

DOCUMENTO DE ANÁLISIS DEL PERSONAL TÉCNICO DEL FMI

# **Reconsiderando la profundización financiera: Estabilidad y crecimiento en los mercados emergentes**

Ratna Sahay, Martin Čihák, Papa N'Diaye, Adolfo Barajas,  
Ran Bi, Diana Ayala, Yuan Gao, Annette Kyobe,  
Lam Nguyen, Christian Saborowski, Katsiaryna Svirydzenka  
y Seyed Reza Yousefi

DOCUMENTO DE ANÁLISIS DEL PERSONAL TÉCNICO DEL FMI

# **Reconsiderando la profundización financiera: Estabilidad y crecimiento en los mercados emergentes**

Ratna Sahay, Martin Čihák, Papa N'Diaye, Adolfo Barajas,  
Ran Bi, Diana Ayala, Yuan Gao, Annette Kyobe,  
Lam Nguyen, Christian Saborowski, Katsiaryna Svirydzenka  
y Seyed Reza Yousefi

## FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

### Reconsiderando la profundización financiera: Estabilidad y crecimiento en los mercados emergentes

Departamento de Mercados Monetarios y de Capital y Departamento de Estrategia, Políticas y Evaluación, con contribuciones de otros departamentos<sup>1</sup>

Preparado por Ratna Sahay, Martin Čihák, Papa N'Diaye, Adolfo Barajas, Ran Bi, Diana Ayala, Yuan Gao, Annette Kyobe, Lam Nguyen, Christian Saborowski, Katsiaryna Sviryzdenka y Seyed Reza Yousefi

Autorizada su distribución por Ratna Sahay y Hugh Bredenkamp

**DESCARGO DE RESPONSABILIDAD: Los Documentos de Análisis del Personal Técnico exponen análisis y estudios realizados por miembros del personal técnico del FMI y se publican con el objeto de generar comentarios y fomentar el debate. Las opiniones presentadas en los Documentos de Análisis del Personal Técnico pertenecen a los autores y no representan necesariamente las opiniones del FMI, su Directorio Ejecutivo ni su gerencia.**

Números de clasificación JEL: G10, G18, G20, G28  
desarrollo financiero, profundización financiera, inclusión financiera, mercados emergentes, crecimiento económico, estabilidad financiera

Palabras clave:

Direcciones electrónicas de los autores: [RSahay@imf.org](mailto:RSahay@imf.org); [MCihak@imf.org](mailto:MCihak@imf.org); [PNDiaye@imf.org](mailto:PNDiaye@imf.org); y [ABarajas@imf.org](mailto:ABarajas@imf.org)

<sup>1</sup> El profesor Ross Levine (Universidad de California en Berkeley) proporcionó asesoramiento especializado. Los autores expresan su reconocimiento por las valiosas contribuciones de Thanos Arvanitis y Prachi Mishra durante las primeras etapas de este proyecto. Nicolás Arregui, Nicolas Blancher, Luis Brandao-Marques, Giovanni Dell'Arricia, Johannes Eugster, Erik Feyen, Mark Fisher, Pilar García Martínez, Alexandros Mourmouras, y Sami Ben Naceur brindaron invaluable aportes. Se agradece al personal técnico del Banco Mundial por recopilar algunos de los datos empleados en este documento. Los autores desean manifestar su agradecimiento a David Lipton, José Viñals, Chang Yong Rhee, Hugh Bredenkamp, Nigel Chalk, Luis Cubeddu, Nathan Porter, Ulric Erickson von Allmen, Martin Sommer, Jehann Jack y muchos otros colegas del FMI por sus comentarios. El proyecto también se benefició de los comentarios recibidos en el curso de seminarios y las útiles observaciones formuladas por los directores ejecutivos del FMI y sus colaboradores. El análisis y las consideraciones de política son de los autores y no deben atribuirse al FMI, su Directorio Ejecutivo o su gerencia.

## RESUMEN EJECUTIVO

El desarrollo financiero aumenta la resiliencia de un país y estimula el crecimiento económico. Moviliza los ahorros, promueve el intercambio de información, mejora la asignación de recursos y facilita la diversificación y la gestión del riesgo. También promueve la estabilidad financiera por cuanto los sistemas financieros profundos y líquidos con variados instrumentos contribuyen a atenuar el impacto de los shocks. Pero hay un punto más allá del cual los beneficios del desarrollo financiero comienzan a disminuir y sus costos comienzan a aumentar. ¿Han alcanzado esos límites los mercados emergentes? En este documento se examina dónde se encuentran los mercados emergentes en la disyuntiva entre estabilidad y crecimiento que el desarrollo financiero entraña y se considera si existe un mayor margen para avanzar en ese desarrollo y la forma en que los mercados emergentes pueden lograr un proceso seguro de desarrollo financiero.

La crisis financiera mundial de 2008 planteó algunos interrogantes legítimos acerca de la profundización financiera y el desarrollo financiero, dado que la crisis se originó en las economías avanzadas, donde el sector financiero había crecido mucho, tanto en tamaño como en complejidad. ¿Hay límites al desarrollo financiero en términos del crecimiento y la estabilidad? ¿Existe un ritmo correcto de desarrollo? ¿Hay ventajas y desventajas? ¿Cuál es el papel de las instituciones para promover un sistema financiero seguro? ¿Pueden los mercados emergentes extraer lecciones de la experiencia de las economías avanzadas para aprovechar los beneficios del desarrollo financiero, evitando al mismo tiempo sus escollos? A este respecto, en el documento se presentan cinco observaciones clave pertinentes para las políticas públicas:

Ante todo, usando un nuevo indicador amplio de desarrollo financiero, el presente estudio subraya el hecho de que aún es posible obtener muchos beneficios, en términos de crecimiento y estabilidad, de un mayor desarrollo financiero en la mayoría de los mercados emergentes. El desarrollo financiero se define como una combinación de profundidad (tamaño y liquidez de los mercados), acceso (posibilidad de los individuos de acceder a los servicios financieros) y eficiencia (capacidad de las instituciones de prestar servicios financieros a bajo costo y con ingresos sostenibles, y el nivel de actividad de los mercados de capital).

Segundo, el efecto del desarrollo financiero en el crecimiento económico tiene forma de campana: se hace más débil en niveles superiores de desarrollo financiero. Ese debilitamiento es resultado de la profundización financiera, no de un mayor acceso o un nivel de eficiencia más elevado. La evidencia empírica también indica que este efecto de debilitamiento refleja principalmente el impacto de la profundización financiera en el incremento de la productividad total de los factores, no en la acumulación de capital.

La tercera observación del estudio, vinculada con lo anterior, es que el ritmo de desarrollo financiero es un factor a tener en cuenta. Cuando avanza con demasiada rapidez, la profundización de las instituciones financieras puede generar inestabilidad económica y financiera. Alienta una mayor asunción de riesgo y un alto nivel de apalancamiento, si es objeto de una regulación y supervisión deficientes. Dicho de otro modo, cuando se trata de la profundización financiera, existen límites de velocidad. Esto otorga mayor importancia al desarrollo de sólidos marcos institucionales y regulatorios a medida que avanza el desarrollo financiero.

La cuarta observación se refiere a las posibles disyuntivas que plantea la regulación financiera. Una corriente de opinión considera que una regulación más amplia y rigurosa para preservar la

estabilidad financiera puede dificultar el desarrollo del sector. El presente estudio aporta una nueva perspectiva: entre un gran número de principios regulatorios, hay un pequeño subconjunto que es fundamental para el desarrollo financiero así como también para la estabilidad financiera. En otras palabras, existe un grado de conflicto muy escaso o nulo entre promover la estabilidad financiera y el desarrollo financiero. Una mejor regulación es lo que promueve la estabilidad y el desarrollo del sistema financiero.

La quinta observación es que no hay una fórmula "única" para definir el orden secuencial del desarrollo de las instituciones financieras frente al de los mercados financieros, aunque a medida que las economías evolucionan los beneficios relativos que generan las instituciones disminuyen y los aportados por los mercados aumentan.

# INTRODUCCIÓN

**1. En los mercados emergentes, los sistemas financieros se han profundizado sustancialmente en las últimas décadas, pero la mayoría están muy por debajo de los niveles alcanzados en las economías avanzadas.** Al final de 2013, el crédito privado pendiente representaba cerca de 50% del PIB en el mercado emergente promedio, mientras que los mercados bursátiles han crecido entre 10% y 15% del PIB, representando en promedio alrededor de 40% del PIB desde 2000. Sin embargo, esos niveles todavía van a la zaga de los registrados en las economías avanzadas, donde el crédito privado supera en promedio 130% del PIB y la capitalización del mercado bursátil asciende a alrededor de 70% del PIB. Esto se ha dado a pesar del proceso de desapalancamiento que tuvo lugar tras la crisis financiera mundial de 2008.

**2. La crisis financiera mundial de 2008 planteó legítimos interrogantes acerca de lo que funcionó mal y de la posibilidad de extraer lecciones para los mercados emergentes.** ¿Hay límites al desarrollo financiero en términos del crecimiento y la estabilidad? ¿Existe un ritmo correcto de desarrollo? La integración financiera, ¿ayuda o perjudica a las economías? ¿Cuál es el papel del contexto regulatorio y de otros aspectos institucionales para garantizar la existencia de un sistema financiero seguro? Algunos de los interrogantes reflejan las inquietudes de las autoridades de los mercados emergentes que han presenciado esa crisis de dimensiones colosales, originada en las economías avanzadas, donde el sector financiero había crecido considerablemente en complejidad y tamaño. Este documento aborda cada uno de esos interrogantes.

**3. El desarrollo financiero generalmente aumenta la resiliencia de un país y estimula el crecimiento económico, pero pueden surgir disyuntivas entre crecimiento y estabilidad.** Una vasta bibliografía —tanto teórica como empírica— muestra que el desarrollo financiero conlleva beneficios: moviliza los ahorros, promueve un mayor intercambio de información, mejora la asignación de recursos y facilita la diversificación y gestión del riesgo. También promueve la estabilidad financiera por cuanto los sistemas financieros profundos y líquidos con variados instrumentos contribuyen a elevar la capacidad de resistencia y recuperación de los países ante los shocks que emanan, por ejemplo, de la volatilidad de los flujos de capital. Pero también tiene sus costos, particularmente cuando los niveles de desarrollo financiero son elevados. De hecho, puede haber casos en los cuales hay “demasiadas finanzas”, es decir, casos en los cuales los costos superan los beneficios del desarrollo financiero. Una de las preguntas que este estudio trata de responder es si los mercados emergentes han alcanzado dichos límites.

**4. Existen además otras razones para reexaminar el papel del desarrollo financiero en los mercados emergentes en la presente coyuntura.** Los mercados emergentes enfrentan actualmente un doble desafío: crecer en un contexto de desaceleración del crecimiento potencial y de envejecimiento poblacional en muchos de ellos, y lograr estabilidad en un mundo más interconectado y volátil. ¿Cómo puede el desarrollo financiero ayudar a los mercados emergentes a lidiar con esos desafíos? ¿Cómo pueden los mercados emergentes cosechar los beneficios del desarrollo financiero limitando al mismo tiempo sus costos? Y a medida que se extiende la lista de interrogantes, hay algo que resulta claro: es necesario reevaluar el alcance del desarrollo financiero.

**5. Una contribución del presente estudio es el desarrollo de un indicador amplio de desarrollo financiero, el índice DF.** La mayoría de los estudios empíricos publicados desde los años setenta hacen una aproximación al desarrollo financiero mediante la relación del crédito privado y el PIB, y, en menor medida, mediante la capitalización del mercado bursátil, también como proporción del PIB. El índice desarrollado para el análisis expuesto en este documento abarca instituciones —bancarias y no bancarias— así como mercados, y en tres dimensiones: profundidad, acceso y eficiencia.

**6. El documento presenta cinco observaciones principales.** Primero, a partir del nuevo índice amplio DF, el análisis realizado en el estudio confirma la relación positiva entre desarrollo financiero y crecimiento. Segundo, los rendimientos marginales para el crecimiento derivados de un mayor desarrollo financiero disminuyen cuando los niveles de dicho desarrollo son elevados, es decir, existe una relación significativa, con forma de campana, entre desarrollo financiero y crecimiento. Una relación similar no lineal surge respecto de la estabilidad económica. Los efectos del desarrollo financiero en el crecimiento y la estabilidad muestran que existen disyuntivas, ya que en algún punto los costos superan los beneficios. La mayoría de los mercados emergentes, sin embargo, se encuentran todavía en terreno favorable, donde un mayor desarrollo financiero promueve un nivel más alto tanto de crecimiento como de estabilidad. Es interesante destacar que la disminución del efecto en el crecimiento a niveles más altos de desarrollo financiero obedece a la profundización financiera y no a un mayor acceso o una mayor eficiencia. Tercero, la velocidad del desarrollo financiero importa. La evidencia indica que un ritmo demasiado rápido genera inestabilidad. Cuarto, existe un camino para la consecución del desarrollo financiero que entraña muy pocas disyuntivas, o ninguna, frente a la estabilidad financiera, por cuanto se observa que un subconjunto de sólidos principios de regulación y supervisión promueve ambas cosas. Y quinto, no hay una fórmula “única” para determinar la secuencia aplicable a las instituciones y los mercados, pero, a medida que las economías evolucionan, los beneficios relativos generados por las instituciones se reducen y aumentan aquellos atribuibles a los mercados.

**7. El resto del documento se estructura de la siguiente manera.** En la sección que sigue se resumen los hallazgos observados en la bibliografía acerca de la relación entre desarrollo financiero y crecimiento/estabilidad. Luego, en la siguiente sección se introduce el índice amplio DF y se expone un panorama general del desarrollo financiero en el universo de los mercados emergentes. La sección subsiguiente analiza el impacto del desarrollo financiero en el crecimiento y la estabilidad, así como la disyuntiva que se plantea entre esos dos objetivos. La penúltima sección presenta evidencia sobre la forma en que un contexto propicio podría mejorar esa disyuntiva entre ventajas y desventajas. Y en la última sección se exponen las consecuencias en materia de políticas públicas para los mercados emergentes.

## CONTEXTO

**8. El sector financiero y el crecimiento económico (o nivel de ingreso per cápita) tienen una relación recíproca de doble sentido.** A medida que se expande la actividad real, el sector financiero crece en respuesta a una creciente demanda de sus servicios por parte del sector no financiero. O, según lo expresara Robinson (1952, pág. 86), “cuando las empresas lideran, las

finanzas siguen”. Esta visión del sector financiero está relativamente bien arraigada en la bibliografía. Al mismo tiempo, las finanzas pueden también conducir a un mayor crecimiento.

**9. En este documento se exploran los efectos de las finanzas en el crecimiento económico.** Muchos autores, entre un número que se remonta al menos hasta Bagehot (1873), exponen razones para explicar por qué las finanzas cumplen un papel en facilitar el crecimiento económico. Por ejemplo, McKinnon (1973) y Shaw (1973) sostuvieron que los impedimentos al desarrollo financiero (tales como la represión financiera) tendían a obstaculizar el crecimiento al limitar el monto de ahorros que podrían mobilizarse para fines de inversión, y al impedir que la intermediación financiera canalizara esos recursos hacia las actividades más productivas. En los años noventa, muchos nuevos modelos teóricos formalizaron esas ideas, basándose en el crecimiento endógeno y concentrándose en las diversas funciones del sistema financiero. Según se resume en Levine (2005), los principales canales a través de los cuales se espera que el sector financiero influya en el crecimiento son los siguientes: producción de información; asignación de capital a usos productivos; monitoreo de las inversiones y ejercicio del control del gobierno corporativo; negociación, diversificación y gestión del riesgo; movilización y concentración de ahorros; y facilitación del intercambio de bienes y servicios. Las variables utilizadas en los estudios empíricos sobre el sector financiero —tales como la relación entre crédito privado y PIB y capitalización de mercado y PIB— son variables sustitutas aproximadas que no necesariamente reflejan en qué medida el sector cumple esas diversas funciones. Es preciso tener esto en cuenta al interpretar los resultados empíricos.

**10. Empíricamente, establecer la dirección de causalidad desde las finanzas hacia el crecimiento económico ha sido un desafío clave.** King y Levine (1993) fueron los primeros en abordar este tema en un contexto de regresión entre países. En su estudio observan que los niveles iniciales de profundidad financiera —aproximados según el tamaño del sistema bancario en relación con el PIB— podrían predecir las tasas de crecimiento subsiguientes durante períodos prolongados, aun cuando se controle el efecto de otras variables explicativas. La profundidad del mercado bursátil también fue incorporada posteriormente por Levine y Zervos (1998), quienes observaron que la relación de causalidad iba desde las finanzas hacia el crecimiento. Tales resultados se mantuvieron al introducirse nuevos ajustes al enfoque utilizado, empleándose variables instrumentales (Levine, Loayza y Beck, 2000). En la década de 2000, la labor empírica continuó evolucionando con la aplicación de técnicas dinámicas de datos de panel, utilizándose valores rezagados de las variables financieras como instrumentos y controlándose el efecto de otros determinantes del crecimiento (Beck y Levine, 2004). El presente estudio sigue este último método, utilizando similares variables de control y técnicas econométricas para asegurar que la relación no sea una de correlaciones simples sino una de causalidad que va desde las finanzas hacia el crecimiento.

**11. En publicaciones recientes se observa que el vínculo positivo convencional finanzas-crecimiento se debilita cuando se utilizan datos posteriores a 1990.** Según se afirma en nuevos estudios, la contribución del desarrollo financiero al crecimiento difiere según las regiones, los países y los niveles de ingreso (Barajas, Chami y Yousefi, 2013; Nili y Rastad, 2007; y Khan, Senhadji y Smith, 2001). También se ha identificado la creciente incidencia de crisis bancarias como un factor que contribuye a la “desaparición” del vínculo empírico entre el sistema financiero y el crecimiento

(Rousseau y Wachtel, 2011). Estudios recientes también muestran que hay un punto más allá del cual una mayor profundización podría en realidad reducir el crecimiento, efecto conocido como de “demasiadas finanzas” (Arcand, Berkes y Panizza, 2012); en ellos se señalan las no linealidades relativas a la profundidad financiera. Aizenman, Jinjark y Park (2015), analizando datos a nivel sectorial de 41 economías, también observan que las finanzas aumentan el crecimiento, pero solo hasta cierto punto, además de tener efectos heterogéneos entre diversos sectores<sup>2</sup>.

**12. Se han propuesto numerosas explicaciones acerca del debilitamiento del nexo finanzas-crecimiento, especialmente cuando los niveles de profundidad financiera son altos.**

Cecchetti y Kharroubi (2015) se concentran en los efectos negativos sobre la eficiencia de la asignación de recursos y el desplazamiento del capital humano desde el sector real hacia el sector financiero cuando este se expande rápidamente. Un estudio reciente de Dabla-Norris *et al.* (2015) indica que, antes de la crisis financiera mundial de 2008, los recursos de las economías avanzadas estaban desviándose hacia el sector financiero y alejándose de otros sectores más productivos. De Gregorio y Guidotti (1995) sugieren que los países de ingreso alto pueden haber llegado al punto en el cual la profundidad financiera ya no contribuye a acrecentar la eficiencia de la inversión. Rajan (2005) recalca los peligros de un desarrollo financiero que genere sistemas financieros grandes y complicados, proceso que podría terminar en un “colapso catastrófico”. Gennaioli, Shleifer y Vishny (2012) muestran que, habiendo algún riesgo extremo desatendido, la innovación financiera puede aumentar la fragilidad del sector aun cuando no haya apalancamiento<sup>3</sup>.

**13. Con respecto a la relación entre el sector financiero y la estabilidad económica, hay dos visiones contrapuestas.** Una opinión sostiene que el desarrollo financiero disminuye la volatilidad al reducir las fricciones y las asimetrías informativas; aminora la sensibilidad de las condiciones de financiamiento a los cambios del patrimonio neto de los prestatarios, reduciendo así la amplificación de los ciclos que tiene lugar a través del acelerador financiero (Bernanke, Gertler y Gilchrist, 1999). También se dice que el desarrollo financiero promueve la distribución del riesgo, lo cual reduce las restricciones financieras, eleva la capacidad de las empresas y los hogares para absorber shocks y permite una mayor suavización del consumo. Según la visión contraria, las finanzas potencian la volatilidad económica y financiera y la probabilidad de una crisis, al promover una mayor asunción de riesgo y apalancamiento, particularmente cuando el sistema financiero está deficientemente regulado y supervisado.

<sup>2</sup> Asimismo, su estudio presenta datos que evidencian la necesidad de suplementar los indicadores de profundidad convencionales —a los cuales se refieren como “cantidad de finanzas”— con indicadores de “calidad”, tales como el diferencial entre las tasas de interés activas y pasivas.

<sup>3</sup> Wolf (2009) señaló que el sector financiero de Estados Unidos creció seis veces más que el PIB nominal antes de la crisis financiera mundial de 2008, sosteniendo que, en lugar de ser “un sirviente”, el sistema financiero ha pasado a ser “el amo de la economía”.