por un lado, e inestable y con tendencia a la baja

³ El termino economía emergente nace formalmente a mediados de la década de los setenta del siglo pasado, impulsado por la *International Finance Corporation* del Banco Mundial, desarrollándose dicha categoría plenamente en la década de los noventa, y se refiere a las economías en vías de desarrollo que son atractivas desde el punto de vista de la inversión extranjera, tanto en cartera como directa. Dentro de esta definición se engloban a todos lo grandes países de Latinoamérica, del Sudeste Asiático, del Este Europeo y del Norte de África, cuyas economías presentan un mayor nivel de riesgo o con mayor volatilidad respecto a las de los países industrializados, por lo que su financiación en los mercados de capitales internacionales llevan asociada una penalización, conocida como prima de riesgo.

en su crecimiento en la mayor parte de los países emergentes, por otro lado, exceptuando los casos de los denominados BRIC (Brasil, Rusia, India y China). Esta situación se muestra en el siguiente cuadro:

EVOLUCIÓN DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO: 1960-2010

Base: 2005

CONCEPTO	1960-1969 ¹	1970-1979 ¹	1980-1989 ¹	1990-1999 ¹	2000-2004 ¹	2005	2006	2007	2008	2009	2010
PAISES DESARROLLADOS											
EEUU	4.2	3.2	3.3	3.5	2.4	3.1	2.7	1.9	0.0	(2.6)	2.6
ALEMANIA	4.4	3.1	1.8	3.2	1.1	0.8	3.4	2.7	1.0	(4.7)	3.3
REINO UNIDO	3.1	2.4	2.4	2.2	2.8	2.2	2.8	2.7	(0.1)	(4.9)	1.7
FRANCIA	5.8	4.2	2.3	1.9	2.1	2.0	2.4	2.3	0.1	(2.5)	1.6
JAPON	9.4	5.2	4.5	1.5	1.5	1.9	2.0	2.4	(1.2)	(5.2)	2.8
CANADA	5.6	4.1	3.0	2.4	3.0	3.0	2.8	2.2	0.5	(2.5)	3.1
SUECIA			2.6	1.8	3.0	3.2	4.3	3.3	(0.4)	(5.1)	4.4
PAISES EMERGENTES											
BRASIL	9.2	7.9	3.1	2.2	3.0	3.2	4.0	6.1	5.1	(0.2)	7.5
RUSIA	N.D.	N.D.	N.D.	1.6	6.3	6.4	8.2	8.5	5.2	(7.9)	4.0
INDIA	4.1	2.9	5.0	5.6	6.0	9.2	9.7	9.9	6.4	5.7	9.7
CHINA	N.D.	N.D.	9.7	10.0	9.2	11.3	12.7	14.2	9.6	9.1	10.5
MÉXICO	7.2	6.5	2.3	3.4	2.6	3.3	5.1	3.4	1.5	(6.0)	5.5

¹Promedio anual del periodo

FUENTE: Elaboración propia con base en: IMF, **International Financial Statistics**

De acuerdo con esta evidencia, puede notarse un patrón divergente de las tasas de crecimiento, donde se destaca que en los años 1960's, el común fueron elevadas tasas de crecimiento, excepto el Reino Unido, y en menor medida los EEUU, para el caso de los países desarrollados, e India, para los emergentes. En estos casos la explicación está en el grado de desarrollo, respecto a los demás países considerados, alcanzado tanto por sus estructuras productivas como por sus sistemas institucionales, como el sistema financiero, por ejemplo. Así, a mayor desarrollo productivo e institucional menor tasa de crecimiento, pero también a escaso desarrollo menor crecimiento, como en el caso de la India.

Aunque, también es de notarse un patrón divergente en todos los países considerados: no es posible sostener elevadas tasas de crecimiento, excepto en el caso de China que durante los últimos 30 años ha tenido una tasa de crecimiento sostenida, o bien cuando se ha alcanzado

un determinado nivel de desarrollo, como es el caso del Reino Unido y EEUU, donde se observa una trayectoria estable, aunque con tasas mucho menores a las mostradas por China. Asimismo, también es destacarse que países con vaivenes considerables en su trayectoria de crecimiento, como el caso de México, tienden a caer en la denominada “trampa de subdesarrollo”, misma que provoca un estancamiento productivo de largo plazo, donde una de las características notables es el escaso desarrollo del sistema financiero.

Sin embargo, independientemente de los grados de desarrollo alcanzado por los diferentes países considerados, la reciente crisis financiera global del año 2008 ha puesto a debate la pertinencia tanto de los instrumentos de política económica como del instrumental analítico empleado para procurar la salida efectiva de ésta. A diferencia de las crisis financieras de finales del siglo pasado y principios de éste, además de que no se generaron en las llamadas economías emergentes sino en la principal economía del mundo: los EEUU, también presenta características novedosas que salen fuera del análisis convencional de las mismas, por la complejidad financiera en que se presentó y que por ello, hizo del canal financiero, la fuente de contagio mundial. El impacto de dicha crisis financiera global en las economías emergentes ha sido diferenciado: en algunos casos detuvo el ritmo de crecimiento económico (Brasil y China, principalmente), sin alterar sus fundamentales económicos, pero en otros la afectación fue severa con caídas fuertes de la producción (como en el caso de la economía mexicana donde la tasa de crecimiento del PIB fue negativa en 6% para el año 2009), como se apreció en el cuadro presentado.

En este sentido, el canal de difusión de la crisis global fue por las vías del canal financiero y comercial, respectivamente. En el primer caso, ocurrió el colapso financiero del mercado hipotecario, después la corrida bancaria y, por último, la quiebra de las principales instituciones financieras del mercado de derivados de los EEUU, provocado por el abuso de los instrumentos de alto riesgo como los derivados. Esto incidió sobre los flujos financieros mundiales, mismos que permitían el financiamiento de las cuentas corrientes deficitarias o de actividades productivas directas. Sin embargo, ello también socavó la confianza de los inversionistas en los mercados financieros internacionales y disminuyó los patrimonios de

los fondos institucionales, con el consecuente aumento del riesgo soberano y el desencadenamiento de procesos de desinversión por la recomposición y revaluación de los activos financieros.

No obstante que el canal financiero fue el primer y más importante vehículo de contagio de la crisis financiera global reciente, dado el proceso de globalización financiera⁴ y los bloques comerciales conformados por la creciente apertura comercial de las economías del orbe, el canal comercial también ha impactado de manera considerable a las economías emergentes. Los efectos han sido el colapso de su producción con lo que se han afectando sus ingresos por exportaciones y sus finanzas públicas, sobre todo en aquellas economías que mantienen vínculos comerciales estrechos con los EEUU, o que compiten con las exportaciones chinas en otros mercados, como consecuencia de la baja en la demanda en los EEUU provocado por la volatilidad de sus mercados financieros y los importantes ajustes en la absorción interna derivados de la pérdida de los ingresos corrientes.

Los efectos desfavorables del contagio de la crisis financiera, tanto en su origen como en su periferia, ha provocado respuestas diversas. Desde el endurecimiento de la política monetaria y fiscal, como en el caso de México, cuyas autoridades monetaria y fiscal han tomado una actitud de cautela extrema, esperando la recuperación de la economía de los EEUU⁵, cuyas autoridades, por lo contrario, ante la sobre-reacción de los mercados a la volatilidad financiera, implementaron una política económica de sobre-reacción, esperando restaurar la confianza de los inversionistas, bajo el escenario que los fenómenos

⁴ Se denomina de esta manera al fenómeno de multiplicación de las corrientes financieras transfronterizas llevada a cabo mediante la liberalización de la cuenta de capital (Furman y Stiglitz (1998) y Fisher (1999)).

⁵ Por ejemplo, mientras China destinaba un 2.9% del PIB para estímulos fiscales para disminuir los efectos regresivos sobre las exportaciones, como medida contracíclica contra la crisis, México solo destinó el 1.5% en promedio para los ejercicios fiscales 2009-10. Asimismo, dado el objetivo inflacionario de la autoridad monetaria en México, ésta permitió la fluctuación de la moneda para mantener dicho objetivo, además de utilizar esta herramienta para artificialmente mantener la competitividad de sus exportaciones frente a la de otros países emergentes como China y Brasil, Eichengreen (2010), por lo cual la política monetaria no fue efectiva para la contención de los efectos recesivos provocados por el contagio financiero de la crisis ni para mantener los flujos de capital, los cuales descendieron de 6,491.2 millones de dólares de inversión extranjera directa en 2008 a 1,392.8 millones de dólares en 2009, provocándose una salida de capitales en 2008 por 5,755.4 millones de dólares de inversión extranjera en cartera

presentados son de índole temporal y no permanentes, aunque la evidencia pueda mostrar lo contrario.

Dada la evidencia presentada, los enfoques neoclásicos tradicionales desarrollados a partir del modelo de crecimiento de Solow (1956) y Swan (1956), al atribuir el crecimiento económico al progreso tecnológico exógeno y a la tasa de ahorro, como los únicos factores que podrían influir sobre la trayectoria de crecimiento de una economía, no pueden explicar las grandes disparidades del ritmo de crecimiento entre los países. En este sentido, como alternativa y producto de las contribuciones de la teoría del crecimiento endógeno para entender las fuentes del crecimiento económico, se ha destacado la existencia de diversos mecanismos “endógenos” que sugieren nuevos papeles de la política pública⁶ para desarrollar los distintos mercados, de manera tal que mejoren las capacidades productivas e impulsen así un crecimiento sostenido.

Por tanto, cuando una economía en crecimiento no logra reaccionar ante los cambios inmediatos del mecanismo de precios, como ocurrió con la economía mexicana en la crisis financiera de 2008, entonces se hace necesario recurrir al mejoramiento de la base de recursos y capacidades tecnológicas por medio de la regulación institucional en lugar del mecanismo de precios para promover la flexibilidad total o cambio estructural de la economía, necesario después de un periodo recesivo. En consecuencia, para fortalecer el desempeño económico de una economía que ha sufrido importantes desaceleraciones industriales acompañadas por un bajo ritmo en la acumulación de capital, es necesaria una política pública que exprese la necesidad de fortalecer las fuentes internas de crecimiento.

Una explicación de esta insuficiencia productiva ha sido la de considerar que la falta de ahorro es la que provoca bajas tasas de inversión. Sin embargo, ¿Es el ahorro per se suficiente para generar capital?, la sola posesión de ahorro no puede generar un consumo futuro (crecimiento económico), para hacerlo es necesario disponer esos recursos en la producción de bienes que puedan generar más bienes en el futuro (bienes de capital). Esto

⁶ Al respecto, Barro y Sala-i-Martin (2009) ofrecen una reseña extensa de los desarrollos de la nueva economía del crecimiento conocida como Teoría del Crecimiento Endógeno.

significa que sólo cuando se comienza a producir capital con actividades productivas se inicia la formación de capital. Es decir, la producción de bienes tiene que tener un poder productivo de tal manera que se generen primero los satisfactores inmediatos (consumo) que posibiliten producir los medios de la producción de satisfactores futuros (bienes de capital). Sólo así podría generarse la formación de capital.

Considerando lo anterior, es evidente que los incrementos en el stock existentes en economías en crecimiento, están limitados por las condiciones de su formación inicial, o sea, si inicialmente una economía gasta todos sus recursos disponibles en la producción de bienes de consumo inmediato (o fase temprana de industrialización), no dejará de adquirir nuevo capital, sino también lo perderá conforme su uso cotidiano. En consecuencia, para incrementar o mantener la formación de capital, es necesario que se ahorre capacidad productiva⁷ para producir bienes de consumo futuros. Lo cual significa que el consumo corriente debe estar limitado por la producción de capacidad productiva que permita mantener el consumo presente y futuro.

Es precisamente en esta línea, donde el papel del sistema financiero en el proceso de crecimiento económico ha recibido una atención considerable. En la tradición neoclásica, después de los desarrollos de vínculo inicial entre el desarrollo del sistema financiero y el crecimiento económico se genera cuando se define el origen y el funcionamiento del sistema financiero. En un estudio comprensivo sobre esta materia, Levine (1997) identifica que los mercados e instituciones financieras habrían surgido para remediar los problemas originados por la falta de información y el costo de las transacciones. Cuando los sistemas financieros reducen los costos de transacción e información, facilitan la asignación de recursos mediante la acumulación de capital y la innovación tecnológica, afectando por consecuencia el crecimiento económico. Un segundo vínculo radica en que las instituciones financieras al minimizar el riesgo de liquidez e incrementar la confianza del público sobre la inmediata disponibilidad de sus depósitos, pueden realizar inversiones de largo plazo en proyectos productivos ilíquidos (Levine, 1997 y 1998). Además, el surgimiento de un

⁷ El ahorro aquí referido implica su uso en la producción de poderes productivos futuros.

mercado de valores reduce los costos de transacción y aumenta la inversión en proyectos ilíquidos de alto rendimiento acelerando el crecimiento económico.

III.- Conclusiones.

Producto del análisis teórico y empírico desarrollado, toma importancia la idea de que el problema financiero es de un mercado incompleto y de distorsiones en la matriz de riesgo/rendimiento de la economía. En este sentido, la falla está en el atraso económico producto del escaso o nulo desarrollo de servicios al productor (infraestructura), problemas de información (mercado financiero) y coordinación (política macroeconómica), mismos que incrementan el riesgo de pérdidas de capital y rezagos en los niveles de productividad. Esto impediría, en algún momento del tiempo, la alta especialización de productos generando un perfil exportador de productos con bajo dinamismo, produciendo un margen reducido para el crecimiento de largo plazo del producto per cápita.

Por tanto, podemos concluir que el subdesarrollo de un sistema financiero (proporcional al desarrollo de una economía) se manifiesta por una disfuncionalidad en las funciones del sistema financiero descritas por Levine (2005). Así, se muestra que la superación de la disfuncionalidad es el resultado del desarrollo financiero, producto de una política financiera establecida por el sector público que permite mantener una relación estrecha entre el sistema financiero y las variables reales de la economía a lo largo del proceso de crecimiento. Sin embargo, también se debe dejar en claro que la expansión financiera no es la que determina, en su totalidad, el desarrollo e implementación de nuevas tecnologías, ni la sofisticación de la producción y de las exportaciones que permiten generar procesos sostenidos de crecimiento económico, como se deduce de los modelos de crecimiento endógeno (Barro and Sala-i-Martin, (2009: chapters 4-8)).

IV.- Referencias Bibliográficas.

- Barro, Robert J., (1997), “*Myopia and Inconsistency in the Neoclassical Growth Model*”, *National Bureau of Economic Research Working Paper No. 6317*, December.
- Barro, Robert J. and Xavier Sala-i-Martin, (2009), *Crecimiento Económico*, Barcelona: Editorial Reverte.
- Beck, Thorsten, Ross Levine, and Norman Loayza, (2000), “*Finance and the Sources of Growth*”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, Issues 1-2, pp. 261-300.
- Delli Gati, Domenico, Mauro Gallegati and Hyman P. Minsky, (1994), “*Financial Institutions, Economic Policy, and the Dynamic Behavior of the Economy*”, Paper Prepared for the International J. A. Schumpeter Society Fifth Conference at Munster Germany, August 17-20, 1994.
- Eichengreen, Barry, (2010), “*Lessons of the Crisis for Emerging Markets*”, *International Economics and Economic Policy*, Vol. 7, No. 1, pp. 49-62.
- Fisher, Stanley, (1999), “*On the Need an International Lender of Last Resort*”, *Paper prepared for the American Economic Association and American Finance Association*.
- Furman, J. and J. Stiglitz, (1998), “*Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia*”, *Brookings Papers on Economic Activity 2*, pp. 1-135.
- Jones, Larry E. and Rodolfo E. Manuelli, (1997), “*The Sources of Growth*”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 21, No. 1, January, pp. 75-114.
- Levine, Ross, (1997), “*Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*”, *Journal of Economic Literature*. Vol. XXXV, Junio.
- -----, (1998), “*Banks, Markets, and Structure: Implications and Determinants*”, Fourth Annual Bank Conference on Development in Latin America and the Caribbean, San Salvador. Junio.
- -----, (2005), “*Finance and Growth: Theory, Mechanism and Evidence*”, in S.N. Durlauf, *Handbook of Economic Growth*, Amsterdam: Elsevier, pp. 865-923.

- Mankiw, Gregory, David Romer and David Weil, (1992), “A Contribution to the Empirics of Economic Growth”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 107, May, pp. 407-38.
- McKinnon, Ronald I., (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Washington: Brookings Institution.
- Nurske, R., (1953), *Problems of Capital Formation in Under-Developed Countries*, Oxford University Press.
- Solow, Robert, (1956), “A Contribution to the Theory of Economic Growth”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 70, No. 1, pp. 65-94.
- Swan, Trevor W., (1956), “Economic Growth and Capital Accumulation”, *Economic Record*, 32, November, pp. 334-61.