



Confiar en el gobierno

Marc Quintyn y Geneviève Verdier

EL EPICENTRO de la crisis financiera reciente estuvo ubicado en países con los sistemas financieros más desarrollados, lo cual pone en tela de juicio las ventajas de estos. Pero el consenso general aún mantiene que el desarrollo financiero —a creación de un sistema financiero que logre una intermediación eficaz entre el ahorro y la inversión a través de la banca, los seguros y los mercados de acciones y bonos— contribuye al crecimiento económico y a un mejor nivel de vida.

Para cosechar los beneficios de mercados financieros profundos y en buen funcionamiento, muchos países liberalizaron los sistemas financieros con la esperanza de poner en marcha el desarrollo financiero. Los países industrializados se colocaron a la vanguardia de la reforma en la década de 1970, seguidos de muchos países de mediano y bajo ingreso. Sin embargo, los esfuerzos por estimular el sector financiero han arrojado resultados desiguales: la liberalización ha promovido el desarrollo financiero en varios países, pero en la mayoría los sistemas financieros continúan siendo

pequeños y básicamente subdesarrollados. En algunos casos, los avances efímeros del desarrollo financiero incluso provocaron graves crisis tras la liberalización. Estos resultados desiguales (véase el gráfico) dieron lugar a décadas de estudios para encontrar políticas y características institucionales que conduzcan al desarrollo financiero.

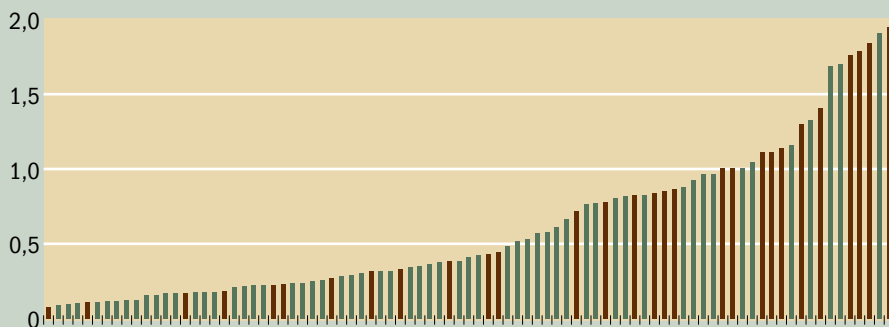
Según nuestro análisis, la liberalización financiera es una condición necesaria pero no suficiente para el desarrollo financiero (Quintyn y Verdier,

La confianza en el gobierno es crítica para el desarrollo financiero

Profundización de los mercados financieros

El grado de desarrollo financiero, medido según el volumen de crédito disponible en una economía, varía mucho entre los países.

(disparidades del coeficiente crédito al sector privado/PIB entre países, 2005)



Fuente: Cálculos de los autores basados en Banco Mundial, *World Development Indicators*.

Nota: Cada barra representa un país; las barras rojas representan países que han experimentado un episodio de aceleración de 10 años o más de duración.

2010). Nuestra conclusión es que el desarrollo financiero depende no solo de la situación macroeconómica imperante, el diseño de las políticas y principios tales como los derechos de propiedad y la exigibilidad contractual, sino también y especialmente de la calidad de los sistemas políticos que sustentan esos principios. Las instituciones políticas que mantienen controladas las acciones de los políticos les dan a ahorristas, inversionistas y prestatarios la seguridad de que sus derechos de propiedad estarán protegidos.

De la represión a la liberalización

Los intentos realizados después de la Segunda Guerra Mundial para utilizar el sistema financiero como motor del crecimiento económico se caracterizaron por la intervención directa del Estado para canalizar fondos hacia sectores designados como cruciales para el desarrollo. Se trata de una estrategia comúnmente utilizada por países de mediano y bajo ingreso, e incluso varias economías avanzadas la emplearon en cierta medida. En su versión extrema, estuvo basada en la existencia de bancos estatales y una multitud de controles administrativos aplicados a las instituciones financieras

Las instituciones políticas que mantienen controladas las acciones de los políticos les dan a ahorristas, inversionistas y prestatarios la seguridad de que sus derechos de propiedad estarán protegidos.

(control de las tasas de interés, topes al crédito, crédito dirigido y límites estrictos al ingreso en el sector). Lejos de producir los resultados esperados en términos de desarrollo y de crecimiento económico, tuvo efectos nefastos, como una asignación subóptima del capital y una corrupción generalizada, y desalentó el ahorro.

Esta estrategia, bautizada como “*represión financiera*” por autores como McKinnon (1973) y Shaw (1973), fue abandonada gradualmente a partir de comienzos de la década de 1970. La reemplazó la *liberalización financiera*: eliminación de los controles administrativos aplicados a las instituciones financieras (como los de las tasas de interés), privatización de bancos estatales y habilitación de más bancos privados, ingreso de bancos extranjeros y, más adelante, apertura de la cuenta de capital. El objetivo final de estas medidas era crear un sistema financiero competitivo que pudiera asignar recursos financieros a la economía según el riesgo y la rentabilidad. La liberalización financiera exigía un nuevo enfoque de supervisión prudencial para que el control del riesgo en las instituciones financieras tuviera una base sólida.

Muchos países han emprendido este tipo de liberalización, con resultados desiguales. De hecho, la diferencia entre los países con sistemas financieros desarrollados —medidos según el crédito bancario al sector privado como porcentaje del producto interno bruto (PIB), un indicador común de desarrollo financiero— y rezagados se está acentuando desde la década de 1990. Para conocer mejor el papel de los bancos como intermediarios de los recursos financieros, preferimos utilizar como indicador el crédito al sector privado, en lugar de otros criterios como el coeficiente depósitos bancarios/PIB. Es verdad que

el crédito al sector privado no tiene en cuenta otras características del desarrollo del sector financiero, como la calidad de sus servicios o el desarrollo del mercado bursátil. Sin embargo, como la mayoría de los sistemas financieros están dominados por bancos y los datos sobre el crédito al sector privado son fáciles de consultar en una amplia variedad de países, optamos por esta variable, que en nuestra opinión capta la evolución general en la mayor parte del mundo.

Cumplir con las promesas

Frente a estos resultados decepcionantes, una rama de la investigación designa al sistema jurídico imperante como uno de los factores institucionales cruciales para el desarrollo financiero. Por ejemplo, el sistema de derecho anglosajón respalda el desarrollo financiero porque protege a los particulares frente al Estado más que otras tradiciones jurídicas (La Porta *et al.*, 1998).

Otros estudios examinan en qué medida los países protegen *efectivamente* los derechos de propiedad (Acemoglu y Johnson, 2005). Cada operación financiera encierra la promesa de un reembolso futuro. Los agentes económicos participan voluntariamente en una operación financiera si esa promesa está respaldada por un mecanismo de exigibilidad verosímil; es decir, si sus derechos de propiedad están efectivamente protegidos. El argumento, por lo tanto, es que habrá un desarrollo financiero sostenido únicamente si todas las partes creen que las promesas tendrán cumplimiento.

Al margen de su importancia, esta determinación lleva a preguntarse cuál es la fuente fundamental de la protección *efectiva* de los derechos de propiedad. Varios autores piensan que las instituciones políticas son cruciales: básicamente, los gobiernos son los únicos que pueden garantizar que la protección no esté simplemente consagrada en la ley, sino que también se aplique en la práctica. Los agentes económicos deben tener la seguridad de que el sistema político incentivará a las autoridades a hacer cumplir los derechos de propiedad. Posiblemente lo que más promueva el desarrollo financiero sea un gobierno suficientemente fuerte como para proteger efectivamente los derechos de propiedad y dispuesto a mantener controlado su propio poder para impedir los abusos (Haber, North y Weingast, 2008; y Keefer, 2008). Esta delicada armonía depende de la voluntad de los protagonistas políticos para someterse a un sistema de controles y equilibrios. La confianza en el gobierno se traducirá en una actividad financiera más intensa. Desde este punto de vista, la calidad de las instituciones políticas de un país son el principal determinante del desarrollo financiero. Nuestro análisis determina que la mayoría de los episodios duraderos de profundización financiera ocurrieron efectivamente en países con instituciones políticas estables y de buena calidad.

La aceleración del desarrollo financiero

Para someter a prueba esta hipótesis, analizamos la evolución del coeficiente crédito al sector privado/PIB. Examinamos una muestra de 160 países de alto, mediano y bajo ingreso en 1960–2005, e identificamos 209 periodos de desarrollo financiero acelerado, definido como un aumento anual del coeficiente crédito al sector privado/PIB de más de 2% durante cinco años como mínimo. Aplicamos un promedio móvil trienal centrado que nos permite evitar “accidentes” o variaciones aleatorias en un año.

Los episodios de aceleración financiera duraron de cinco años (el mínimo fijado) a 22 años. Basándonos en los criterios aplicados

en este tipo de estudios, dividimos los períodos de aceleración en cortos (de cinco a 10 años de duración) y prolongados y sostenidos (de más de 10 años). De los 209 episodios, solo 48 —es decir, poco más de una quinta parte— fueron prolongados. La mayoría de los países que hoy tienen sistemas financieros sumamente desarrollados experimentaron una aceleración sustancial en algún momento de los últimos 50 años. Pero eso no es de por sí una garantía de éxito; el desarrollo dio marcha atrás en varios casos.

Para someter a prueba nuestra hipótesis sobre las instituciones políticas, comparamos las condiciones económicas e institucionales imperantes al comienzo de las aceleraciones de corta duración y de las aceleraciones sostenidas. Examinamos si un conjunto determinado de factores —variables macroeconómicas, liberalización financiera y tipos de instituciones políticas— influyen en la aceleración, y de qué manera. Las variables macroeconómicas incluyen el aumento del PIB y la inflación. La liberalización financiera está reflejada en un índice. La calidad de las instituciones políticas está reflejada en un índice del sistema de gobierno (el proyecto Polity IV) que va de -10 (régimenes autocráticos) a +10 (régimenes democráticos).

Observamos que los determinantes de la aceleración financiera varían según la duración del episodio. Las condiciones macroeconómicas favorables incrementan la probabilidad de todo tipo de aceleración. Lo mismo ocurre con la liberalización financiera. Cuando un país toma medidas para liberalizar el sistema financiero, produce un impacto significativo y profundo en la probabilidad de todos los tipos de aceleración.

La gran diferencia radica en el impacto de la variable de las instituciones políticas. Nuestros resultados respaldan firmemente la opinión de que las instituciones políticas importan, lo cual sugiere que los países con controles y equilibrios políticos —es decir, los regímenes más democráticos— tienen más probabilidades de experimentar un desarrollo financiero sostenido. Por el contrario, observamos que la variable del sistema de gobierno tiene un efecto significativo y negativo en la probabilidad de un período de aceleración corto. Eso nos lleva a pensar que los países con un sistema político que tiene un fuerte componente democrático también exhiben menos probabilidades de experimentar un desarrollo financiero efímero.

Para estudiar más a fondo el impacto de la estabilidad política en el desarrollo financiero, examinamos también el efecto de la perdurabilidad (duración en años) del régimen político. Los resul-

tados muestran que la perdurabilidad de un régimen democrático incrementa en gran medida la probabilidad de un período sostenido de desarrollo financiero.

Terreno fértil

Nuestro estudio determinó que los países con instituciones políticas más débiles tienen más probabilidades de experimentar un avance pasajero del desarrollo financiero. Por el contrario, los países cuyas instituciones políticas incluyen mecanismos de control y equilibrio tienen más probabilidades de experimentar una profundización financiera genuina y duradera después de la

Los regímenes democráticos perdurables . . . son el terreno más fértil para la profundización financiera.

liberalización financiera. Los regímenes democráticos perdurables —es decir, los que ofrecen una combinación de estabilidad e instituciones políticas de buena calidad con agentes sometidos a mecanismos de control y equilibrio— son el terreno más fértil para la profundización financiera.

La liberalización financiera brinda un fuerte ímpetu a la aceleración financiera, pero no es suficiente para una profundización sostenida del sector financiero. Eso requiere medidas de liberalización financiera respaldadas por un ambiente político que infunda confianza en que las promesas financieras se cumplirán y en que el gobierno no quebrantará los derechos de propiedad. Esa confianza surge de la calidad de las instituciones políticas y de su perdurabilidad. ■

Marc Quintyn es Jefe de División del Instituto del FMI, y Geneviève Verdier es Economista del Departamento de África del FMI.

Referencias:

- Acemoglu, Daron, y Simon Johnson, 2005, “Unbundling Institutions”, *Journal of Political Economy*, vol. 113, No. 5, págs. 949–95.
- Haber, Stephen, Douglass North y Barry Weingast, 2008, “Political Institutions and Financial Development”, en *Political Institutions and Financial Development*, compilado por Stephen Haber, Douglass North y Barry Weingast (Stanford, California: Stanford University Press), págs. 1–9.
- Keefer, Philip, 2008, “Beyond Legal Origin and Checks and Balances: Political Credibility, Citizen Information, and Financial Sector Development”, en *Political Institutions and Financial Development*, compilado por Stephen Haber, Douglass North y Barry Weingast (Stanford, California: Stanford University Press), págs. 125–55.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer y Robert Vishny, 1998, “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, vol. 106, No. 6, págs. 1113–55.
- McKinnon, Ronald I., 1973, *Money and Capital in Economic Development* (Washington: Brookings Institution).
- Proyecto Polity IV, disponible en www.systemicpeace.org/polity/polity4.htm
- Quintyn, Marc, y Geneviève Verdier, 2010, “‘Mother, Can I Trust the Government?’ Sustained Financial Deepening—A Political Institutions View”, *IMF Working Paper 10/210* (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Shaw, Edward S., 1973, *Financial Deepening in Economic Development* (Nueva York: Oxford University Press).

Presionar el pedal

Los factores que impulsan las aceleraciones cortas o las aceleraciones más prolongadas no son los mismos.

	Aceleraciones que duran 5–10 años	Aceleraciones que duran más de 10 años
Variables macroeconómicas		
Crecimiento económico real	+	+
Variables financieras		
Liberalización financiera	+	+
Supervisión bancaria	-	+
Instituciones políticas		
Sistema de gobierno	-	+
Perdurabilidad (régimen democrático)	-	+
Perdurabilidad (régimen autocrático)	+	-
Otros		
Coefficiente crédito/PIB	-	-
PIB per cápita	+	+

Fuente: Cálculos de los autores.
Nota: El signo de más (de menos) indica una correlación positiva (negativa) entre la variable y la aceleración financiera.