



Munich Personal RePEc Archive

**Does it worth having local financial  
intermediaries? An examination onto  
recent literature**

Ferro, Gustavo

UADE

July 2000

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/15359/>

MPRA Paper No. 15359, posted 22 May 2009 08:05 UTC

## **¿Vale la pena tener intermediarios financieros propios? Un examen a la literatura reciente**

Gustavo Ferro<sup>1</sup>

### **I-Introducción**

¿Se beneficia una economía en términos de crecimiento por disponer de intermediarios financieros propios?<sup>2</sup> ¿Si así fuera, qué se puede hacer para mejorar el desempeño de los intermediarios?. En el presente trabajo se efectúa una revisión de la literatura teórica y empírica internacional reciente en torno a esas preguntas. Hay dos vertientes de aquella que resultan particularmente interesantes: aquella que se ocupa de los nexos entre el crecimiento económico y el desarrollo de los intermediarios financieros (banca y/o mercado de capitales) y otra que añade un elemento interesante que es el sesgo a colocar ahorros en inversiones localizadas cercanamente. La revisión de la literatura aquí efectuada comprende cuatro secciones. Tras esta introducción, la sección II se refiere a crecimiento económico y desarrollo de la intermediación financiera: nexos teóricos, correlaciones y causalidades observadas y la sección III a la hipótesis del “Sesgo a lo Doméstico” (“Home Bias”) como un argumento a favor de intermediarios financieros propios. Finalmente, la última sección es la de síntesis y conclusiones.

En forma esquemática, se arriba a los siguientes resultados:

- 1) Hay correlación y causalidades comprobadas en muestras de países amplias y para períodos dilatados de tiempo, entre desarrollo financiero y crecimiento, desarrollo bursátil y crecimiento, ambas medidas financieras y productividad, para diferentes medidas de productividad. Más crédito bancario y más liquidez en los mercados bursátiles implican mayor crecimiento.
- 2) Las medidas se refuerzan cuando se contempla el origen legal de los países. El origen legal se relaciona con la protección a los accionistas minoritarios y la calidad de información diseminada. Los países con derecho de origen francés tienen retraso relativo respecto de los anglosajones en ambas cuestiones, y menor desarrollo financiero en consecuencia.
- 3) Las bolsas y los sistemas financieros tienden a complementarse en países emergentes: el servicio provisto por ambos tipos de intermediarios es complementario antes que sustitutivo.
- 4) Otros elementos son usados como variables de control y arrojan las sensibilidades esperadas excepto la tasa de inflación. Se computaron inflación, política fiscal y estabilidad política, educación, eficiencia del sistema legal, política cambiaria y apertura al comercio internacional.
- 5) Los elementos anteriores no están implicando una razón para tener localmente una bolsa o un sistema bancario: simplemente se sugiere que más crédito y más liquidez en las transacciones de acciones, en un contexto de protección a los socios minoritarios e información de calidad y ampliamente disponible, implican mayor crecimiento. ¿Podría importarse totalmente un sistema financiero y un mercado bursátil?
- 6) Hay un argumento de peso para negar la pregunta anterior, y es el sesgo a lo doméstico observado en la composición de activos de los países desarrollados. La simple distancia física inhibe colocaciones de ahorro fuera del ámbito doméstico inmediato, contra todas

---

<sup>1</sup> Profesor Investigador Universidad Argentina de la Empresa (UADE), Buenos Aires, [gferro@uade.edu.ar](mailto:gferro@uade.edu.ar)

<sup>2</sup> En otras palabras: ¿por qué no importar los servicios de un mercado de capitales ya desarrollado, ya que la intermediación local implica costos? Parecen haber ventajas de “sustituir importaciones” que aquí intentan reseñarse: crece más un país con intermediarios propios (y robustos), y hay una suerte de protección natural al desarrollo de intermediarios propios dado por el sesgo a lo doméstico.

las recomendaciones teóricas de diversificación y diseminación de riesgo. El problema se agrava cuando se coloca incertidumbre, asimetrías informativas, bienes no transables, diferencias legales, regulatorias, impositivas, de tipos de cambio y de riesgo país. Esto provee una poderosa justificación a mantener domésticamente mercados financieros y bursátiles. En todo caso, las cuestiones relevantes son cómo bajar los costos de intermediación, actuando sobre los componentes exógenos, regulatorios, legales, impositivos y de organización de mercado que pudieran encarecer la intermediación.

## **II-Crecimiento económico y desarrollo de la intermediación financiera: nexos teóricos, correlaciones y causalidades observadas**

El examen de la literatura internacional sobre la relación entre intermediación financiera y crecimiento de la economía, ha tenido una fuerte expansión en los últimos años, y se advierte en su evolución, contemporánea a la mejora de las estadísticas y de los métodos econométricos, un avance desde explicaciones basadas en correlación, hasta las modernas que determinan causalidad. Un elemento común es el uso de bases de datos con muchos países y períodos de tiempo dilatados, que permiten por un lado una perspectiva amplia, aunque los resultados son de alcance general y no permiten detenerse en detalles. A continuación se reseña la observación y análisis de la literatura referenciada.

Schumpeter allá por 1911, argumentaba que los bancos juegan un rol esencial en el desarrollo económico, al decidir qué firmas obtendrán el uso de los ahorros de la sociedad. Al economizar los costos de adquirir y procesar información acerca de firmas y gerencia, los bancos pueden influenciar la asignación de recursos: los mejores bancos son los que a menor costo producen y difunden más y mejor información. Schumpeter argumentó que los servicios de los intermediarios financieros, cumplen una serie de importantes funciones (King y Levine, 1993), que pueden resumirse en cinco puntos:

- 1) Movilizan recursos de unidades superavitarias a unidades deficitarias. Un grupo de agentes en la economía efectúan ahorros y otra parte los aplican a inversiones productivas. La existencia de intermediarios permite que los recursos se canalicen de un modo fluido sin que las unidades deficitarias tengan necesariamente que establecer contacto y negociar precios y cantidades con las unidades superavitarias.
- 2) Evalúan proyectos, lo que permite rankear prioridades en la asignación de los capitales escasos de la economía, entre destinos diversos, y eliminar las opciones no rentables. En tal sentido, son especialistas, acumulan conocimiento y experiencia y por escala hacen más económicas actividades que a ahorristas privados les resultarían caras y complejan. La clave es la información que generan y difunden y las señales que transmiten a ahorristas e inversores.
- 3) Administran riesgos y plazos, al tener en cartera deudas de distinta maduración, aplicada a proyectos de diversa rentabilidad y con diferentes posibilidades de recupero. Hay un papel de asignación de riesgos y de diseminación del riesgo que no todo ahorrista individual podría efectuar y que significa que cada riesgo particular encuentre un precio, relacionado con su lugar en la cartera de riesgos de la economía.
- 4) Controlan desempeños, realizando un seguimiento ex post de los proyectos a que se aplicaron los fondos. La información acumulada adiciona experiencia a futuro, y son señales sobre calidad de proyectos y gerencia.
- 5) Facilitan transacciones, uniendo las partes (deudores y acreedores). Realizan una búsqueda y centralizan funciones para los que resultan especialistas, con ahorro de recursos informativos y pecuniarios respecto a si similares actividades las realizaran las puntas de la relación.

Todas las funciones anteriores son esenciales para la innovación tecnológica y el desarrollo económico. King y Levine (1993), muestran usando datos de unos ochenta países entre 1960 y 1989, que altos niveles de desarrollo de la banca están significativa y robustamente correlacionados con rápido crecimiento económico corriente y futuro del ingreso, la acumulación de capital físico y la eficiencia económica.

Otra vía para demostrar la correlación anterior, como apuntan Demirgüç-Kunt y Levine (1993), es que las crisis financieras pueden obstaculizar o retrasar el crecimiento. Una analogía es la existencia de la moneda. Puede demostrarse teóricamente que la existencia de un común denominador para las transacciones, usado como medio de cambio y depósito de valor, potencia las economías comparadas con las posibilidades que brindaría el trueque. Una hiperinflación, donde se pierde la moneda remite a los inconvenientes del trueque y muestra por defecto la utilidad de la institución.

Los indicadores de desarrollo financiero (del sector bancario) analizados en el estudio empírico de King y Levine (1993) y correlacionados con indicadores de progreso económico, son:

- 1) Profundidad financiera, medida por un indicador del stock de activos líquidos en la economía (M2 o M3), respecto del PBI. M1 y M2 recogen las formas más líquidas de dinero en efectivo circulante en una economía, más los depósitos más líquidos en el sistema bancario. Es común relacionar su amplitud respecto de la economía (PBI) como una índice que permita comparaciones homogéneas entre países. La medida es  $M1/PBI$  o  $M2/PBI$ . La segunda es más grande que la primera, pero incorpora elementos menos líquidos.
- 2) Intermediación financiera, medida mediante la importancia de los depósitos bancarios en relación al crédito del banco central respectivo. Los bancos centrales crean dinero base ( $B$  = circulante más encajes de los bancos en el banco central). La base se multiplica por la intermediación bancaria a partir de la existencia de capacidad prestable de los bancos comerciales luego de constituidos los encajes sobre los depósitos que reciben, y que constituye la materia prima del sistema financiero. Esta medida, lo que hace es aislar del crédito total en la economía, el creado por el banco central. Ello implica tomar solamente la creación de crédito por la banca comercial. La medida es  $(M1 - B)/PBI$  o  $(M2 - B)/PBI$ .
- 3) Créditos al Sector Privado No Financiero, como porcentaje del crédito total (a empresas no financieras y financieras), y como porcentaje del PBI. Se depura de la medida anterior el crédito que el sistema financiero le otorga al sector privado financiero. Las medidas son  $CSPNF/(CSPF + CSPNF)$  y  $CSPNF/PBI$ . Allí CSPNF es el Crédito al Sector Privado No Financiero y CSPF es el Crédito al Sector Privado Financiero. Ambos elementos integran el crédito total.

King y Levine (1993), encuentran que cuando los países tienen niveles relativamente altos de desarrollo financiero, el crecimiento tiende a ser relativamente rápido a lo largo de los posteriores 10 a 30 años.

Un estudio de 32 mercados emergentes de He y Pardy (1993), citado por Demirgüç-Kunt y Levine (1993), muestra correlación entre desarrollo bursátil y profundidad financiera. En tal muestra, los países con mayores mercados bursátiles tienen también segmentos bancarios que prestan relativamente más dinero al sector privado, respecto al PBI. Además, los países que tienen segmentos bursátiles más desarrollados, son los más ricos de la muestra: hay correlación positiva entre PBI per cápita y Capitalización Bursátil/ PBI.

He y Pardy (1993), manifiestan que el desarrollo del mercado bursátil requiere empresas industriales bien establecidas, ahorros suficientes, intermediarios financieros desarrollados, infraestructura legal, contable y de control.

Demirguc-Kunt y Levine (1993), elaboran indicadores de desarrollo de los mercados de acciones, y los cotejan contra la evolución y funcionamiento de los intermediarios financieros. Arguyen que muchos economistas desestiman la importancia de los mercados de acciones como fuente de capital para las empresas, por representar un nivel relativamente bajo de financiamiento el allí obtenido. Por el contrario, opinan Demirguc-Kunt y Levine (1993), los beneficios exceden la capitalización bursátil, al ayudar a fijar precios y cubrir riesgos más efectivamente. Un mercado de acciones que funcione bien, se espera conduzca a menor costo de capital para las firmas. A la vez, el control informativo del mercado de acciones sobre las firmas cotizantes debería influir, en el sentido de orientar correctas decisiones de inversión en la conducta de las compañías. La medición del nivel de desarrollo de un mercado de acciones puede efectuarse a partir de una serie de indicadores, entre los cuales los más tradicionales son

- 1) Capitalización Bursátil/PBI,
- 2) Número de Empresas Cotizantes,
- 3) Valor Transado/Capitalización del Mercado.

Se pueden confeccionar indicadores institucionales a partir de:

- 1) Regulaciones, más o menos restrictivas,
- 2) Disposición de Información,
- 3) Reglas de Transparencia,
- 4) Costos de Transacción.

Y dentro de las características que hacen a la formación de precios en los mercados, Demirguc-Kunt (1993) nombran:

- 1) Eficiencia con que se pone precio al riesgo, y
- 2) Grado de integración con el resto del mundo.

Los mercados de acciones desarrollados generalmente disponen de:

- 1) Cuerpos de supervisión,
- 2) Reglas de difusión de información,
- 3) Estándares contables internacionalmente aceptables,
- 4) Bajos costos de transacción,
- 5) Plazos cortos de compensación,
- 6) Fácil (barata) entrada y salida,
- 7) Trato favorable a ganancias de capital y dividendos, en materia impositiva, para nacionales y extranjeros.

El mercado bursátil puede ser un lugar donde diversificar riesgos: una fuente adicional de financiamiento, aún cuando no la principal: el procesamiento de información que hacen los bancos y la diversificación del riesgo que ofrecen las bolsas, pueden ser servicios complementarios. Los mercados de acciones estimulan adicionalmente otras formas de cobertura de riesgos como los derivados financieros.

Beck, Levine y Loayza (1999), se concentran en el impacto de los bancos en el crecimiento de la productividad, la acumulación de capital, las tasas de ahorro privadas y el crecimiento global. El trabajo explora una causa de diferencias entre países en el crecimiento de la Productividad Total de los Factores (residuo del crecimiento no explicado por la acumulación de factores): las diferencias en el nivel de desarrollo del sector bancario. El crecimiento se explica por el aumento de la dotación de capital y trabajo que usa la economía y por la “tecnología” en sentido amplio con que la sociedad hace uso de esos recursos (“Productividad Total de los Factores” PTF). La hipótesis de Beck, Levine y Loayza (1999), es que países con un sector bancario más desarrollado tienen mayor crecimiento de la PTF.

El trabajo se concentra en la relación causal entre el desarrollo del sector bancario en el crecimiento de la productividad (PBI per cápita), del capital per cápita, y de la tasa de ahorros privados (fuentes del crecimiento).

Beck, Levine y Loayza (1999) usan dos procedimientos econométricos –sección cruzada y panel dinámico- para evaluar el impacto de diferencias en el desarrollo del sector bancario en el crecimiento económico, la acumulación de capital, el crecimiento de la productividad y el ahorro privado.

El trabajo innova en la calidad de las mediciones usadas de tasas de ahorro, capital físico, productividad y desarrollo del sector bancario. En el primer caso, de difícil medición, se utilizan estimaciones recientes del Banco Mundial para un grupo grande de países, entre 1971 y 1995. Los datos de stock de capital en uso, solían partir de cifras de 1950, sobre la cual se acumulaban datos de inversión año por año, en forma muy agregada, e incluyendo construcción residencial. Hay estadísticas nuevas, de mejor calidad (Penn World Tables) que incluyen inversiones desagregadas y estimaciones de depreciación. También se innova en medidas agregadas de productividad total de los factores. Usando mejores datos de capital, se obtienen mejores residuos de Productividad Total de los Factores. También se controla por acumulación de capital humano. De tal modo, se obtienen tres medidas mejoradas de productividad total de los factores para examinar el impacto del desarrollo del sector bancario en el crecimiento de la productividad. También se mejora la medición del desarrollo del sector bancario. Se miden los créditos del sector bancario respecto del PBI. Esa medida distingue con más cuidado quién está conduciendo la intermediación, adonde los fondos están fluyendo. Se mejora el deflacionamiento de las series y se chequea contra trabajos anteriores.

Beck, Levine y Loayza (1999), encuentran que los bancos ejercen un fuerte impacto causal en el crecimiento del PBI real per cápita y en el crecimiento per cápita de la productividad. Con ambas bases de datos (corte transversal y panel dinámico), obtienen que mayores niveles de desarrollo del sector bancario produce tasas más elevadas de crecimiento económico y de productividad total de los factores.. Las estimaciones son robustas a la muestra y a cambios en la medida de desarrollo del sector bancario.

Con respecto al crecimiento del stock de capital físico y los ahorros, los resultados son más ambiguos. Hallan impactos en el crecimiento de la tasa de capital per cápita, pero inconsistencias entre medidas alternativas de desarrollo financiero con datos transversales. Similares resultados conflictivos se dan en los ahorros. Es amplia la literatura teórica que muestra que los bancos pueden reducir los costos de adquisición de informaciones acerca de firmas y gerencia, y disminuir los costos de realizar transacciones. Al proveer mejor información sobre tecnologías productivas y ejercitar el control corporativo, mejores bancos pueden mejorar la asignación de recursos y acelerar el crecimiento. Similarmente, al facilitar el manejo del riesgo, mejorar la liquidez de los activos disponibles a los ahorristas y reducir costos de transacción, pueden influir en la realización de inversiones en las actividades de mayores retornos. El efecto de mejores bancos en los ahorros, no obstante, es teóricamente ambiguo. Los mayores retornos generan efectos ingreso y sustitución sobre los ahorros<sup>3</sup>, asimismo, mayores oportunidades de diversificación de riesgo, tienen un impacto ambiguo sobre las tasas de ahorro.

No hay una medida directa de la capacidad de los bancos para investigar e identificar negocios rentables, monitorear y controlar gerencia, hacer buen manejo del riesgo y facilitar la movilización de los recursos. La medida usada en el estudio de Beck, Levine y Loayza (1999), es CREDITO PRIVADO (valor de créditos de intermediarios financieros dividido el PBI). La medida excluye el crédito emitido por el Banco Central, también el crédito otorgado

---

<sup>3</sup> Una mejora en el retorno al ahorro implica por una parte que el ahorrista está incentivado a ahorrar más, puesto que la abstención de consumo presente está mejor remunerada que antes (efecto sustitución favorece al ahorro que ahora conviene relativamente más que antes, respecto del consumo). Pero también el ahorrista es más rico, por percibir mayor remuneración, y eso lo puede inducir a ahorrar menos y consumir más (efecto ingreso).

al Estado y netea créditos y deudas entre intermediarios (Vale decir, es el crédito al sector privado no financiero)<sup>4</sup>.

Otras medidas de desarrollo financiero utilizadas fueron DEUDAS LIQUIDAS del sistema financiero (dinero en efectivo, más depósitos a la vista, más deudas a interés de bancos e intermediarios financieros no bancarios), dividido el PBI y BANCOS COMERCIALES - BANCO CENTRAL (razón de los activos domésticos de la banca comercial dividido activos domésticos de los bancos comerciales más el del banco central), midiendo el grado en que los bancos comerciales versus el banco central asignan los ahorros de la sociedad.

CRECIMIENTO es la tasa de aumento del PBI real per cápita a partir de datos de la contabilidad nacional. Se usa el coeficiente estimado de una regresión mínimo-cuadrática del logaritmo del PBI per cápita respecto de una constante y una tendencia temporal (serie de corte transversal). Para los datos quinquenales usados en el panel, se utilizan medias geométricas quinquenales.

Para el stock de capital, se hicieron cinco agrupaciones de capital: maquinaria, equipo de transporte, construcción residencial, construcción comercial e industrial, otra construcción, se separaron los datos de inversión y de depreciaciones. A partir de un capital inicial de cada serie, se le aplicaron inversión y depreciación. CRECIMIENTO DEL CAPITAL es la tasa de aumento del stock físico de capital per cápita. PROD1 es una de las tres medidas para el cálculo del crecimiento de la productividad: es el 70% de la CRECIMIENTO. Ello porque supone una participación del capital del 30% en una Cobb-Douglas<sup>5</sup>. PROD2 incluye en la función de producción el capital humano (medido como tasa de crecimiento de los años promedio de escolaridad). PROD2 es PROD1 menos el 50% de la variable CRECIMIENTO DE AÑOS DE ESCOLARIDAD<sup>6</sup>. La tercera medida, coloca el capital humano de otra forma en la función de producción, como una variable que aumenta el rendimiento del factor trabajo, en tanto el coeficiente de la tecnología es productividad inducida por el aumento del trabajo. Supone que los primeros tres años de escolaridad tienen un retorno del 13,4% anual, los cuatro segundos 10,1% y los siguientes 6,8% (medias para Africa Subsahariana, el mundo y la OECD respectivamente). PROD3 corrige PROD2.

La tasa de ahorro privada se calculó como los ahorros privados brutos divididos el ingreso disponible bruto.

La primera estimación es de corte transversal, tradicional, con estimador de variables instrumentales. Se usó el origen legal de cada país para extraer el componente exógeno de desarrollo del sector bancario. Los sistemas legales de origen europeo (no se incluyen sistemas legales comunistas o islámicos), pueden clasificarse en cuatro familias mayores: el inglés (Common Law) y las leyes civiles francesas, alemanas y escandinavas. Todas descienden de las leyes romanas como fueron compiladas por el Emperador Bizantino Justiniano en el Siglos VI y desarrollados en los cinco siglos posteriores (Beck, Levine y Loayza (1999). En los Siglos XVII y XVIII, los países escandinavos desarrollaron sus propios códigos civiles, poco afectados por posteriores influencias alemanas o francesas.

---

<sup>4</sup> Los stocks financieros se miden al fin de cada período y el PBI a lo largo, entonces se corrige ese fenómeno deflactando las series en forma uniforme, ya que especialmente en ambientes muy inflacionarios es fuente de sesgo.

<sup>5</sup> La Cobb-Douglas es la función de producción (relación entre productos e insumos) más utilizada en los estudios de crecimiento económico. La presunción del 30% de participación del factor trabajo en la función, está diciendo que el 70% del crecimiento se explica por otras fuentes que el crecimiento poblacional.

<sup>6</sup> Cuando se reconoce que la fuerza de trabajo no es homogénea y que la educación reporta beneficios en el crecimiento, se dividen las fuentes del crecimiento en aumento del stock de capital, aumento de la fuerza de trabajo, aumento de la calidad (productiva) de esa fuerza de trabajo mediante la educación (capital humano) y de la Productividad Total de los Factores, que es la porción del crecimiento debido a la mejora "tecnológica", residuo no explicado del crecimiento por la mera acumulación de factores productivos.

El Código Civil francés fue escrito en 1804 (ordenado por Napoleón). Influyó en Italia, Polonia, España y Portugal (países invadidos por Napoleón en la primera década del siglo XIX), y sus colonias latinoamericanas, africanas, asiáticas y caribeñas. El Código Civil alemán es de 1896 (inspirado por Bismark), ejerciendo importante influencia en Austria, Suiza, China, Taiwán, Checoslovaquia, Grecia, Hungría, Italia y Yugoslavia. Influenció a Japón y éste a Corea.

En el caso inglés, las leyes fueron principalmente formadas por jueces tratando de resolver casos particulares. Influenció a Estados Unidos, Australia, Nueva Zelandia, Canadá y muchos países africanos y asiáticos.

En términos de los nexos entre origen legal y desarrollo de intermediarios financieros, un cuerpo creciente de evidencia sugiere que el origen legal ayuda a dar forma al desarrollo financiero. El origen legal influye en el tratamiento legal de los accionistas, las leyes que rigen los derechos de los acreedores, la eficiencia del cumplimiento de los contratos y los estándares contables (Beck, Levine y Loayza, 1999). En países con Common Law, los accionistas suelen tener mayor protección que en países con Códigos Civiles. En tanto, los acreedores son mejor tratados en países con derecho de origen alemán. Países con leyes civiles al estilo francés son comparativamente débiles tanto en términos de derechos de los accionistas como de los acreedores. En términos de estándares contables, los países con derecho inglés suelen tener exposiciones menos complicadas, más detalladas y más fáciles de leer. Se advierte que en los países de origen legal anglosajón, los niveles de protección a los acreedores (medidos por un índice) son mayores, y se correlacionan positivamente con los niveles de deuda privada emitida respecto del PBI de cada grupo de países considerados.

Origen Legal	Indice de Derechos de los Acreedores	Deuda Privada sobre PBI
Inglés	3,11	0,68
Francés	1,58	0,45
América Latina	1,25	0,29
Alemán	2,33	0,97
Escandinavo	2,00	0,57

Fuente: La Porta et. al (1997)

En la estimación de corte transversal (datos de 63 países, a lo largo del período 1960-95), se regresa el crecimiento del PBI, del capital, las medidas de productividad o de ahorro, contra la medida de desarrollo financiero (CREDITO PRIVADO, DEUDAS LIQUIDAS o BANCOS COMERCIALES - BANCO CENTRAL). Se controla por origen legal.

En el panel dinámico se regresa la variable dependiente contra un vector de variables rezagadas, uno de variables contemporáneas, efecto país-específico y efecto tiempo-específico. Se supone que todas las variables explicativas son débilmente exógenas.

CREDITO PRIVADO está significativamente correlacionado en el crecimiento de largo plazo. Las variables en el conjunto de información condicionante, también está correlacionadas, y en la dirección prevista, a excepción de la inflación. Se usaron como elementos de control la tasa de inflación y la razón de gasto público a PBI como indicadores de estabilidad macroeconómica; se utilizaron la suma de exportaciones e importaciones como porcentaje del PBI y la prima entre la cotización paralela y oficial en el mercado de cambios como indicadores de apertura de la economía; se usan como variables que recojan la estabilidad política, al número de revoluciones y golpes de estado en el período, el número de asesinatos cada 1000 habitantes y una medida de diversidad étnica.

Las estimaciones de panel dinámico también indican que el desarrollo del segmento bancario tiene un impacto causal grande en el crecimiento económico. Las variables que se utilizaron como condicionantes institucionales también tienen coeficientes significativos con el signo esperado.

Los resultados obtenidos denotan que el desarrollo del sector bancario tiene un grande y significativo impacto en el crecimiento de la productividad. Las variables condicionantes tienen el signo esperado excepto para la inflación y el ingreso inicial. Los resultados del panel confirman los resultados anteriores. La causalidad anterior es robusta a diferentes medidas de productividad.

La relación empírica entre desarrollo del sector bancario y acumulación física de capital es menos robusta que el nexo entre el desarrollo del sector bancario y el crecimiento de la productividad. Con CREDITO PRIVADO, la relación es poderosa, pero no se mantiene con otras medidas de desarrollo del sector bancario.

El cuadro se torna ambiguo respecto de la relación entre el desarrollo bancario y el ahorro. Los signos son los esperados, pero las estimaciones son sensibles a las medidas de desarrollo del sector bancario y a la técnica econométrica utilizada.

El estudio de Beck, Levine y Loayza (1999), se centra en la influencia causal en el crecimiento del sistema bancario. Pero se han desarrollado estudios recientes en la misma dirección sobre los mercados bursátiles. Dice Levine (1998), que los mercados de acciones con buen funcionamiento, pueden mejorar las perspectivas de desarrollo económico. Los países con leyes que protegen los derechos de los accionistas y donde el sistema regulatorio enfatiza rigurosamente la diseminación de información, tienden a tener mercados financieros más desarrollados. América Latina (como bloque) tiene requisitos de difusión de información “que informan relativamente poco” (en el contexto de la muestra de países estudiada) y una protección legal a los accionistas relativamente débil, en parte debido a su herencia legal de tradición francesa (“Napoleónica”).

Levine (1998), apunta a tres cuestiones:

- 1) El desarrollo del mercado accionario, especialmente su liquidez, ejerce un impacto positivo de primer orden en el desarrollo económico. La hipótesis ya fue formulada por Bagehot hace un siglo: el mejor funcionamiento de los mercados financieros causa un crecimiento económico más veloz.
- 2) Algunas leyes y regulaciones particulares afectan la operación de los mercados de acciones. Las diferencias entre países en leyes acerca de los derechos de los accionistas, especialmente en lo que respecta a los derechos de los accionistas, al tratamiento a los minoritarios, ayudan a explicar el desarrollo de los mercados accionarios. Lo mismo ocurre con los países cuyas compañías proveen información de alta calidad, comprehensiva y comparable, tienen mercados accionarios más desarrollados que aquellos que son menos efectivos en hacer publicar información útil.
- 3) Información de menor calidad relativa, combinada con una más débil protección legal a los accionistas minoritarios, colaboran a explicar el subdesarrollo relativo del mercado bursátil en los países de América Latina, respecto del resto de la muestra. Parte de esas características se originan en la legislación civil de herencia francesa.

Levine (1998) usa comparaciones entre países basadas en datos de 45 naciones a lo largo del período 1976-1994. No provee una evaluación detallada de circunstancias particulares de cada país. Luego centra la atención en América Latina como región, lo que permite ponerla en un contexto internacional. América Latina, en promedio, tiene códigos legales “notablemente débiles” en términos de la protección de los accionistas minoritarios respecto del resto del mundo. Además, sus empresas tienden a publicar información de menor calidad que la de los países anglosajones y más difícil de leer (Levine, 1998). Los resultados del estudio llevan recomendaciones muy generales y nada detalladas.

Los datos arrojan que la liquidez del mercado, medida como el valor de acciones transadas respecto del tamaño del mercado y como el valor de lo transado respecto del tamaño de la economía, está positiva y estadísticamente significativa correlacionada con tasas futuras de crecimiento económico a largo plazo. Los resultados son consistentes con la visión de que mayor capacidad para transar la propiedad de empresas en una economía, facilita un crecimiento económico rápido.

También explica el mayor crecimiento, el nivel de desarrollo del sistema bancario medido como los préstamos bancarios a empresas privadas, dividido el PBI. Lo anterior sugiere que ambos mercados, el financiero y el accionario se complementan proveyendo diferentes servicios financieros. En países en desarrollo, ambos mercados tienden a complementarse antes que a sustituirse.

Levine (1998), explora la relación entre el desarrollo de los mercados accionarios y el grado de protección de los derechos de los accionistas así como el régimen regulatorio que sea exitoso para incentivar a las firmas a publicar informes de calidad. El ambiente legal y regulatorio tiene fuertes nexos con el desarrollo del mercado, según lo sugieren los datos. La relación entre estándares contables y liquidez es significativa en términos estadísticos y económicos. Los datos implican que un aumento de una desviación estándar en la diseminación de información, aumenta la liquidez para el valor mediano de la muestra. Levine (1998), usa variables instrumentales para extraer los componentes exógenos (institucionales, legales, contables) y ver como influyen. El autor testea cuándo el componente exógeno del desarrollo de los mercados accionarios, aquél ligado al régimen legal y contable, está positivamente asociado con el crecimiento económico de largo plazo. Tal impacto es positivo, estadísticamente significativo, robusto y con consecuencias de política económica. Concretamente, si América Latina llevara la calidad de sus estándares informativos al nivel OECD (35% aproximado, para el índice que elabora Levine, 1998), ello incrementaría la liquidez del mercado accionario y ello aceleraría la tasa de crecimiento del PBI per cápita en medio punto porcentual por año.

En el mundo real es caro investigar las firmas, hay costos de información, de elaborar y hacer cumplir contratos, de controlar a los gerentes; es caro movilizar ahorros de ahorristas dispersos, y existen un conjunto de instituciones contractuales e institucionales que son costosas y que se pueden abaratar.

Los países tienen diferentes intermediarios financieros, debido a diferencias en tradiciones legales, políticas, dotación de recursos naturales y casualidades históricas. Los sistemas difieren en su capacidad para identificar negocios rentables, movilizar capital para fondearlos, monitorear y crear incentivos apropiados para los gerentes, facilitar el manejo de riesgo y aumentar la facilidad y confianza con que los agentes efectúan transacciones.

Un canal importante por el cual los intermediarios financieros afectan a la economía es a través de mayor productividad. Los mercados no son solamente conductos entre el ahorro y la inversión. Los intermediarios hallarán inversiones de mejor calidad. Muchos proyectos requieren capital a largo plazo, pero los plazos de los ahorristas pueden no coincidir. Los mercados de acciones líquidos hacen más atractivas las colocaciones a largo plazo, porque les permiten vender rápido y a bajos costos si se requiere acceso a los ahorros. Los ahorros bancarios generalmente están sujetos a plazos de maduración. Al mismo tiempo, las empresas tienen permanente acceso en un mercado bursátil líquido, a aumentos de capital vía colocaciones de acciones. La liquidez de los mercados permite extender los plazos de las colocaciones y que proyectos productivos se realicen (Levine, 1998).

Los mercados de acciones pueden tener un impacto importante en la productividad al estimular la adquisición de información acerca de las firmas. Para obtener diferencias hay que poder comprar y vender en forma rápida. En mercados ilíquidos caen esos incentivos al no existir oportunidades de realizar beneficios con las diferencias informativas. No es claro que

el desarrollo financiero, en tanto, eleve las tasas de ahorro: si la mayor liquidez trae mejoras en los retornos, estos tienen efectos ingreso y sustitución respecto del ahorro, que operan en sentido opuesto. Por otra parte, la mayor liquidez reduce los incentivos de los accionistas para hacerse cargo de la onerosa tarea de monitorear a la gerencia.

Banca y bolsa ofrecen servicios diferentes. Las bolsas pueden afectar positivamente el desarrollo, aún cuando poco capital se canalice allí. Ello al facilitar el comercio del riesgo y en aumentar la liquidez. Los bancos se centran en establecer relaciones de largo plazo con las firmas y en controlar a los gerentes. La economía para crecer requiere ambas cosas: liquidez e información acerca de gerentes y proyectos. Desde el punto de vista empírico hay tres preguntas de interés: si las bolsas elevan el crecimiento, si lo hacen independientemente de los bancos, y si existen interacciones entre bolsas y bancos.

Los datos analizados comprenden un máximo de 45 países<sup>7</sup> a lo largo del período 1976-93. Levine (1998) usa dos medidas de liquidez del mercado de acciones. La primera es VALOR TRANSADO, siendo el total de las transacciones de acciones domésticas en bolsas domésticas, respecto del PBI. Debe reflejar la liquidez de economía como un todo. La medida se espera esté en línea con la facilidad de hacer transacciones: habrá más de éstas si es menos costoso y riesgoso hacerlas.

TURNOVER (ROTACION) mide el valor de las acciones negociadas respecto del total de acciones listadas. Mide lo transado, respecto del tamaño del mercado. Un mercado líquido debe tener una rotación mayor que uno ilíquido.

Para medir el tamaño del mercado secundario, se usa CAPITALIZACION que mide el valor de las acciones domésticas listadas dividida por el PBI. El mercado puede ser grande y no funcionar bien, pero da una idea de desarrollo del mercado.

Para medir el tamaño del mercado primario, se usa IPO, que iguala el número de ofertas públicas iniciales en cada país, respecto al tamaño de la población (en millones).

VOLATILIDAD es una estimación de desviación estándar de doce medidas mensuales por período anual de los retornos de mercado.

Agrupando la muestra de países por liquidez de sus bolsas, se observa una relación sistemática entre la liquidez en el período inicial de la muestra y el crecimiento futuro del PBI per cápita. Más aún, los países con los mercados de acciones más líquidos en 1976, acumularon más capital y tuvieron crecimiento más veloz de la productividad en los próximos 18 años. La relación entre liquidez y crecimiento permanece luego de controlar por diferencias en inflación, política fiscal y estabilidad política, educación, eficiencia del sistema legal, política cambiaria y apertura al comercio internacional. El resultado, sin embargo, no dice como alcanzar mayor liquidez.

La CAPITALIZACION no es un buen predictor del crecimiento económico futuro y la mayor VOLATILIDAD no predice (como se esperaría) un pobre desempeño económico. La liquidez y no el tamaño del mercado, por lo tanto, es el elemento que más conexión tiene con el crecimiento económico de largo plazo.

Tampoco hay un nexo entre el mercado primario de acciones y el crecimiento. Se sostiene tal resultado cuando se controla por otras características de los países. Hay excepciones, como Taiwán y Corea que no tienen registradas IPO en el período de referencia, pero son los países de mayor crecimiento. Si se omiten de la muestra, mejora la relación positiva entre IPO y crecimiento.

---

<sup>7</sup> Alemania, Argentina, Australia, Austria, Bangladesh, Bélgica, Brasil, Canadá, Chile, Colombia, Corea del Sur, Cote d'Ivoire, Costa Rica, Dinamarca, Egipto, España, Estados Unidos, Filipinas, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Hong Kong, Indonesia, India, Israel, Italia, Jamaica, Jordania, Japón, Luxemburgo, México, Malasia, Marruecos, Nigeria, Noruega, Nueva Zelandia, Pakistán, Perú, Portugal, Reino Unido, Singapur, Suecia, Sri Lanka, Tailandia, Turquía, Taiwán, Venezuela y Zimbabwe.

Levine (1998) muestra que países con sistemas bancarios bien desarrollados (medido por préstamos bancarios a empresas privadas como porcentaje del PBI), tienden a crecer más rápido que otros con banca subdesarrollada, elemento que muestran más rigurosamente King y Levine (1993). Los países de la muestra de Levine (1998) fueron agrupados en cuatro conjuntos. Aquellos con mercados de acciones líquidos y bancos bien desarrollados, crecieron más rápidamente que aquellos con mercados ilíquidos y bancos subdesarrollados. Mayor liquidez en las bolsas, independientemente del desarrollo bancario implicaron mayor crecimiento. Y mayor desarrollo bancario, independientemente de la liquidez en las bolsas, también implicó más rápido crecimiento. Usando ROTACION, se obtienen resultados similares. Y si se controla por características de los países, se mantienen las correlaciones.

Analizando el crecimiento contra el desarrollo bancario y bursátil, controlando por elementos institucionales e introduciendo la interacción entre el desarrollo de los dos mercados, el coeficiente de la interacción, en todas sus versiones fue altamente no significativo, denotando que ambos componentes se complementan.

Levine (1998), cuantificó el nexo entre desarrollo del mercado de acciones y medidas del tratamiento legal a los accionistas, así como la efectividad del sistema contable en proveer información comprehensiva y comparable para los inversores acerca de las firmas. Conceptualmente, sistemas legales que protegen a los accionistas, especialmente a los minoritarios, invitan a mayor participación. Levine (1998) usó cinco medidas de los derechos de voto de los accionistas. PROXY vale 1 si los accionistas pueden votar haciéndose presentes, enviando un representante autorizado o enviando el voto por correo. PROXY es cero si los accionistas no pueden votar por correo. CUMMULATIVE vale 1 si los accionistas tienen todos derecho a un voto por acción, y 0 de otra manera. BLOCKED vale 1 si no se permite a las firmas requerir que los accionistas depositen sus participaciones previo a una asamblea general, impidiendo entonces ventas por un conjunto de días, vale 0 caso contrario. MINOR es 1 si las leyes garantizan a los accionistas minoritarios sin intervención judicial, desafiar las decisiones de la gerencia o el derecho a salir de la compañía requiriendo a ésta la compra de sus acciones, cuando ocurren cambios fundamentales, como fusiones, disposiciones de activos o cambios en los artículos de incorporación. La variable vale 0 caso contrario. MEETING vale 1 si el porcentaje mínimo de propiedad que habilita a un accionista a llamar a asamblea extraordinaria es menor al 10%, y 0 de otro modo. Este porcentaje en la muestra llega en algún caso al 33%, teniendo un valor mediano del 10%. México era el valor mayor en la muestra de países. SRIGHTS agrupa los cinco indicadores en un índice compuesto del tratamiento recibido por los accionistas.

Además de los derechos de los accionistas, importa la calidad de información. Esta es crítica para ejercitar la gerencia e identificar las mejores inversiones. Tales actividades pueden facilitarse con estándares que simplifiquen la interpretación y comparabilidad de la información entre empresas. Los estándares contables difieren entre países. ACCOUNT es un índice de calidad y intelegibilidad de los informes de las emrpesas. Oscila entre 90 (máximo) y 0 (mínimo). Se espera esté positivamente correlacionado con la actividad en el mercado de acciones.

En la muestra, todos los valores mínimos de SRIGHTS (comprendivo del tratamiento a los accionistas por la legislación) y ACCOUNT (calidad del equipo contable), corresponden a países de tradición legal francesa. Estados Unidos tiene el máximo. En América Latina como grupo, el sistema legal pone comparativamente menos énfasis en los derechos legales de los accionistas, particularmente los minoritarios, que en otras regiones. Argentina, Brasil y Chile ponen comparativamente al interior de la región, mayor prioridad en los derechos de los accionistas minoritarios que Colombia, México y Venezuela, bien por debajo del promedio internacional. América Latina tiende a proveer información menos comprensiva y comparable. Los mercados de acciones de América Latina tienden a ser comparativamente

pequeños (medidos en CAPITALIZACION, IPO), menos activos (menor VALOR TRANSADO) y más volátiles (mayor VOLATILIDAD). Un índice general de la eficiencia del sistema legal en hacer cumplir los contratos (ENFORCE) es también notablemente menor en América Latina.

Levine (1998) se propone aislar la relación entre tamaño de mercado bursátil (CAPITALIZACION e IPO), controlando por dimensión de la economía (INGRESO) y SRIGHTS y ACCOUNT. Los datos indican un fuerte nexo entre estos dos últimos. Los datos también indican un fuerte nexo entre liquidez de los mercados de acciones y la disponibilidad de información de alta calidad sobre las firmas, en tanto el nexo no es tan robusto entre liquidez y derechos de los accionistas, aunque si existe con el tamaño del mercado. Aunque la proporción de la varianza explicada en las regresiones es baja, las variables legales y contables ayudan a explicar variaciones entre países en el tamaño y liquidez de los mercados. Los resultados empíricos y la revisión teórica, no implica que cada país deba tener su propia bolsa. Conceptualmente, las firmas y los ahorristas se benefician del fácil acceso a mercados líquidos. Es la capacidad de comerciar y emitir valores fácilmente lo que facilita el crecimiento, no la localización geográfica del mercado. Una política de liberalización de la cuenta capitales puede mejorar las capacidades de las firmas para obtener capital tanto vía mejoramiento de la liquidez de las bolsas domésticas, como al proveer mayor acceso a bolsas extranjeras. Los sistemas legales y regulatorios de América Latina aparecen como mereciendo un más detallado y particular escrutinio para promover el crecimiento económico más rápido en el futuro.

Levine, Loayza y Beck (1999), se preguntan si un mejor funcionamiento de los intermediarios financieros –lo que reduce las asimetrías de información y facilita las transacciones-, ejerce una influencia causal sobre el crecimiento económico. Si es así, qué determina el desarrollo de los intermediarios financieros. La evidencia sobre causalidad influenciará la dirección y las urgencias de las reformas de política. El trabajo avanza en detectar causalidades y en proveer evidencia acerca de los determinantes del desarrollo financiero. Se evalúa cuándo el nivel de desarrollo de los intermediarios financieros ejerce una influencia causal en el crecimiento económico, y cuando las diferencias entre países de características de los sistemas legales y contables explican diferencias en el nivel de desarrollo de los intermediarios.

Usan dos técnicas econométricas: una de sección cruzada, con 71 países usando sus promedios para 1960-95. Se regresa la tasa de crecimiento del PBI real per cápita contra el desarrollo de la intermediación financiera, junto con un conjunto de información condicionante para recoger parámetros institucionales, entre las cuales se cuenta el origen legal como información exógena al país.

Tanto para el análisis de sección cruzada como para el de datos de panel, se obtiene el mismo resultado: los intermediarios financieros ejercen un efecto estadísticamente significativo y económicamente importante en el crecimiento económico.

Cuando se le cruza información de control, se halla que los países con leyes que dan una alta prioridad a asegurar que los acreedores se lleven el valor presente completo de sus derechos, con sistemas legales que hagan cumplir rigurosamente los contratos, incluyendo los del gobierno, y estándares contables que produzcan información de alta calidad, comprensiva y comparable sobre estados financieros, tienden a tener intermediarios financieros más desarrollados.

### **III-La hipótesis del Sesgo a lo Doméstico (“Home Bias”) como un argumento a favor de intermediarios financieros propios**

El crecimiento de los mercados internacionales de capitales, desde los años setenta y ochenta en el mundo desarrollado, y desde los noventa en el mundo “emergente”, ha generado

importantes cuestionamientos teóricos respecto a su funcionamiento, a partir de la observación empírica. Una de ellas es qué explica las diferencias en el comportamiento de los retornos domésticos respecto de los extranjeros, y si se confirman o cuestionan los modelos económicos disponibles, es decir la teoría vigente. Una segunda cuestión es cómo toman las decisiones los inversores domésticos (Lewis, 1999).

En los modelos existente se supone que los ahorristas tomarán ventajas de ganancias potenciales en los retornos y de la posibilidad de diseminar el riesgo a través de mercados de capitales integrados. La apertura al capital internacional permite incorporar más activos a la cartera, con distinta rentabilidad y riesgo. Pero es un hecho observado que los ahorristas continúan manteniendo la mayoría de su riqueza en activos domésticos. ¿Por qué ello, si hay potenciales ganancias abiertas en invertir en el extranjero? ¿Hay que modificar las explicaciones sobre el comportamiento de los mercados internacionales de capitales?

Lewis (1999), evalúa la literatura. Al momento la evidencia no es concluyente como para establecer respuestas definitivas, y hay dos rompecabezas teóricos. El primero tiene que ver con el incumplimiento de la teoría de la paridad de interés cubierta (o la persistencia de excesos de retorno entre países, respecto de los activos locales). La teoría de la paridad de interés cubierta, dice que en ausencia de riesgo devaluatorio y riesgo país, las tasas de interés entre países deberían ser iguales por arbitraje. El ahorro irá donde es mejor remunerado y las tasas de retornos entre países tenderán a ser iguales. Si se agrega riesgo devaluatorio, el país que espera una devaluación de su moneda, pagará una tasa de interés mayor para cubrir al inversionista, el país que espera una apreciación de su moneda, pagará consecuentemente tasas de interés más baja. El razonamiento con el riesgo país es análogo. Pero el razonamiento de arbitraje persiste. Empíricamente, los factores que teóricamente determinan la prima de riesgo no exhiben suficiente poder explicativo como para desentrañar la paradoja: hay diferencias no explicadas por la teoría de la paridad de interés cubierta (Lewis, 1999).

El fenómeno de “Home Bias” (Sesgo a lo Doméstico) es uno por el cual los inversores domésticos mantienen demasiado poco de sus portafolios en activos externos, respecto de una asignación teóricamente óptima. Por el Modelo de Valuación de Activos de Capital (CAPM), los inversores domésticos deben mantener activos externos en sus portafolios en una fracción determinada. Para el caso de Estados Unidos, mientras niveles plausibles de aversión al riesgo sugieren que en los años ochenta deberían haber tenido un 50% de su cartera fuera del país, sólo se mantuvo menos del 10% en activos extranjeros (Lewis, 1999). Otra explicación, basada en mercados completos, argumenta que si los inversores tienen asignados sus portafolios óptimamente, preferirán hacer un pool de riesgos y mantener las mismas participaciones en el portafolio internacional que los extranjeros. Como resultado, las tasas de crecimiento del consumo serán iguales entre países, excepto por errores de medición o shocks a las preferencias. La evidencia implica que el riesgo específico de producto de cada país no es diversificable, pero internacionalmente se puede llevar al límite la diversificación y la evidencia empírica es que ello no ocurre (Lewis, 1999).

Coval y Moskowitz (1997), argumentan que el “Home Bias” no es únicamente un fenómeno internacional. Hallan que los gerentes de inversiones americanos exhiben una fuerte preferencia por firmas cercanas físicamente, en sus portafolios domésticos. La preferencia es mayor en empresas pequeñas, altamente endeudadas y productoras de no transables. Los autores consideran que las interpretaciones del fenómeno a partir de información asimétrica y bienes no transables son plausibles.

¿Por qué los inversores consistentemente favorecen valores domésticos en la integración de sus carteras? Hay una serie de explicaciones dadas por los investigadores. Muchas parten de las fricciones asociadas con las fronteras entre países. Cuando el capital cruza fronteras políticas y monetarias, enfrenta fluctuaciones de tipos de cambio, cambios en las

regulaciones, en la imposición y en el riesgo soberano. La teoría de la paridad de interés cubierta, computa cobertura ex ante de esos fenómenos en la tasa de interés.

Pero no todas las explicaciones del “Home Bias” recaen en propiedades que son únicas de la economía internacional. Dos de esas explicaciones son información asimétrica y la calidad de no transables de ciertos bienes. Mientras que una frontera política ciertamente limita el conocimiento del inversor acerca de una firma dada, o su consumo, o su producto, la distancia inhibe el flujo de información tanto como los bienes. Esto es, las asimetrías de información y los bienes no transables aparecerán aún cuando sólo la distancia separe a los ahorristas de los demandantes de ahorro. A nivel de un país, donde no existen fronteras políticas, el mercado de capitales es un buen laboratorio para explorar la importancia de explicaciones basadas en la distancia geográfica. Si los portafolios internacionales están influenciados por la simple distancia física, ese efecto se tendría que trasladar a nivel de un mercado de capitales nacional.

Coval y Moskowitz (1997), aislaron y cuantificaron el efecto de la distancia en la elección de cartera. Midieron el grado de preferencia por acciones geográficamente próximas exhibida por los gerentes de inversiones americanos en sus tenencias de empresas nacionales. Usaron una base de datos de gerentes de fondos mutuos y localización geográfica de las compañías, identificada por latitud y longitud. Hallaron que el promedio de los gerentes invertían en empresas que están entre 160 a 184 kilómetros (o 9 a 11% más cercanas), que la firma promedio que debieran poseer con arreglo a un modelo teórico de optimización. Alternativamente, una de cada diez empresas en un portafolio se mantenía porque se localizaba en la misma ciudad que el gerente. Se demuestra estadísticamente en Coval y Moskowitz (1997), que la distancia entre inversores y potenciales inversiones es un determinante clave de las elecciones de cartera en Estados Unidos.

Lo anterior conduce a investigar la importancia de la distancia, aisladamente en las elecciones de portafolios internacionales. Permite establecer cuánto “Home Bias” puede ser realmente considerado una incógnita internacional y cuánto es atribuible meramente a lejanía física. Esta investigación está en línea con otras recientes sobre el significado de la distancia en la economía.

Para determinar el impacto de la distancia en el contexto internacional, Coval y Moskowitz (1997), extrapolan sus resultados a escala internacional. Hallan que la distancia por sí sola influiría en cerca de un tercio del “Home Bias” observado en los portafolios americanos.

Por el lado local, la cuestión es por qué los inversores domésticos, teniendo moneda común, escasa variación relativa en regulaciones, imposición, riesgo político, lenguaje y cultura, prefieren mantener en sus carteras, acciones de empresas localizadas cerca de casa. Si el sesgo se originara en cobertura de riesgos asociada con bienes no transables, ese sesgo debería ser más agudo en firmas con productos consumidos localmente (como servicios). Si la información es mejor acerca de las empresas locales, habría preferencia por las firmas con características que hagan a esa información más valiosa.

La muestra final consistió en unos 1189 gerentes de inversión, administrando unos 2183 fondos diferentes con tenencias de 2736 empresas americanas diferentes. Las inversiones eran cercanas a 1,789 billones de dólares en acciones americanas en 1995 (un 50% de las tenencias totales de acciones por americanos). El fondo más pequeño era de 100 mil dólares y el más grande de 28000 millones, con una media de 820 millones. La distribución gráfica de las firmas y los gerentes recuerda a un plot de la población de los Estados Unidos (continentales). Los autores, para determinar las preferencias de los gerentes por las acciones locales, testearon si hay desvíos ocasionados por la distancia en los portafolios que arman los gerentes, respecto de algún modelo de benchmark. Comienzan con el CAPM. Aún cuando los fondos pueden no mantener el portafolio de mercado, los desvíos del mercado no deben estar relacionados a la distancia. Estas se definen como porcentajes o valores a escala, respecto a la

distancia promedio que un gerente está de todas las acciones, ello para normalizar distancias entre gerentes y reducir heteroscedasticidad en las distancias entre los gerentes y las carteras. Los tests también estudian otras estrategias de cartera: ponderaciones más agresivas, más conservadoras, etcétera.

El portafolio promedio consiste en firmas que se hallan en un radio de 1654 a 1663 kilómetros, en tanto el portafolio de mercado está en promedio localizado entre 1814 y 1847 kilómetros a la redonda. Entonces, el gerente promedio está 160 a 184 kilómetros más cerca que el mercado. El portafolio promedio está entre 9,32 y 11,20% más cercano al gerente, que el portafolio de mercado. Si se excluye de los resultados los gerentes localizados en Nueva York, que tiene un 25% de la muestra, los resultados no se alteran.

Los fondos fueron luego divididos en cuatro grupos: regionales, sectoriales, “Small-Cap” y el resto. Se usa un benchmark diferente para cada grupo.

Los fondos regionales exhiben un considerable “Home Bias”. El promedio tiene un portafolio sesgado entre 42 y 53% a favor de valores locales (respecto del benchmark). En fondos sectoriales y “Small-Cap”, el “Home Bias” es más ambiguo. Los sectoriales tenían entre 3,2% y 11,6% de “Home Bias”, y los “Small-Caps” entre 5,7 y -5,5%. Ambos tipos de fondos tienen mayores restricciones en términos del conjunto de activos en los que pueden invertir. Al resto de los fondos, les corresponde un “Home Bias” de entre 10,2% y 12,7%, más cercano al promedio.

A nivel internacional, Coval y Moskowitz (1997), compararon los ponderadores de Japón, el Reino Unido, Francia, Alemania, Canadá y los Estados Unidos en el portafolio de mercado, con los resultantes de portafolios construidos usando extrapolaciones proporcionales del efecto distancia doméstica, a escala internacional, y a las estimaciones de un trabajo previo sobre las participaciones de activos internacionales mantenidos por fondos americanos en 1989. Globalmente, los portafolios basados en distancia parecen mover las participaciones en cerca de un tercio entre el mercado y los ponderadores realmente utilizados. Quizás un tercio del rompecabezas del “Home Bias” no lo es, sino sólo una característica de la escala de la economía mundial. El efecto distancia explica algunas de las tenencias relativas de Estados Unidos (Coval y Moskowitz, 1997).

Algunas cuestiones aparecen. Las medidas de “Home Bias” se centran en las tenencias que manejan los gerentes de inversión. En Estados Unidos, los individuos tienen la mitad de las acciones americanas, y sobre ellos no se extiende la muestra. Pero, si la preferencia local es resultado de ventaja informativa, puede esperarse que los inversores individuales negociando títulos tengan mayores desventajas informativas que los inversores institucionales. De hecho, estos tienen mayor participación en sus carteras de activos externos.

Otra posibilidad es que en tanto los gerentes estén sesgados hacia valores domésticos, los clientes de los fondos pueden diversificar geográficamente entre gerentes. En otro trabajo, los autores hallaron que los clientes de los fondos tienden a invertir con gerentes que están 30% más cerca que el gerente promedio. Llevado a distancias internacionales, ello sugiere que los clientes son altamente adversos a invertir con gerentes de ultramar.

Analizando características de las firmas inversoras, hallan que las de grandes firmas tienden a ser realizadas en promedio en destinos más lejanos que las de pequeñas firmas. Las más endeudadas tienden a colocar porciones de sus carteras más cerca de casa. Los inversores que priorizan firmas locales tienen desempeños contables relativamente peores, medidos por ROA (Return on Assets: resultados sobre activos, antes de extraordinarios, deducidas las amortizaciones acumuladas). No resultó estadísticamente significativo el ratio cotización de mercado/valor libros. El número de empleados no es un elemento importante en el grado de “Home Bias”, sí lo es la presencia o ausencia de actividad exportadora (cuando existe, es menor el Home Bias).

En suma, la explicación del Home Bias tiene dos vertientes: la de quienes recaen en fricciones colocadas por las naciones/gobiernos y aquellas asociadas con la distancia física. Estas últimas no están ligadas sólo a la economía internacional, como se demuestra en el estudio de Coval y Moskowitz (1997), analizando desempeños al interior de Estados Unidos. A nivel local, la proximidad geográfica tiene importancia en la explicación de la elección de cartera; a nivel internacional, puede explicar una importante porción del sesgo observado en las tenencias de activos externos.

Tesar y Werner (1992), documentaron la evidencia disponible en inversiones de portafolio internacionales para cinco países de la OECD. Hay evidencia de “Home Bias” en las inversiones. La medida en que se mantienen valores internacionales en las carteras parece reflejar otras consideraciones que la diversificación de riesgos. El gran volumen de movimientos internacionales de capital y la alta rotación de las tenencias de activos internacionales relativa a activos nacionales, sugiere que los costos de transacción y la información incompleta improbablemente sean limitaciones a la inversión internacional.

La evidencia desde hace unas tres décadas aporta elementos teóricos al hecho de que diversificar internacionalmente una cartera es aconsejable, y la literatura empírica muestra que las ganancias de invertir internacionalmente excede los costos. Pero aún con el gran crecimiento de los flujos internacionales de capital, la fracción de los portafolios invertida en títulos extranjeros permanece baja. Tesar y Werner (1992) relevan evidencia de Canadá, Alemania, Japón, el Reino Unido y los Estados Unidos entre 1970 y 1990, tanto en acciones como en bonos del gobierno y corporativos. De los datos extraen cuatro conclusiones principales:

- 1) La inversión en activos externos arroja significativas ganancias de la diversificación internacional.
- 2) A pesar de lo anterior, hay fuerte evidencia de “Home Bias” en los portafolios nacionales de los países en estudio, medida como participación en las carteras de activos externos respecto de lo que los modelos teóricos predicen.
- 3) Hay otros factores considerados para incorporar activos externos, fuera de la diversificación del riesgo.
- 4) El volumen de transacciones internacionales ha crecido dramáticamente, y la rotación al interior de las carteras de los activos externos es mayor que la observada con los domésticos.

A fines de 1990, los países de la muestra representaban el 84% del mercado mundial para acciones corporativas y el 78% del mercado mundial de bonos. Un portafolio bien diversificado en esa fecha hubiera incluido un 40% de acciones de empresas americanas, 40% japonesas, 13% británicas, 5% alemanas y 3% canadienses. En bonos, Estados Unidos representaba el 60%, Japón el 24% y el Reino Unido, Alemania y Canadá porcentajes mucho menores.

Los beneficios de la diversificación internacional dependen de los retornos esperados y de la correlación entre los retornos del inversor en casa y en mercados extranjeros. Las correlaciones de desempeño daban elevados valores para Estados Unidos-Canadá-Reino Unido, y baja correlación para esos países con Japón y Alemania, sin embargo, un cuarto de las inversiones extranjeras americanas estaban en Canadá y tres cuartos de las de este país en Estados Unidos, cuando las posibilidades de cobertura eran mejores con Japón y Alemania. Lo anterior sugiere que factores como el acceso a la información y proximidad geográfica importan potencialmente aún más que el motivo diversificación per se en los portafolios internacionales.

Para generar los ponderadores del portafolio teórico de referencia, supusieron que los inversores elegían asignar su riqueza entre el conjunto de valores riesgosos disponibles, para maximizar un objetivo en términos de media-varianza. Se descartaron inversiones libres de

riesgo. En esa cálculo, todos los portafolios excluían acciones canadienses (de retornos consistentemente menores que los de los bonos de ese país). Salvo para el caso canadiense, había una tendencia al “Home Bias” en los portafolios de acciones basados en retornos en la propia moneda, comparada a los de portafolios óptimos armados con la lógica de cobertura. Todos los inversores excepto los del Reino Unido deberían excluir bonos británicos. El portafolio de mercado ofrece consistentemente mejor índice de Sharpe que los portafolios nacionales observados (mejor ratio rendimiento/riesgo) (Tesar y Werner, 1992).

Una posible explicación a la elevada rotación de carteras en activos internacionales es que por la existencia de economías de escala o ventajas informativas, el comercio de esos activos está dominado por inversores institucionales. A niveles locales, estos comparten con los inversores individuales la asignación de los ahorros.

Una asignación de ahorros que no haga una efectiva cobertura óptima de riesgos es una ineficiencia. ¿Qué la explica? Desde los años setenta los economistas vienen observando que la proporción de activos extranjeros mantenida por los inversores domésticos es demasiado pequeña respecto de las predicciones del modelo estándar. Un portafolio 100% en el índice S&P 500 está dominado por un conjunto de portafolios con participación externa del 39% (con el criterio de minimizar riesgo sujeto a rendimiento) (Lewis, 1998). En tanto, el portafolio efectivo sólo contenía un 8% de activos externos, portafolio subóptimo con cualquier conjunto de preferencias. Por otra parte, Lewis (1998) registra “Home Bias” en consumo, como la falta de coparticipación de riesgo observada en movimientos del consumo entre países.

Examina evidencia de “Home Bias” en portafolios para el G-7 entre 1970 y 1996, referido a acciones. Las de Estados Unidos tienen menor dispersión, ya que la óptica utilizada para el resto del mundo incluye el riesgo cambiario respecto del dólar. La correlación entre el mercado americano (S&P 500) y el EAFE (Europe, Australia and Far East) es de 0,48, indicando un fuerte potencial de diversificación de riesgo. Lewis (1998) trata como país doméstico a Estados Unidos y como el resto del mundo al EAFE.

#### **IV-Síntesis y conclusiones**

El examen de la literatura internacional sobre la relación entre intermediación financiera y crecimiento de la economía, ha tenido una fuerte expansión en los últimos años, y se advierte en su evolución, contemporánea a la mejora de las estadísticas y de los métodos econométricos, un avance desde explicaciones basadas en correlación, hasta las modernas que determinan causalidad. Un elemento común es el uso de bases de datos con muchos países y períodos de tiempo dilatados, que permiten por un lado una perspectiva amplia, aunque los resultados son de alcance general y no permiten detenerse en detalles.

Los servicios de los intermediarios financieros, cumplen importantes funciones:

- 1) Movilizan recursos de unidades superavitarias a unidades deficitarias.
- 2) Evalúan proyectos, generan y difunden información.
- 3) Administran riesgos y plazos.
- 4) Controlan desempeños.
- 5) Facilitan transacciones, uniendo las partes.

King y Levine (1993), muestran usando datos de unos ochenta países entre 1960 y 1989, que altos niveles de desarrollo de la banca están significativa y robustamente correlacionados con rápido crecimiento económico corriente y futuro del ingreso, la acumulación de capital físico y la eficiencia económica.

Otra vía para demostrar la correlación anterior, como apuntan Demirguc-Kunt y Levine (1993), es que las crisis financieras pueden obstaculizar o retrasar el crecimiento.

He y Pardy (1993) muestra correlación entre desarrollo bursátil y profundidad financiera. En tal muestra, los países con mayores mercados bursátiles tienen también segmentos bancarios que prestan relativamente más dinero al sector privado, respecto al PBI. Además, los países con segmentos bursátiles más desarrollados, son los más ricos de la muestra.

Demirguc-Kunt y Levine (1993), elaboran indicadores de desarrollo de los mercados de acciones, y los cotejan contra los de intermediarios financieros. El mercado bursátil puede ser un lugar donde diversificar riesgos: una fuente adicional de financiamiento, aún cuando no la principal: el procesamiento de información que hacen los bancos y la diversificación del riesgo que ofrecen las bolsas, pueden ser servicios complementarios. Los mercados de acciones estimulan adicionalmente los derivados financieros.

Beck, Levine y Loayza (1999), se concentran en el impacto de los bancos en el crecimiento de la productividad, la acumulación de capital, las tasas de ahorro privadas y el crecimiento global. Encuentran que los bancos ejercen un fuerte impacto causal en el crecimiento del PBI real per cápita y en el crecimiento per cápita de la productividad. Obtienen que mayores niveles de desarrollo del sector bancario producen tasas más elevadas de crecimiento económico y de productividad total de los factores. Las estimaciones son robustas a la muestra y a cambios en la medida de desarrollo del sector bancario. Con respecto al crecimiento del stock de capital físico y los ahorros, los resultados son más ambiguos. Con una media de la muestra de 40% de crédito privado sobre PBI, resulta un crecimiento económico promedio de 1,95% anual, 3,13% de crecimiento de capital y crecimiento de la productividad de 1,01% en la medida más global y tasas menores cuando se la controla por capital humano. El ahorro privado sobre el PBI en promedio de la muestra es de 19,21% del PBI. La muestra es de 63 países. La correlación entre el crédito privado y el crecimiento económico es de + 0,43, de + 0,34 con el crecimiento del capital, de alrededor de + 0,40 con las tres medidas que usan de la productividad y de + 0,74 con la tasa de ahorro privada. En todos los casos, las medias de las variables tienen amplia dispersión al interior de la muestra. El récord de crédito privado lo tiene Suiza, en crecimiento Corea y en ahorro Japón.

Se usó el origen legal de cada país para extraer el componente exógeno de desarrollo del sector bancario. En términos de los nexos entre origen legal y desarrollo de intermediarios financieros, un cuerpo creciente de evidencia sugiere que el origen legal ayuda a dar forma al desarrollo financiero. El origen legal (francés, inglés, alemán o escandinavo), influye en el tratamiento legal de los accionistas, las leyes que rigen los derechos de los acreedores, la eficiencia del cumplimiento de los contratos y los estándares contables. En países con derecho inglés, los accionistas suelen tener mayor protección que en países con derecho de herencia francesa. Estos son comparativamente débiles tanto en derechos de los accionistas como de los acreedores. En términos de estándares contables, los países con derecho inglés suelen tener exposiciones menos complicadas, más detalladas y más fáciles de leer.

Las variables en el conjunto de información condicionante, también están correlacionadas, y en la dirección prevista, a excepción de la inflación. Se usaron como elementos de control la tasa de inflación y la razón de gasto público a PBI como indicadores de estabilidad macroeconómica; se utilizaron la suma de exportaciones e importaciones como porcentaje del PBI y la prima entre la cotización paralela y oficial en el mercado de cambios como indicadores de apertura de la economía; se usan como variables que recojan la estabilidad política, al número de revoluciones y golpes de estado en el período, el número de asesinatos cada 1000 habitantes y una medida de diversidad étnica.

Se han desarrollado estudios recientes en la misma dirección sobre los mercados bursátiles. Dice Levine (1998), que los mercados de acciones con buen funcionamiento, pueden mejorar las perspectivas de desarrollo económico. Los países con leyes que protegen los derechos de los accionistas y donde el sistema regulatorio enfatiza rigurosamente la diseminación de información, tienden a tener mercados financieros más desarrollados. América Latina (como

bloque) tiene requisitos de difusión de información “que informan relativamente poco” (en el contexto de la muestra de países estudiada) y una protección legal a los accionistas relativamente débil, en parte debido a su herencia legal de tradición francesa. Levine (1998) usa comparaciones entre países basadas en datos de 45 naciones a lo largo del período 1976-1994. No provee una evaluación detallada de circunstancias particulares de cada país. Luego centra la atención en América Latina como región, lo que permite ponerla en un contexto internacional. América Latina, en promedio, tiene códigos legales “notablemente débiles” en términos de la protección de los accionistas minoritarios respecto del resto del mundo. Además, sus empresas tienden a publicar información de menor calidad que la de los países anglosajones y más difícil de leer (Levine, 1998). Los resultados del estudio llevan recomendaciones muy generales y nada detalladas.

Los datos arrojan que la liquidez del mercado, medida como el valor de acciones transadas respecto del tamaño del mercado y como el valor de lo transado respecto del tamaño de la economía, está positivamente correlacionada con tasas futuras de crecimiento económico.

También explica el mayor crecimiento, el nivel de desarrollo del sistema bancario medido como los préstamos bancarios a empresas privadas, dividido el PBI. Lo anterior sugiere que ambos mercados, el financiero y el accionario se complementan proveyendo diferentes servicios financieros. En países en desarrollo, ambos mercados tienden a complementarse.

Agrupando la muestra de países por liquidez de sus bolsas, se observa una relación sistemática entre la liquidez en el período inicial de la muestra y el crecimiento futuro del PBI per cápita. Más aún, los países con los mercados de acciones más líquidos en 1976, acumularon más capital y tuvieron crecimiento más veloz de la productividad en los próximos 18 años. La relación entre liquidez y crecimiento permanece luego de controlar por diferencias en inflación, política fiscal y estabilidad política, educación, eficiencia del sistema legal, política cambiaria y apertura al comercio internacional. El resultado, sin embargo, no dice como alcanzar mayor liquidez.

Conceptualmente, sistemas legales que protegen a los accionistas, especialmente a los minoritarios, invitan a mayor participación. Además de los derechos de los accionistas, importa la calidad de información. Esta es crítica para ejercitar la gerencia e identificar las mejores inversiones. Tales actividades pueden facilitarse con estándares que simplifiquen la interpretación y comparabilidad de la información entre empresas. En América Latina como grupo, el sistema legal pone comparativamente menos énfasis en los derechos legales de los accionistas, particularmente los minoritarios, que en otras regiones. América Latina tiende a proveer información menos comprensiva y comparable. Los mercados de acciones de América Latina tienden a ser comparativamente pequeños, menos activos y más volátiles. Un índice general de la eficiencia del sistema legal en hacer cumplir los contratos es también notablemente menor en América Latina.

Levine, Loayza y Beck (1999), se preguntan si un mejor funcionamiento de los intermediarios financiero, ejerce una influencia causal sobre el crecimiento económico. Si es así, qué determina el desarrollo de los intermediarios financieros. El trabajo avanza en detectar causalidades y en proveer evidencia acerca de los determinantes del desarrollo financiero. Usan dos técnicas econométricas, con 71 países para 1960-95. Hallan que los países con leyes que dan una alta prioridad a asegurar que los acreedores se lleven el valor presente completo de sus derechos, con sistemas legales que hagan cumplir rigurosamente los contratos, incluyendo los del gobierno, y estándares contables que produzcan información de alta calidad, comprensiva y comparable sobre estados financieros, tienden a tener intermediarios financieros más desarrollados.

El crecimiento de los mercados internacionales de capitales ha sido significativo, desde los años setenta y ochenta en el mundo desarrollado, y desde los noventa en el mundo “emergente”. En los modelos existente se supone que los ahorristas tomarán ventajas de

ganancias potenciales en los retornos y de la posibilidad de diseminar el riesgo a través de mercados de capitales integrados. La apertura al capital internacional permite incorporar más activos a la cartera, con distinta rentabilidad y riesgo. Pero es un hecho observado que los ahorristas continúan manteniendo la mayoría de su riqueza en activos domésticos. El fenómeno de “Home Bias” (Sesgo a lo Doméstico) es uno por el cual los inversores domésticos mantienen demasiado poco de sus portafolios en activos externos, respecto de una asignación teóricamente óptima. Cuando el capital cruza fronteras políticas y monetarias, enfrenta fluctuaciones de tipos de cambio, cambios en las regulaciones, en la imposición y en el riesgo soberano. La teoría de la paridad de interés cubierta, computa cobertura ex ante de esos fenómenos en la tasa de interés. Coval y Moskowitz (1997), argumentan que el “Home Bias” no es únicamente un fenómeno internacional. Hallan que los gerentes de inversiones americanos exhiben una fuerte preferencia por firmas cercanas físicamente, en sus portafolios domésticos. La preferencia es mayor en empresas pequeñas, altamente endeudadas y productoras de no transables.

Coval y Moskowitz (1997), aislaron y cuantificaron el efecto de la distancia en la elección de cartera. Midieron el grado de preferencia por acciones geográficamente próximas exhibida por los gerentes de inversiones americanos en sus tenencias de empresas nacionales. Usaron una base de datos de gerentes de fondos mutuos y localización geográfica de las compañías, identificada por latitud y longitud. Hallaron que el promedio de los gerentes invertían en empresas que están entre 9 a 11% más cercanas, que la firma promedio que recomienda un modelo teórico de optimización. Se demuestra estadísticamente, que la mera distancia entre inversores y potenciales inversiones es un determinante clave de las elecciones de cartera en Estados Unidos.

Para determinar el impacto de la distancia en el contexto internacional, Coval y Moskowitz (1997), extrapolan sus resultados a escala internacional. Hallan que la distancia por sí sola influiría en cerca de un tercio del “Home Bias” observado en los portafolios americanos.

La muestra final consistió en unos 1189 gerentes de inversión, administrando unos 2183 fondos diferentes con tenencias de 2736 empresas americanas diferentes. Las inversiones eran cercanas a 1,789 billones de dólares en acciones americanas en 1995 (un 50% de las tenencias totales de acciones por americanos). El portafolio promedio está entre 9,32 y 11,20% más cercano al gerente, que el portafolio de mercado.

A nivel internacional, Coval y Moskowitz (1997), compararon los ponderadores de Japón, el Reino Unido, Francia, Alemania, Canadá y los Estados Unidos en el portafolio de mercado. Globalmente, los portafolios basados en distancia parecen mover las participaciones en cerca de un tercio entre el mercado y los ponderadores realmente utilizados. A nivel local, la proximidad geográfica tiene importancia en la explicación de la elección de cartera; a nivel internacional, puede explicar una importante porción del sesgo observado en las tenencias de activos externos.

Tesar y Werner (1992), documentaron la evidencia disponible en inversiones de portafolio internacionales para cinco países de la OECD. Concluyen que la inversión en activos externos arroja significativas ganancias de la diversificación internacional, a pesar de lo anterior, hay fuerte evidencia de “Home Bias” en los portafolios nacionales de los países en estudio, medida como participación en las carteras de activos externos respecto de lo que los modelos teóricos predicen. A fines de 1990, los países de la muestra representaban el 84% del mercado mundial para acciones corporativas y el 78% del mercado mundial de bonos. Factores como el acceso a la información y proximidad geográfica, importan potencialmente aún más que la diversificación per se en los portafolios internacionales.

Lo anterior implica la siguiente síntesis de resultados:

- 1) Hay correlación y causalidades comprobadas en muestras de países amplias y para períodos dilatados de tiempo, entre desarrollo financiero y crecimiento, desarrollo bursátil

y crecimiento, ambas medidas financieras y productividad, para diferentes medidas de productividad. Más crédito bancario y más liquidez en los mercados bursátiles implican mayor crecimiento.

- 2) Las medidas se refuerzan cuando se contempla el origen legal de los países. El origen legal se relaciona con la protección a los accionistas minoritarios y la calidad de información diseminada. Los países con derecho de origen francés tienen retraso relativo respecto de los anglosajones en ambas cuestiones, y menor desarrollo financiero en consecuencia.
- 3) Las bolsas y los sistemas financieros tienden a complementarse en países emergentes: el servicio provisto por ambos tipos de intermediarios es complementario antes que sustitutivo.
- 4) Otros elementos son usados como variables de control y arrojan las sensibilidades esperadas excepto la tasa de inflación. Se computaron inflación, política fiscal y estabilidad política, educación, eficiencia del sistema legal, política cambiaria y apertura al comercio internacional.
- 5) Los elementos anteriores no están implicando una razón para tener localmente una bolsa o un sistema bancario: simplemente se sugiere que más crédito y más liquidez en las transacciones de acciones, en un contexto de protección a los socios minoritarios e información de calidad y ampliamente disponible, implican mayor crecimiento. ¿Podría importarse totalmente un sistema financiero y un mercado bursátil?
- 6) Hay un argumento de peso para negar la pregunta anterior, y es el sesgo a lo doméstico observado en la composición de activos de los países desarrollados. La simple distancia física inhibe colocaciones de ahorro fuera del ámbito doméstico inmediato, contra todas las recomendaciones teóricas de diversificación y diseminación de riesgo. El problema se agrava cuando se coloca incertidumbre, asimetrías informativas, bienes no transables, diferencias legales, regulatorias, impositivas, de tipos de cambio y de riesgo país. Esto provee una poderosa justificación a mantener domésticamente mercados financieros y bursátiles. En todo caso, las cuestiones relevantes son cómo bajar los costos de intermediación, actuando sobre los componentes exógenos, regulatorios, legales, impositivos y de organización de mercado que pudieran encarecer la intermediación.

## **Bibliografía**

Barth, James, Gerard Caprio Jr., y Ross Levine (1998). Financial Regulation and Performance: Cross-Country Evidence. Policy Research Working Paper 2037. January: The World Bank.

Beck, Thorsten, Asli Demirguc-Kunt y Ross Levine (1999). A New Database on Financial Development and Structure. Policy Research Working Paper 2146. June: The World Bank.

Beck, Thorsten, Ross Levine y Norman Loayza (1999). Finance and the Sources of Growth. Policy Research Working Paper 2057. February: The World Bank.

Bossone, Biagio (1999). Financial Development and Industrial Capital Accumulation. Policy Research Working Paper 2201. October: The World Bank.

Caprio Jr., Gerard y Asli Demirguc-Kunt (1997). The Role of Long Term Finance: Theory and Evidence. Policy Research Working Paper 1746. April: The World Bank.

Claessens, Stijn, Simeon Djankov y Tatiana Nenova (2000). Corporate Risk Around the World. Policy Research Working Paper 2271. January: The World Bank.

Coval, Joshua y Tobias Moskowitz (1997). Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios. Mimeo.

Coval, Joshua y Tobias Moskowitz (1999). The Geography of Investment: Informed Trading and Asset Prices. Mimeo.

Demirguc-Kunt, Asli y Ross Levine (1999). Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons. Policy Research Working Paper 2143. July, The World Bank.

Demirguc-Kunt, Asli y Ross Levine (1993). Stock Market Development and Financial Intermediary Growth. A Research Agenda. Policy Research Working Paper 1159. July, The World Bank.

Fabozzi, Frank, Franco Modigliani y Michael Ferri (1997). Foundations of Financial Markets and Institutions. Second Edition. Prentice Hall.

Gavin, Michael y Ricardo Hausmann (1997). Make or Buy? Approaches to Financial Market Integration. Working Paper 336. February: IADB/BID.

He, Hong y Robert Pardy (1993). Stock Market Development and Financial Deepening in Developing Countries. Policy Research Working Paper 1084. February: The World Bank.

Kaufman, George y Randall Kroszner (1996). How Should Financial Institutions and Markets Be Structured? Analysis and Options for Financial System Design. Prepared for "A Safe and Sound Financial Systems: What Works for Latin America? Interamerican Development Bank, September 27-28.

King, Robert y Ross Levine (1993). Finance and Growth. Schumpeter Might Be Right. Policy Research Working Paper 1083. February: The World Bank.

Laigh, Lamin (1997). Stock Market Equilibrium and Macroeconomic Fundamentals. IMF Working Paper 97/15

Levine, Ross (2000). Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better? Policy Research Working Paper 2143. February: The World Bank.

Levine, Ross (1998). Napoleon, Bourses, and Growth in Latin America. Working Paper 365. BID.

Levine, Ross, Norman Loayza y Thorsten Beck (1999). Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes. Policy Research Working Paper 2059. February: The World Bank.

Lewis, Karen (1998). Explaining Home Bias in Equities and Consumption. Mimeo. University of Pennsylvania.

Lewis, Karen (1998). International Home Bias in International Finance and Business Cycles. Working Paper 6351. National Bureau of Economic Research.

Lewis, Karen (1999). Puzzles in International Financial Markets. Handbook of International Economics.

Loayza, Norman, Klaus Schmidt-Hebbel y Luis Servén (2000). What Drives Private Saving Around the World? Policy Research Working Paper 2309. March: The World Bank.

López Murphy, Ricardo, Fernando Navajas, Santiago Urbiztondo y Cynthia Moscovitz (1998). Determinantes del ahorro interno: el caso argentino. Documento de Trabajo R-324. Enero: BID.

Ramos, Alberto (1998). Capital Structures and Portfolio Composition During Banking Crises: Lessons from Argentina 1995. IMF Working Paper 98/121.

Rojas-Suarez, Liliana y Steven Weisbrod (1996). Towards an Effective Regulatory and Supervisory Framework for Latin America. Working Paper 336. September: IADB/BID.

Sarr, Abdourahmane (2000). Financial Liberalization, Bank Market Structure, and Financial Deepening: An Interest Margin Analysis. IMF Working Paper 00/38.

Stultz, René (1999). Globalization of Equity Markets and the Cost of Capital. Working Paper 7021. National Bureau of Economic Research.

Tesar, Linda e Ingrid Werner (1992). Home Bias and the Globalization of Securities Markets. Working Paper 4218. National Bureau of Economic Research.

Wood, John y Norma Wood (1985). Financial Markets. Harcourt Brace Jovanovic Publishers.