
El desarrollo financiero en América Latina en perspectiva

Este artículo ha sido elaborado por Sonsoles Gallego, Alicia García Herrero y Javier Santillán, de la Dirección General de Asuntos Internacionales (1).

1. INTRODUCCIÓN

Este trabajo analiza el desarrollo del sector financiero en América Latina, tanto en lo referente al sistema bancario como a los mercados de capitales. Primero se repasan muy brevemente los factores explicativos y las definiciones de desarrollo financiero existentes en la literatura; a continuación se lleva a cabo una clasificación de países, primero de todo el mundo y posteriormente dentro de América Latina, utilizando un análisis de grupos («análisis de cluster»), técnica mediante la cual se agrupa a los países por características similares en términos de las variables que se quieren analizar: en este caso, profundidad financiera y renta *per cápita*. Por último, se analizan con algún detalle las conclusiones obtenidas para América Latina.

2. REVISIÓN DE LA LITERATURA ECONÓMICA

La investigación económica reciente parece confirmar que el desarrollo del sector financiero contribuye de manera sustancial al crecimiento económico, frente a la idea que ha prevalecido durante algún tiempo de que dicho desarrollo es solo un reflejo de la economía real. Los canales más importantes por los que el desarrollo financiero contribuye al crecimiento económico son: la mayor capacidad de atracción de ahorro susceptible de ser utilizado en proyectos de inversión rentables, la gestión del riesgo de crédito y el aumento de la productividad total de los factores que se deriva de una intermediación más eficiente de los recursos. Además, la ausencia de perfecta movilidad del capital —o, al menos, la existencia de un sesgo nacional en la asignación del ahorro— pone de manifiesto la necesidad de desarrollar los sistemas financieros internos para fomentar el ahorro interno y aumentar así el crecimiento económico.

La literatura económica ha encontrado diversos factores explicativos del nivel de desarrollo financiero, que incluyen factores macroeconómicos e institucionales, así como las características mismas del sistema financiero en cada país. Entre los factores macroeconómicos, des-

(1) Este artículo es un resumen del Documento de Trabajo nº 0216, titulado *Latin American Financial Development in Perspective*, preparado por Alicia García Herrero, Javier Santillán, Sonsoles Gallego, Lucía Cuadro y Carlos Egea.

taca el impacto positivo sobre el desarrollo financiero de la riqueza, medida en términos de renta *per cápita*, y de la estabilidad de precios. Recientemente, se ha atribuido gran importancia al análisis de los factores institucionales como determinantes del desarrollo financiero; entre estos, cabe destacar el marco legal y regulatorio de cada país, y en particular, aspectos tales como el grado de protección de los derechos de los acreedores.

Dentro de las características propias del sistema financiero destaca, en primer lugar, la estructura financiera, entendida como la proporción del sistema bancario respecto a los mercados de capitales. Durante mucho tiempo, esta cuestión ha suscitado opiniones muy diversas en lo que se refiere a las ventajas de un modelo preponderantemente bancario respecto a uno basado en el mercado de capitales. Recientemente, parece haberse llegado a un consenso, según el cual una composición equilibrada entre sistema bancario y mercados de capitales tiene efectos beneficiosos sobre la estabilidad del sistema financiero, ya que permite explotar las ventajas de su complementariedad.

Otras características a destacar como determinantes de la morfología del sistema financiero y que han sido ampliamente estudiadas por la literatura son: el grado de liberalización financiera, el impacto de las crisis bancarias, la integración financiera internacional, la presencia de banca extranjera, el papel del banco central o la existencia de sistemas de garantía de depósitos.

3. MEDIDAS DEL DESARROLLO FINANCIERO

Aunque existen muchas definiciones posibles del concepto de desarrollo financiero, la literatura se concentra en dos aspectos principales del mismo: el tamaño del sistema financiero y su eficiencia. Los factores que afectan al primero han sido estudiados con más frecuencia que los determinantes del segundo, en buena parte debido a la dificultad de definir el concepto de eficiencia y de encontrar medidas comparables.

Las medidas que se han utilizado para analizar el tamaño del sistema financiero varían desde conceptos muy estrechos, como los pasivos bancarios más líquidos (M2) respecto al PIB [McKinnon (1973)], hasta otros más amplios que pueden englobar los pasivos bancarios, los bonos públicos y privados en circulación, y la capitalización bursátil [Rajan y Zingales (1998)]. Otra medida frecuentemente utiliza-

da es el crédito bancario al sector privado [Levine y Zervos (1998)], que suele ser también un indicador indirecto del grado de eficiencia del sistema bancario, en la medida en que el crédito al sector privado es, habitualmente, más beneficioso para el crecimiento que el crédito al sector público.

En cuanto a las medidas de eficiencia comúnmente utilizadas, el margen de intermediación es la más habitual para el sistema bancario. Un margen de intermediación reducido es un indicador positivo que normalmente denota un alto grado de competencia en el sistema bancario, aunque en ello pueden influir otros factores, como el nivel de los tipos de interés (si estos son bajos el margen de intermediación se reduce) o la volatilidad macroeconómica [Demirguc-Kunt y Levine (1999)]. En cuanto a la eficiencia del mercado de capitales, una posible medida es su liquidez, que se puede aproximar, entre otras medidas, por la negociación total en el mercado secundario [Levine y Zervos (1998)], o por la negociación respecto al saldo vivo [Demirguc-Kunt y Levine (1996)].

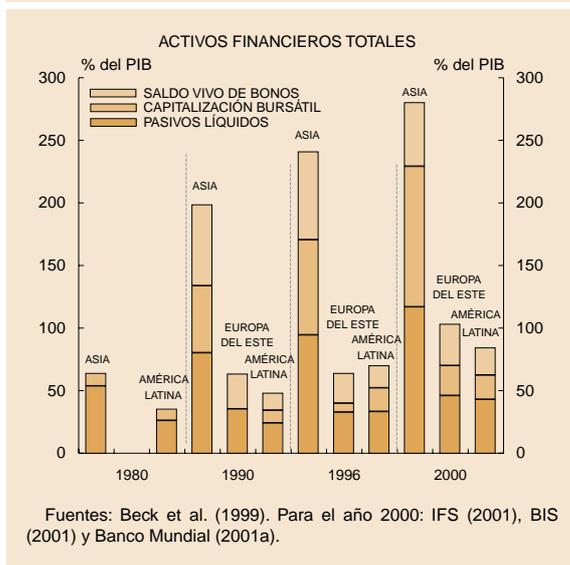
La relación entre el tamaño y la eficiencia financiera es relativamente estrecha en la mayoría de los países [Bossone y Lee (2002)] aunque no hay que inferir que un mayor tamaño sea necesariamente positivo en todos los casos; por ejemplo, en los casos en que el tamaño del sistema financiero está sesgado por la abundancia de activos de mala calidad, con el consiguiente deterioro de la eficiencia en la intermediación financiera.

4. TENDENCIAS REGIONALES DEL DESARROLLO FINANCIERO

Uno de los problemas más frecuentes en los estudios comparativos entre regiones es la ausencia de suficientes rasgos comunes entre los países de una región que justifiquen un tratamiento regional. Por este motivo, se realiza en este trabajo una clasificación de cincuenta y cinco países (industrializados y emergentes) en grupos relativamente homogéneos, a través de un «análisis de cluster», según el tamaño de sus sistemas financieros y su renta *per cápita*. Se ha preferido tomar una definición amplia de tamaño del sistema financiero (que incluye los saldos vivos de bonos públicos y privados y la capitalización bursátil, además de los pasivos bancarios), ya que proporciona una visión más completa. Los resultados muestran una separación relativamente clara entre los países industrializados y emergentes. Dentro de estos últimos, todos los países latinoamericanos, excepto uno (Chile), se encuentran en el grupo

GRÁFICO 1

Profundidad financiera en regiones emergentes



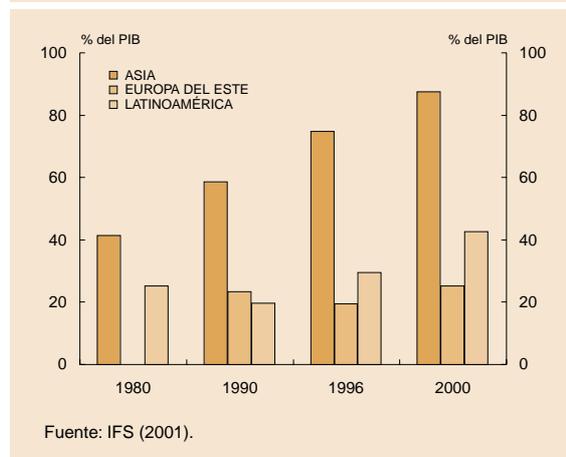
menos desarrollado financieramente de la muestra. Otras conclusiones que se derivan de este análisis son, en primer lugar, que los sistemas financieros de los países emergentes son inferiores en tamaño a lo que correspondería por su PIB *per cápita*, lo que, de acuerdo con la literatura reciente sobre crecimiento y desarrollo financiero, podría constituir un impedimento para su crecimiento. En segundo lugar, del análisis se desprende también que los sistemas financieros latinoamericanos tienen un grado de homogeneidad que los sitúa en el mismo grupo, lo que permitiría hablar de una «dimensión regional» en lo que respecta al desarrollo financiero. Muchos de los sistemas financieros de otras áreas emergentes, como Asia y Europa Central y del Este, aparecen reunidos también en grupos con un fuerte componente regional, si bien presentan un grado de homogeneidad inferior al conjunto de los latinoamericanos (2). El trabajo se apoya en la existencia de esas características regionales comunes en los sistemas financieros para analizar su evolución reciente en Asia, Europa del Este y Latinoamérica.

El primer rasgo que destaca al comparar las tres regiones es su diferente grado de profundidad financiera. Latinoamérica tiene

(2) Para este análisis, Asia incluye: China, Corea, Filipinas, Hong Kong, Indonesia, Malasia, Tailandia y Singapur; Europa Central y del Este incluyen: Estonia, Eslovaquia, Hungría, Lituania, Polonia, República Checa y Rumanía; Latinoamérica incluye: Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Costa Rica, Chile, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Trinidad y Tobago, Uruguay y Venezuela.

GRÁFICO 2

Crédito bancario al sector privado



sistemas financieros de tamaño muy inferior a los de Asia, incluso después de la crisis asiática, aunque solo algo inferiores a los de Europa del Este (gráfico 1). En términos de composición, las diferencias son también importantes, ya que en los sistemas financieros latinoamericanos el predominio de los bancos es muy superior al de Asia, y comparable al de Europa del Este, y además, con una perspectiva temporal, parece observarse una consolidación de estas tendencias: sistemas financieros con un mayor equilibrio entre la proporción de bancos y de mercados de capitales en Asia, y relativamente más bancarizados en Europa Central y del Este o Latinoamérica.

Las medidas de eficiencia y solvencia de los sistemas financieros, sin embargo, no permiten una caracterización tan clara como las de tamaño o composición. Por un lado, los sistemas financieros en Latinoamérica aparecen como menos eficientes a partir de medidas como los márgenes de intermediación, que se mantienen relativamente amplios. Sin embargo, en lo que respecta a indicadores de solvencia, la calidad de los activos es superior en Latinoamérica que en Asia, probablemente como consecuencia de la crisis asiática, mientras que las *ratios* de capital ponderadas por riesgo son en América Latina inferiores a las de Asia, pero superiores a las de Europa Central y del Este.

Uno de los indicadores de desarrollo financiero que presenta mayores diferencias regionales es el crédito bancario al sector privado (ver gráfico 2). Medido como porcentaje del PIB, en Latinoamérica este es menos de la mitad del nivel de Asia, aunque es moderadamente superior al de Europa Central y del Este.

Las diferencias entre los sistemas financieros de las tres regiones se ponen de manifiesto también cuando se analiza la estructura de propiedad de la banca. Mientras que en Latinoamérica y Europa Central y del Este la participación pública en los bancos ha disminuido sustancialmente en la última década hasta niveles inferiores al 20% de los activos totales, en Asia dicha tendencia no es tan clara, como pone de manifiesto el hecho de que la banca pública siga poseyendo alrededor de un 40% de los activos bancarios totales. Por el contrario, la participación de la banca extranjera ha aumentado sustancialmente en Latinoamérica y Europa del Este, hasta alcanzar niveles superiores al 40% de los activos totales, mientras que en Asia, tras la crisis, esta se sitúa en niveles no superiores al 10% (3). Finalmente, la concentración bancaria es superior en Asia y Europa del Este que en Latinoamérica, aunque hay indicios de que está aumentando recientemente en algunos países latinoamericanos.

En lo que respecta a la situación de los mercados de capitales, resulta destacable que tanto Latinoamérica como Europa del Este mantengan mercados de capitales mucho menos desarrollados que Asia. Los mercados de deuda interna en Latinoamérica tienen un menor tamaño que los de las otras regiones, a pesar de los recientes avances. La emisión de bonos sigue, pues, orientada a los mercados internacionales, mucho más que en Asia o Europa del Este, y la capitalización bursátil es significativamente inferior a la asiática.

5. DIFERENCIAS EN EL GRADO DE DESARROLLO FINANCIERO EN AMÉRICA LATINA: CLASIFICACIÓN POR PAÍSES

Tras encuadrar la situación de los sistemas financieros en América Latina en una perspectiva global, se aplica la misma técnica de «análisis de cluster» para identificar grupos de países dentro de la propia región con un nivel similar de desarrollo financiero y renta *per cápita*. Los resultados obtenidos a partir de una muestra de veinte países latinoamericanos muestran que se pueden identificar cuatro grupos de características similares.

El primero incluye aquellos países de elevada profundidad financiera y renta *per cápita* media-alta, es decir, Chile y Panamá. El se-

(3) Se han excluido, para esta comparación, Hong Kong y Singapur, que en su condición de centros financieros sí tienen un elevado porcentaje de participación de la banca extranjera.

gundo engloba países de inferior profundidad financiera y de renta *per cápita* relativamente elevada, como son Argentina, Brasil, México, Uruguay, Trinidad y Tobago, y Costa Rica. El tercer grupo está compuesto por países con una profundidad financiera media-baja y cuya renta *per cápita* es baja, como son Honduras, Haití, Bolivia y Nicaragua. Finalmente, el cuarto grupo incluye los países de renta *per cápita* media-baja y baja profundidad financiera: El Salvador, Colombia, la República Dominicana, Ecuador, Guatemala, Paraguay, Perú y Venezuela. Resulta destacable que los dos últimos grupos sean los que presentan una homogeneidad mayor, seguidos del primero, mientras que el segundo grupo presenta, como cabía esperar, dada la diversidad de países que lo integran, el mayor grado de heterogeneidad. Cabe resaltar también el hecho de que en este segundo análisis de grupo se encuentre una menor correlación entre profundidad financiera y PIB *per cápita* (53%) que en el primero realizado a nivel global (donde era el 66%). Tal resultado parece indicar que existen una serie de factores, además de la renta *per cápita*, que, en América Latina, tienen un importante poder explicativo del grado de desarrollo financiero, superior, en todo caso, al que resulta en el análisis de grupo global. Este resultado es robusto, en términos generales, a la especificación del grupo con medidas de eficiencia bancaria (como el inverso del margen de intermediación financiera) en lugar de medidas de tamaño del sector financiero, como las utilizadas en el grupo mundial.

6. CARACTERIZACIÓN DE LOS SISTEMAS FINANCIEROS LATINOAMERICANOS

A partir de la base de los grupos encontrados en el «análisis de cluster», se describen a continuación las características principales de los sistemas financieros latinoamericanos, si bien es necesario tener presente que aquí se hace una descripción generalizada, pese a que pueden existir diferencias apreciables, incluso entre países que aparecen reunidos en un mismo grupo.

Los sistemas financieros de América Latina presentan grandes diferencias en términos de tamaño. Países como Chile o Panamá, incluidos en el primer grupo, se caracterizan por tener sistemas financieros cuyo tamaño supera el 100% del PIB. En el extremo opuesto, los países incluidos en el cuarto grupo tienen sistemas financieros reducidos, inferiores en tamaño al 40% del PIB. Resulta destacable también la distinta evolución seguida a lo largo del tiempo: mientras en los países del primer grupo el desarrollo financiero ha sido muy dinámico, es-

pecialmente durante la primera mitad de los noventa, en los demás grupos el desarrollo ha sido relativamente más lento.

Otro rasgo interesante es la muy diferente estructura del sistema financiero en lo que se refiere al peso relativo del sector bancario y de los mercados de capitales. Si bien el predominio del sector bancario es claro en el conjunto de la región, resulta destacable que el primer grupo, caracterizado por un mayor desarrollo financiero, sea también el que cuenta con una composición más equilibrada entre bancos y mercados de capitales. En el resto de los grupos predomina el sector bancario, aunque su proporción se ha reducido en los últimos años, excepto en el caso del grupo de menor renta *per cápita* (grupo 3). Este resultado está en línea con la literatura reciente, aunque por el momento haya sido difícil determinar la dirección de la causalidad, ya que posibles explicaciones: caben dos, o bien que solo en los sistemas financieros más desarrollados sea factible una composición equilibrada entre los distintos mercados, o bien que la diversificación promueva el desarrollo financiero, y que, por tanto, aquellos sistemas financieros con una estructura financiera más equilibrada tiendan a favorecer una mayor profundidad financiera.

6.1. El sector bancario

Un aspecto crucial para el desarrollo financiero en países emergentes en general, y en particular en los menos desarrollados, es la proporción de pasivos líquidos intermediados por la banca, comparados con el volumen de efectivo en circulación. Los resultados obtenidos muestran que el grupo de países de mayor desarrollo financiero (grupo 1) es también aquel con mayor grado de bancarización (medida como M2 menos efectivo como porcentaje del PIB), y también aquel en el que la bancarización ha aumentado más a lo largo del tiempo. Más sorprendente es el resultado del segundo grupo, que reúne a una serie de países con un desarrollo financiero relativamente avanzado, pero cuyo nivel de depósitos bancarios respecto al PIB se ha mantenido bajo, de forma estable, en las últimas décadas. Tal resultado parece indicar que el desarrollo financiero se ha conseguido a partir de niveles de bancarización baja, o de un elevado uso del efectivo, o de ambas cosas, lo cual podría conllevar algún efecto adverso sobre la eficiencia en la intermediación de los recursos financieros.

Otro aspecto importante en la caracterización de los sistemas bancarios es el grado de

participación directa del banco central en la intermediación financiera, respecto al cual la literatura encuentra, en general, una incidencia negativa en el desarrollo financiero. La participación del banco central (medida como porcentaje de sus activos respecto a la suma de activos del sector bancario) ha disminuido a lo largo de las últimas décadas en todos los países de América Latina. Resulta interesante observar, sin embargo, que esta sigue siendo relativamente importante en aquellos grupos de menor renta *per cápita*.

Por otro lado, la eficiencia bancaria, medida por el inverso del margen de intermediación, parece mayor en los países del grupo de mayor desarrollo, especialmente en Chile, aunque también en Argentina, que pertenece al segundo grupo. En el resto de los países, los márgenes se mantienen relativamente amplios, si bien en los últimos años se han estrechado significativamente en países como Venezuela, Perú y Colombia.

Uno de los principales problemas que la literatura sobre crecimiento y desarrollo financiero documenta en América Latina es la escasez de crédito al sector privado, y el hecho de que este se otorgue generalmente a muy corto plazo. La escasez de crédito parece darse en todos los grupos de países excepto en el primero, donde se alcanzan niveles comparables a los de Asia. Algunas de las razones apuntadas por la literatura como causas de esta escasez son, por el lado de la oferta, la frecuencia de las crisis bancarias y la consiguiente acumulación de préstamos dudosos en las carteras de las entidades financieras, así como las elevadas necesidades de financiación del sector público, factor que afecta especialmente a los países del segundo grupo.

Por el lado de la demanda, los tipos de interés son muy elevados en términos reales en todos los grupos, y especialmente en el segundo (ver gráfico 3), y además no hay evidencia concluyente de que hayan registrado una tendencia a la baja en la región, pese a las mejoras observadas en el control de la inflación. Este último constituye un factor preocupante, en la medida en que pone de manifiesto que, tras más de una década de reformas y políticas antiinflacionistas de relativo éxito, los mercados financieros continúan exigiendo una prima de riesgo importante, que impone una carga sobre la rentabilidad de las empresas y una limitación a la capacidad de endeudamiento de los agentes privados.

Otra importante característica de los sistemas bancarios latinoamericanos es el fuerte incremento de la participación extranjera en las

GRÁFICO 3

Tipos de interés reales en América Latina (a)

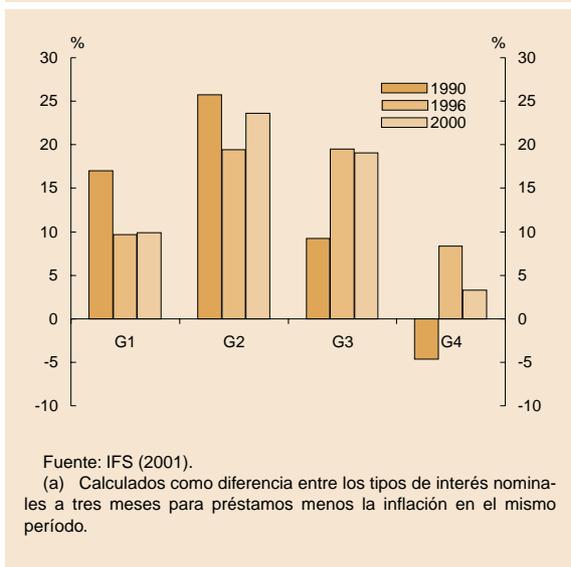
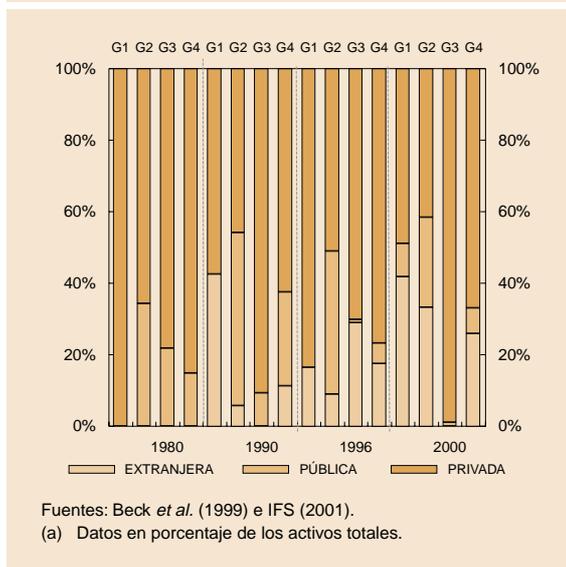


GRÁFICO 4

Estructura de propiedad de los bancos en América Latina (a)



dos últimas décadas (ver gráfico 4). Esta ha pasado de ser prácticamente inexistente en 1980 a niveles medios del 30% de los activos bancarios internos en el año 2000. Resulta reseñable que la proporción de banca extranjera haya sido muy superior en los países incluidos en el primer grupo con anterioridad a los demás. Los países del segundo grupo vieron aumentar la participación de la banca extranjera a mediados de los noventa con los procesos de liberalización y de privatización, de forma que esta aumentó más rápidamente que en ningún otro grupo. La participación de la banca extranjera se ha ampliado con frecuencia a expensas de la banca pública, cuya proporción era importante en el pasado.

Asimismo, la concentración bancaria se ha reducido en el transcurso de las dos últimas décadas, aunque en algunos países, y en especial en Chile, esta tendencia parece haberse invertido a partir de 2000. Los grupos con mayor desarrollo financiero a comienzos de la década de los noventa presentaban *ratios* de concentración elevados, pero estos se han reducido en algunos casos a la mitad a lo largo de los últimos años. En aquellos grupos con menor desarrollo, como el tercero, la concentración ha tendido a aumentar, si bien no excede el 50%, lo que constituye un nivel moderado en una comparación internacional. Es difícil extraer conclusiones sobre la relación entre concentración y participación de la banca extranjera, pues si bien en algunos países como Chile esta ha sido la causa del reciente aumento de la concentración, en los países del tercer grupo, que son los que presentan mayor concentración, no hay prácticamente presencia extranjera.

Finalmente, el trabajo revisa algunos de los factores institucionales que afectan al desarrollo financiero. En América Latina, se observa que, tanto el funcionamiento de los bancos centrales como la regulación y supervisión bancarias han mejorado sustancialmente en la región desde la década de los noventa, tras la experiencia de la crisis de la deuda. Cada vez es mayor el número de bancos centrales independientes con un objetivo único, o prioritario, de alcanzar y mantener la estabilidad de precios; se han constituido sistemas de garantía explícita y limitada de depósitos en muchos países, y se han adoptado estándares internacionales como los requisitos de capital de Basilea, todo lo cual debería contribuir a mejorar la estabilidad de los sistemas financieros.

6.2. Los mercados de capitales

Pese al desarrollo de los últimos años, en conjunto, el tamaño de los mercados de bonos en América Latina es aún reducido, comparado con el de otras regiones emergentes. La volatilidad macroeconómica doméstica y el mencionado déficit estructural de ahorro explican lo limitado de ese desarrollo. El saldo vivo de bonos internos alcanzó los 500 mm de dólares al final de 1998, para caer ligeramente después, situándose en 400 mm al final de 2001.

En general, el segmento interno de los mercados de bonos se desarrolló considerablemente en la segunda mitad de los noventa, en parte como consecuencia de la crisis de la deuda rusa, que redujo sustancialmente los flujos de cartera a las economías emergentes, y de

los persistentes déficit fiscales en la región. Al final de 2000, algo más del 50% de la deuda viva era interna, si bien este alto porcentaje se debe, en buena parte, a la importancia del mercado interno en Brasil (ver gráfico 5). La mayor parte de este mercado interno es deuda pública, excepto en el caso de Chile.

Un aspecto interesante del desarrollo de los mercados de bonos es la medida en que el desarrollo de los mercados externos ha contribuido al desarrollo de los mercados internos o, por el contrario, ha podido dificultarlo. Es difícil extraer conclusiones taxativas sobre esto, pero parece haber más complementariedad que sustituibilidad. Los casos de Chile, Brasil y, en menor medida, México y Argentina, ilustran cómo los mercados de deuda internos pueden desarrollarse incluso en casos en que los mercados externos están funcionando correctamente y permiten obtener financiación externa. Estos casos parecen indicar que la afluencia de ahorro externo puede ayudar a despegar a los mercados internos una vez que las condiciones macroeconómicas e institucionales han mejorado.

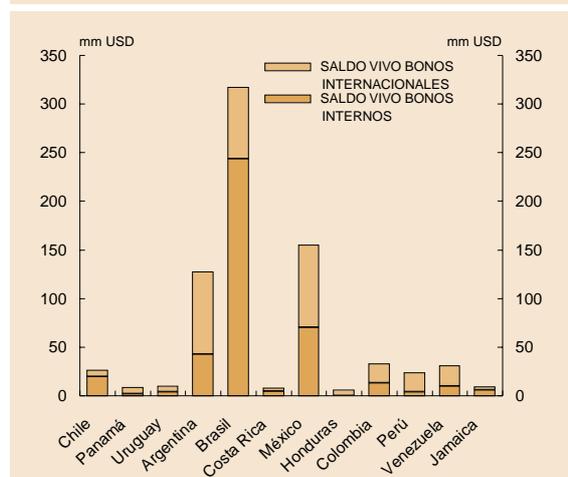
Existen incentivos de distinta índole para que los países de la región se interesen por el desarrollo de los mercados internos, tales como el uso más eficiente del ahorro interno, las mayores oportunidades de financiación para las pequeñas y medianas empresas o la menor dependencia del ahorro externo. En cuanto a la eficiencia del funcionamiento del mercado de bonos, hay que señalar que la negociación con respecto al saldo vivo en los mercados secundarios ha tendido a crecer en varios países, si bien es considerablemente más alta en el mercado externo que en los mercados internos, excepto en México.

En lo referente a la eficiencia operativa, se han introducido diversas mejoras en los últimos años, sobre todo en los mercados más desarrollados, mejoras que incluyen la desmaterialización de los instrumentos y mejoras en los sistemas de compensación y liquidación. Se han observado mejoras también en las técnicas de gestión de deuda, mediante medidas encaminadas a mejorar la liquidez, tales como la reapertura de emisiones y las recompras de emisiones antiguas, la introducción de mediadores especializados, o una mayor regularidad en los calendarios de emisiones.

En general, la estructura de la deuda pública viva presenta características que la hacen vulnerable ante cambios en las condiciones de financiación. La vida media de la deuda es generalmente reducida: el 74% está emitida a un

GRÁFICO 5

Saldo vivo de bonos públicos internacionales e internos en países de América Latina (a)



Fuente: Banco Mundial (2001b).

(a) Datos correspondientes a 2000.

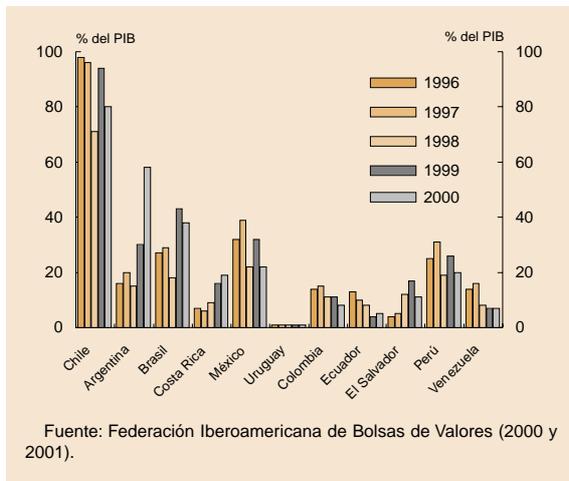
plazo inferior a 5 años. Además, una alta proporción está emitida a tipos de interés variables: el 40% de la emitida en 2000 y aproximadamente el 20% está indicida, con lo que tan solo un 30% está emitida a tipo fijo. Hay que señalar no obstante que, en estos aspectos, existen también muchas diferencias entre los distintos países del área.

Con respecto a la distribución por tenedores de la deuda, la mayor parte de esta se encuentra en manos del sistema bancario. En general, las familias y las empresas tienen una proporción muy reducida del total y, en la mayoría de los casos, los inversores institucionales también, con la excepción notable de Chile y, en menor medida, de Brasil y Colombia, entre los países grandes.

En lo referente a los mercados bursátiles, su desarrollo en general, en el conjunto de la región, es bastante limitado. En la segunda mitad de los años noventa, dicho desarrollo se vio muy condicionado por la oleada de privatizaciones de grandes empresas. Este proceso atrajo hacia la región una gran cantidad de inversión exterior y demanda de acciones. Simultáneamente, la generalización de una mayor aversión al riesgo, que afectó a todos los mercados emergentes al final de los años noventa, tuvo un impacto negativo sobre los mercados, lo que se tradujo en un estancamiento observado en el tamaño de los mercados locales en los últimos años (ver gráfico 6). En lo referente a la negociación, en los últimos años se ha observado una reducción de la misma, a menudo muy pronunciada, en los principales mercados de la región. La negociación en Brasil, México y

GRÁFICO 6

Capitalización bursátil en países de América Latina



Argentina se redujo aproximadamente a la mitad en el período 1997-2000, declive que se explica, en buena parte, por la migración de la negociación a la bolsa de Nueva York mediante «ADRs» (American Depositary Receipts), cuya negociación se multiplicó por 5 entre 1995 y 2000.

La relación entre la eficiencia y el tamaño de los mercados bursátiles es menos clara que en el caso del sistema bancario. En términos de los grupos de la región, la eficiencia (medida como negociación respecto al saldo vivo) con relación al tamaño del mercado (medida como capitalización respecto al PIB) es menor en el grupo de países más desarrollados financieramente, lo cual no tiene una explicación evidente.

En cuanto a la inversión institucional, parece claro que tiene un gran potencial de desarrollo en la región, ya que actualmente solo Chile cuenta con un porcentaje de ahorro institucional sustancial. Así, las ventajas potenciales serían considerables tanto en lo relativo a la menor dependencia del ahorro externo como al desarrollo y arraigo de los mercados de capitales de la región, dado que la casi totalidad de los activos de los fondos de pensiones de la región se encuentran invertidos en instrumentos financieros locales.

7. CONCLUSIONES

El trabajo realiza una comparación mundial de los niveles de desarrollo financiero a través de un análisis de grupo y concluye que existen diferencias importantes en el desarrollo financiero de los países que no pueden explicarse por

los distintos niveles de renta *per cápita*. La literatura económica reciente ha identificado tres tipos de factores que influyen en el nivel de desarrollo financiero: unos son de tipo macroeconómico, otros son variables institucionales y, por último, factores directamente relacionados con la propia estructura del sistema financiero. Este trabajo se concentra principalmente en los últimos.

La revisión de los factores directamente relacionados con el sistema financiero que se lleva a cabo, primero a través de una comparación entre las regiones emergentes del mundo y después entre grupos de países latinoamericanos, muestra la importancia que tienen dichos factores para explicar el grado de desarrollo financiero, bien sea desde el punto de vista del tamaño o bien desde el de la eficiencia. Aunque este tipo de análisis no permite extraer conclusiones de causalidad, al menos permite apuntar a la existencia de un potencial círculo virtuoso en términos de tamaño y eficiencia del sistema financiero para los países que tienen una estructura financiera apropiada.

23.10.2002.

BIBLIOGRAFÍA

- BANCO MUNDIAL (2001a). *World Development Indicators*.
- BANCO MUNDIAL (2001b). *Developing Government Bond Markets in Latin America: A Regional Snapshot*, mimeo.
- BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES (2001). *International Financial Statistics*.
- BECK, T., DEMIRGUC-KUNT, A. y LEVINE, R. (1999). *A New Database on Financial Development and Structure*, Banco Mundial.
- BOSSONE, B. y LEE, J. (2002). *In Finance, Size Matters*, Fondo Monetario Internacional, Working Paper 02/113.
- DEMIRGUC-KUNT, A. y LEVINE, R. (1996). «Stock Markets, Corporate Finance, and Economic Growth: An Overview», *The World Bank Economic Review*, vol. 10 (2), pp. 223-24.
- DEMIRGUC-KUNT, A. y LEVINE, R. (1999). *Bank-Based and Market-Based financial Systems: Cross-Country Comparisons*, Banco Mundial, Policy Research Working Paper nº 2143.
- FEDERACIÓN IBEROAMERICANA DE VALORES (2000 y 2001). *Síntesis Estadística*.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2001). *International Financial Statistics*.
- LEVINE, R. y ZERVOS, S. (1998). «Stock Markets, Banks, and Economic Growth», *American Economic Review*, vol. 88, pp. 537-558.
- MCKINNON, R. (1973). *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institution.
- RAJAN, R. y ZINGALES, L. (1998). «Financial Dependence and Growth», *American Economic Review*, vol. 88 (3), pp. 559-586.