Finanzas

Desarrollo económico

FCEA - FCS

16 de septiembre de 2025

Maestría en Economía (Opción Análisis Económico)

Ciencias Sociales
Universidad de la República
URUGUAY

Objetivos

1. Contar la vinculación entre finanzas y desarrollo.
2. Explicitar el rol de los intermediarios financieros.
3. Dar los principales textos que analizan el vínculo entre finanzas y desarrollo.

Índice

Presentación

Evidencia empírica

Correlaciones

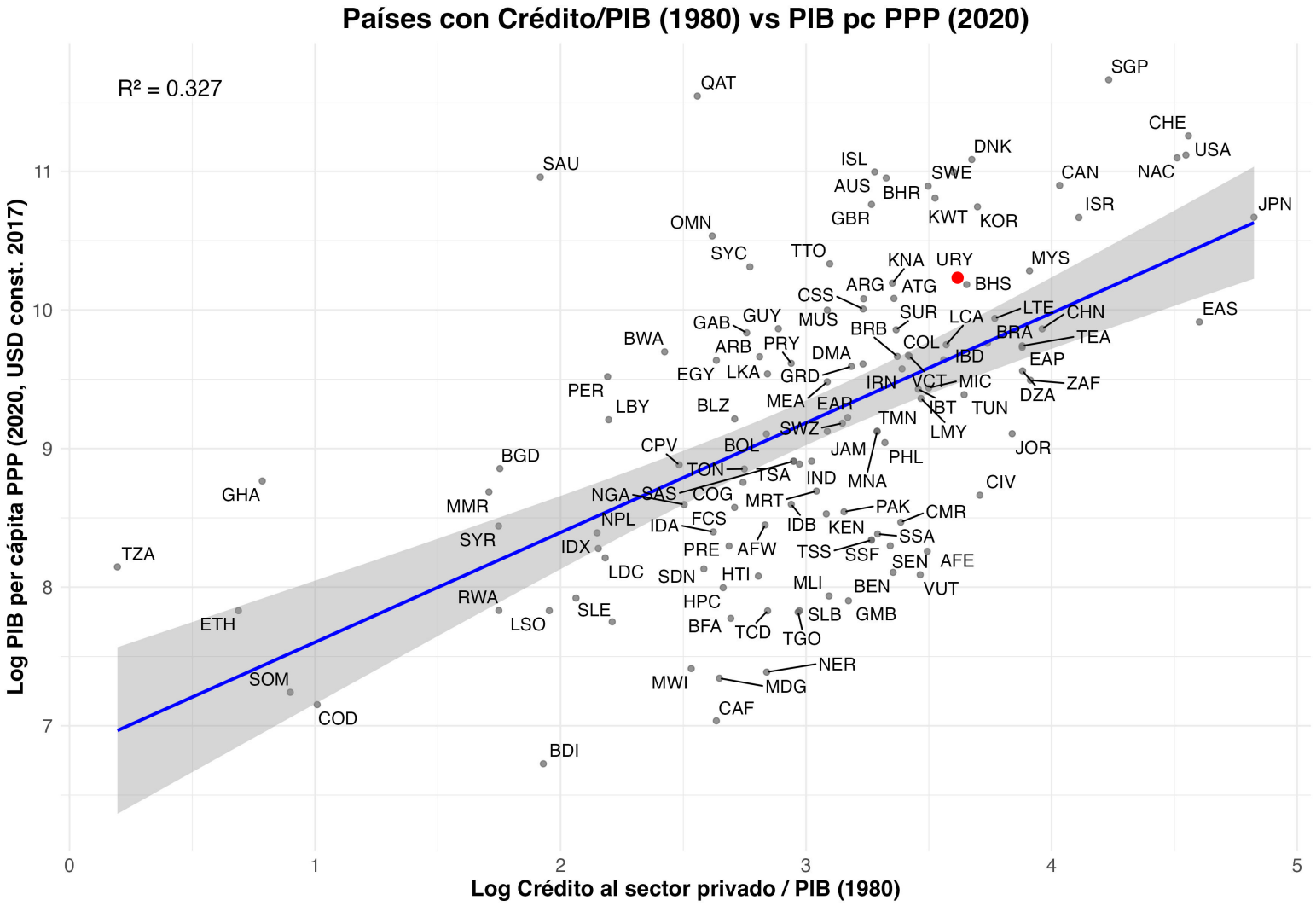
Causalidad

(Una) Explicación

Vínculo

Motivación próximo tema

Correlación finanzas desarrollo



Fuente: World Bank WDI

Ciencias Sociales
Universidad de la República
URUGUAY

Presentación

- Schumpeter (1911) fue de los primeros que vinculó crédito y desarrollo.
  - "El empresario ... necesita crédito ... para producir, para llevar adelante sus innovaciones, para llegar a ser empresario."
  - "Sólo puede ser empresario si previamente es deudor."
  - "La principal función del mercado de capitales es transar crédito con el objetivo de financiar el desarrollo. El desarrollo crea y alimenta este mercado."
- ¿Desarrollo financiero *causa* crecimiento? Ideas requieren financiamiento (ej. Watt + Boulton –inversor–).
- Impacta

$$Y = AK^{\alpha}L^{1-\alpha}$$

Funciones mercados financieros

Levine (2005):

- Mercados financieros reducen las fricciones de mercado (adquirir información, hacer cumplir contratos, hacer las transacciones).
- En particular:
  1. Generan información ex ante sobre posibles inversiones y asignación de capital.
  2. Monitorean empresas y ejercen gobierno corporativo ex post.
  3. Facilitan el intercambio, diversificación y manejo del riesgo.
  4. Movilizan y agregan ahorro.

Funciones (cont.)

1. Generan información y asignan capital (*ex ante*).
   - Altos costos asociados con evaluar empresas, gerentes y condiciones de mercado antes de decidir invertir.
   - Intermediarios financieros pueden reducir costos de adquirir y procesar información (especialización, economías de escala).
2. Monitorean empresas y ejercer gobierno corporativo (*ex post*).
   - Monitorear empresas e influir sobre decisiones de inversión impacta ahorro y asignación de crédito.
   - Mayor monitoreo facilita conseguir financiamiento.

Funciones (cont.)

3. Mitigar riesgo.
   - Cuando hay costos de transacción e información, intermediarios financieros pueden facilitar agrupar, cubrir y transar riesgos.
   - Diversificar: mitigar riesgos asociados a proyectos.
   - Tiempo: transar riesgos entre generaciones presentes y futuras.
4. Agregan ahorro. Implica
   - sobrellevar costos de transacción de recolectar ahorro de diversos individuos;
   - sobrellevar las asimetrías de información que implican hacer que los ahorristas se sientan seguros entregando el control de sus ahorros.

Índice

Presentación

Evidencia empírica

Correlaciones

Causalidad

(Una) Explicación

Vínculo

Motivación próximo tema

Índice

Presentación

Evidencia empírica

Correlaciones

Causalidad

(Una) Explicación

Vínculo

Motivación próximo tema

Presentación

- King y Levine (1993) estudian relación entre finanzas y desarrollo.
- Datos: 80 países entre 1960 y 1989.
- Desarrollo financiero (Fin):
  - pasivos (líquidos) / PIB,
  - depósitos bancarios / (depósitos bancarios + en BC),
  - crédito a privados / crédito total (excluido a bancos),
  - crédito a privados (excluido a bancos) / PIB.

Presentación (cont.)

- Desarrollo económico (DEc):
  - $\triangle$ PIB p/c,
  - $\triangle$ K p/c,
  - inversión / PIB,
  - $\triangle$ "todo lo que no es K"

Resultados

1. Mayor nivel de desarrollo financiero asociado con mayores tasas de desarrollo económico (4 variables).

$$DEc_{60-89} = \alpha + \beta Fin_{60-89} + \gamma X + \varepsilon$$

con X controles, DEc y Fin promedios 1960-89.

2. Desarrollo financiero predice crecimiento en el LP (10 a 30 años después).

$$DEc_{60-89} = \alpha + \beta Fin_{60} + \gamma X + \varepsilon$$

con X controles, DEc promedio 1960-89, Fin en el año 1960.

- Problema: ¡correlaciones!

Índice

Presentación

Evidencia empírica

Correlaciones

Causalidad

(Una) Explicación

Vínculo

Motivación próximo tema

Idea

- Rajan - Zingales (1998).
- Mercados financieros reducen costos de obtener financiamiento.

$\Rightarrow$ desarrollo financiero tiene que ayudar principalmente a empresas (o sectores) que, por razones tecnológicas, sean fuertemente dependientes de financiamiento externo para crecer.

- Problema: aislar desarrollo financiero de necesidades financieras de las empresas (sectores).

Solución

- Solución:
  - Identifican necesidades de financiamiento externo con datos de EE.UU.
  - Supuesto 1: en EE.UU. las empresas no tienen restricciones de acceso a financiamiento.
  - Supuesto 2: las industrias, en términos de acceso a financiamiento externo, son todas similares en el mundo.

$\Rightarrow$ las industrias más dependientes de financiamiento externo crecerán más en países con sistemas financieros más desarrollados.

Variables - datos

- Variables:
  - y_{jk}, crecimiento real en VAB real promedio 1980-90 de industria j en país k,
  - X_j^{EEUU}, (gastos capital - flujo de caja) / gastos capital, de la industria j promedio de los 80's en EE.UU.,
  - FD_k, es: i) índice valoración de los estándares contables del país k; ii) (crédito + capitalización mercado) / PIB.
- Datos: 36 industrias, 42 países.

Modelo - resultados

$$y_{jk} = \alpha_j + \alpha_k + \beta \times X_j^{EEUU} \times FD_k$$

- Encuentran $\beta > 0$, significativo al 1 %.

Índice

Presentación

Evidencia empírica

- Correlaciones
- Causalidad

(Una) Explicación

Vínculo

- Motivación próximo tema

Presentación

- Desarrollo de mercado financiero depende de protección de acreedores.
- La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny (1997) analizan como las normas protegen acreedores en 49 países.
- Utilizan origen legal de las normas como instrumento para protección de derechos de acreedores.
  - Normas formales que protegen a acreedores y accionistas minoritarios están establecidas en leyes.
  - Provienen de 4 familias, cada con niveles de protección distintos.
  - Familias legales: Derecho civil francés; Derecho consuetudinario; Derecho civil germánico; Derecho civil escandinavo.
  - Sistemas legales son rígidos en el tiempo.
- Hallazgo: peor protección de inversores (acreedores y accionistas) $\Rightarrow$ mercados de crédito y de capitales menos desarrollados

Familias legales: características

- Derecho civil francés:
  - inquisitorio; alto grado de formalismo (hostil a la jurisprudencia) y rigidez; jueces con baja discreción para interpretar normas; justicia específica para actos administrativos; enfocada en encontrar una solución justa a disputas,
  - codificado por Napoleón (1801): buscaba eliminar jurisprudencia, marco de amplia corrupción de jueces en Francia que requería minimizar el rol de los jueces.
- Derecho civil germánico:
  - justicia juzga al gobierno; diseñado para evolucionar; habilita la jurisprudencia,
  - codificado por Bismarck (1900): menor corrupción judicial.

Familias legales: características (cont.)

- Derecho civil escandinavo: desarrollado entre S. XVII y XVIII; similar al derecho civil romano; permite jurisprudencia
- Derecho consuetudinario:
  - confrontativo; ley por encima del gobierno; jueces tienen gran discreción; menos formal; basada en hechos y en resolver caso concreto mas que aplicar la norma; enfocada en seguir un procedimiento justo.
  - Revolución gloriosa de 1688: pone al Parlamento por encima de la Corona; redacta normas de libertades civiles y políticas; incentiva independencia de jueces del poder.

Familias legales (cont.)

- Gobiernos en países de derecho civil francés tienen, respecto a anglosajones:
  1. mayor posibilidades para canalizar recursos a fines políticos ventajosos,
  2. dificultades en generar compromisos creíbles de no interferir en contratos privados.
- Sesgo de selección: rigidez para interpretar de derecho civil francés autoselecciona individuos menos talentosos y innovadores para la justicia.

Familias legales: expansión

- Expansión basada en la conquista.
- Derecho civil francés: se extiende a Italia, Polonia, Países Bajos, España, Portugal, y ellos a sus colonias (America del Sur y Central; Oceanía, Indochina, Africa subsahariana, etc.)
- Derecho civil germánico: Hungría, Grecia, Checoslovaquia, Yugoeslavia, Japón, Corea.
- Derecho civil escandinavo: Dinamarca, Suecia, Noruega, Islandia y Finlandia.
- Derecho anglosajón: Inglaterra, EE.UU. Canadá, Australia, Nueva Zelanda, India, Sudáfrica.

Mapa

Legal Origins
English
French
German
Scandinavian
Socialist

Variables: accionistas

- Derechos de accionistas (*shareholders rights*):
  - Indicador una acción - un voto (vale 0 o 1).
  - Derechos contra directores (voto por correo, evitar depositar acciones con un tercero, voto acumulativo, accionar contra directores, compra previa de nuevas emisiones por los accionistas, % de stock de capital necesario para citar una reunión extraordinaria de accionistas). Va de 0 a 5 (uno por cada derecho), con 0 peores derechos.
- Miden el control de accionistas minoritarios tanto contra los mayoritarios, como contra directores de empresas (Micro II, ¿recuerdan?).

Variables: acreedores

- Derechos de acreedores: (*creditor rights*) indicador agregado que mide los poderes de los acreedores privilegiados en la quiebra:
  - si no se evita la venta de activos en la reorganización,
  - si se mantienen derechos de acreedores privilegiados en reorganización,
  - si se requiere consentimiento de acreedores para pedir reorganización,
  - si se remueve al gerente en caso de reorganización.
- $CR \in [0, 4]$, donde 0 es derechos de protección pobres.

Variables: controles

- Controles:
  - indicador *rule of law* (indicador que va de 0 a 10; 0 indica menor tradición de ley y orden),
  - log PIB,
  - crecimiento PIB.

Variables explicadas

	Medias de variables	
Mercado	O.L. Francés	O.L. Anglosajón
Financiero		
Capitalización Externa / PIB	0,21	0,6
Empresas en bolsa / Población	10	35,45
IPOs / Población	0,2	2,23
Crédito		
Deuda sector privado / PIB	0,45	0,68

Modelo

$$y_i = \alpha + \beta_1 OL_i + \beta_2 Accio_i + \beta_3 Accreed_i + \beta_4 Cont_i + \varepsilon$$

donde OL_i es origen legal país i, $Accio$ son las variables de derechos de accionistas, $Acreed$ variables derechos acreedores, $Cont$ son controles.

- Corren el modelo con 49 observaciones.
- Encuentran que entorno legal es relevante para el mercado financiero.
- Los países de tradición legal francesa tienen la peor protección de accionistas y acreedores, y los mercados financieros menos desarrollados.

Otros Trabajos

- La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny (1998): "Law and Finance"
  - peor protección de inversores (acreedores y accionistas) $\Rightarrow$ empresas con propiedad más concentrada.
- La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer (1999): "Corporate Ownership around the World"
  - peor protección de inversores (acreedores y accionistas) $\Rightarrow$ propiedad de empresas en familias o el Estado.
- La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny (2002): "Investor Protection and Corporate Valuation"
  - peor protección de inversores (acreedores y accionistas) $\Rightarrow$ empresas tienen (comparativamente) menor valor en bolsa.

Otros Trabajos (cont.)

- Djankov, McLiesh y Shleifer (2007): "Private Credit in 129 Countries"
  - Mejor protección de acreedores legal y a través de instituciones de información sobre deudores $\Rightarrow$ mayor ratio crédito sector privado / PBI (protección legal + importante en países ricos).
- Djankov, Hart, McLeish y Shleifer (2008): "Debt Enforcement around the World"
  - Indicador de eficiencia concursal (correlacionado con PBI per cápita y origen legal) predice desarrollo de mercado de deuda.
- Nota: una discusión interesante la pueden encontrar en La Porta, Lopez-de-Silanes y Shleifer - The economic consequences of legal origins.

Críticas

- Estos trabajos recibieron muchas críticas.
- Dos en particular (propias):
  - si todo está en la ley, y es inmutable, ¡estamos fritos!
  - a la inversa, si sabemos que el problema es la ley, ¿porqué no cambiarla y listo?
- El segundo punto nos lleva al tema de instituciones (más adelante...).

Índice

Presentación

Evidencia empírica

- Correlaciones
- Causalidad

(Una) Explicación

Vínculo

- Motivación próximo tema

Presentación

- Beck, Levine y Loayza (2000).
- Estudian el impacto de intermediarios financieros sobre crecimiento.
- Utilizan dos métodos de estimación:
  - datos de corte transversal: diferencia de crecimiento entre países.
  - panel: cambios en desarrollo financiero en el tiempo $\Rightarrow$ ¿impacta en crecimiento?
- Corte transversal: instrumento para el desarrollo financiero, origen legal.
- Panel permite controlar por efectos país específicos no observados.

Datos, variables, ecuaciones: corte transversal

- Corte transversal: $Y_i = \alpha + \beta \times Finance + \gamma' X_i + \varepsilon_i$
- 63 países, promedio período 1960-1995.
- Variables:
  - Dependiente: $\triangle$PBI real per cápita (Y_i);
  - Explicativa: Crédito privado /PBI ($Finance$);
  - Instrumento: origen legal;
  - Controles (X_i): Ingreso per cápita al inicio; años promedio de alfabetización; apertura al comercio; inflación; tamaño del gobierno; premio en el mercado negro.

Datos, variables, ecuaciones: panel

- Panel: $y_{it} = \alpha' X^1_{it-1} + \beta' X^2_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$.
- 63 países, promedios quinquenales para el período 1960-1995.
- Variables:
  - igual que antes, excepto que X^1_{it-1} son las variables rezagadas un período;
  - λ_t es un tendencia y μ_i es un efecto fijo por país.

Resultados

- Efecto estadístico y económicamente significativo de intermediarios financieros sobre el crecimiento y el incremento de productividad
- Tanto en corte transversal como en panel.
- Nota: instrumento de intermediarios financieros = origen legal $\Rightarrow$ instituciones determinan desarrollo financiero.

Índice

Presentación

Evidencia empírica

- Correlaciones
- Causalidad

(Una) Explicación

Vínculo

- Motivación próximo tema

Idea

- Aghion y otros (2019).
- Crédito tiene dos efectos contrarios sobre productividad (eficiencia).
- Efecto directo del crédito: facilita innovación.
- Efecto indirecto (reasignación): más acceso a crédito permite que empresas ineficientes sigan en el mercado, desalentando la entrada.
- Modelo teórico: existe una relación de U invertida entre financiamiento y crecimiento de la productividad.

Modelo empírico

- Datos de empresas para Francia.
- Facilidad de acceso a crédito medido a través de rating de encuentran que las empresas instaladas con facilidad de acceso a crédito (bajo rating de riesgo de incumplimiento):
  1. tienen alto crecimiento de productividad,
  2. tienen bajas tasas de salida, particularmente las menos productivas.
- Usan un cambio exógeno en el rating de empresas que permitió que accedan a financiamiento para identificar causalidad.

Hasta aquí por ahora

Próximo: Tecnología (eficiencia).