

Resumen

En este trabajo se repasa la literatura reciente sobre desarrollo financiero, y en particular la estructura de los sistemas financieros. Se describen las grandes tendencias de las últimas décadas en cuanto a profundización financiera en general, y en particular en lo relativo al desarrollo de los mercados financieros y a su internacionalización, y se discuten algunas implicaciones de ésta última.

Palabras clave: desarrollo financiero, mercados financieros, internacionalización.

Abstract

In this article the recent literature on financial development and, in particular, on the structure of the financial systems is reviewed. We describe the main trends over the last few decades regarding financial depth in general and, above all, with regard to the development of the financial markets and their internationalisation, and some implications of the latter aspect are discussed.

Key words: financial development, financial markets, internationalization.

JEL classification: G10.

ASPECTOS ESTRUCTURALES DE LOS MERCADOS FINANCIEROS MUNDIALES: ALGUNAS CLAVES

Javier SANTILLÁN (*)

Banco de España

I. INTRODUCCIÓN

EN este artículo se discuten temas relativos a la estructura del sistema financiero en general, y en particular a los mercados financieros, con una perspectiva teórica y práctica. Las cuestiones que se plantean se refieren a la evolución de los distintos sistemas financieros y su morfología, a la incidencia que puede tener esa evolución en el comportamiento económico de un país, cómo deben repartirse las funciones que desempeñan los mercados de valores y el sistema bancario dentro de un sistema financiero, y en qué sentido ha avanzado la discusión de estas cuestiones dentro de los enfoques institucionales que han proliferado últimamente. También se ilustran algunos grandes rasgos del desarrollo financiero en general, y de los mercados financieros en particular, de países avanzados y emergentes durante los últimos años, con especial énfasis en la internacionalización de los mercados; se discuten algunas implicaciones de dicha internacionalización con respecto a la función que pueden o deben desempeñar los mercados financieros «locales» frente a los grandes centros financieros, y al papel de escrutinio que desempeñan los mercados financieros con respecto al comportamiento macroeconómico de los países, o qué incidencia puede tener todo ello respecto a la estabilidad financiera. Dada la amplitud de estas cuestiones y lo limitado del espacio, sólo se apuntan algunos de los principales argumentos que se manejan actualmente en esta discusión y se señalan los aspectos sobre los que no hay respuestas claras.

En primer lugar, se repasa la discusión sobre el diseño de los sistemas financieros y el papel relativo del sistema bancario frente a los mercados de valores. Después, se revisa la relación histórica y contemporánea entre desarrollo económico y desarrollo financiero; se describen algunas líneas de discusión teórica recientes y qué han aportado al debate sobre los méritos de uno u otro modelo de desarrollo financiero. Más adelante, se describe la evolución del peso relativo de los mercados financieros en las últimas décadas en países avanzados y emergentes, y las causas y efectos de su internacionalización; por último, se plantean algunas de las cuestiones abiertas sobre las implicaciones de los cambios estructurales en marcha desde el punto de vista del papel de los mercados financieros locales frente a los centros financieros de mayor dimensión.

II. LA DISCUSIÓN SOBRE EL DISEÑO DEL SISTEMA FINANCIERO

La forma que han adoptado los distintos sistemas financieros ha sido el resultado de la confluencia de factores económicos, históricos, institucionales y culturales que resulta difícil de reducir a un esquema sencillo. La teoría económica ha prestado tradicionalmente poca atención al desarrollo financiero, un aspecto ignorado por el modelo neoclásico que, dado su carácter estático, es poco útil para analizar aspectos evolutivos de la economía. Aunque sigue siendo un área insuficientemente explo-

rada, en los últimos años han proliferado los trabajos sobre sistemas financieros comparados que tratan de comprender la relación entre el grado de desarrollo financiero de un país y su comportamiento económico y, lo que es quizá más importante, si la forma que pueda adoptar ese desarrollo financiero es relevante, y de qué forma pueden las políticas públicas contribuir al diseño de un sistema financiero eficiente.

Se pueden mencionar varias cuestiones que han contribuido al aumento del interés por el diseño de los sistemas financieros y sus implicaciones. Entre ellas la principal es la de la insuficiencia del aparato teórico existente, en particular en lo que respecta a la incidencia en la evolución de los sistemas financieros de las medidas de política económica o de regulación financiera. Esa insuficiencia teórica, o normativa, plantea probablemente problemas más acuciantes a aquellos países con un menor desarrollo de sus sistemas financieros, pero algunas de las cuestiones insuficientemente resueltas son también muy relevantes para los países más avanzados.

Para muchos países relativamente atrasados, a medida que se han ido incorporando a un estado de mayor desarrollo financiero, las preguntas planteadas se han hecho más relevantes, sobre todo las que se refieren a la dirección adecuada que debería tomar dicho desarrollo y cómo propiciarla. Un caso paradigmático a este respecto es el de las economías en transición del Este de Europa, cuyos sistemas financieros tuvieron que ser concebidos partiendo prácticamente de una situación de vacío. Como se verá más adelante, en muchos otros países emergentes las cuestiones que se plantean son parecidas.

Hay que mencionar también los cambios estructurales que han propiciado una elevada y creciente integración financiera, a la vista de la cual las preguntas mencionadas so-

bre la intensidad y la forma adecuadas para el desarrollo financiero aparecen con otros matices, y cabe plantearse en qué cambian las posibles respuestas en vista de la integración, o hasta qué punto es importante el desarrollo financiero doméstico o este puede ser sustituido por ahorro, instituciones, infraestructuras o regulación exteriores.

Además, la liberalización de los movimientos de capital ha dado lugar a una situación de dependencias crecientes, en la cual el diseño inadecuado del sistema financiero de un país puede traducirse en fragilidades que se exportan fácilmente a otros países, con posibles consecuencias sistémicas de las que ha habido buenos ejemplos en los últimos años. Se ha señalado (Guitián y Varela, 2000), que en la crisis mexicana de 1994 o en la crisis tailandesa de 1997 las debilidades estructurales de los sistemas financieros locales tuvieron mucho que ver con la magnitud que alcanzaron las crisis y con la dinámica y la magnitud de su contagio a otros países.

En el contexto de la Unión Europea, con la puesta en marcha del mercado financiero único, la creación del euro y su enorme impacto sobre el sistema financiero, estas cuestiones han cobrado un nuevo interés para un conjunto de países de desarrollo financiero avanzado, incluyendo la discusión sobre el papel relativo del sistema bancario y los mercados de valores. Por último, cabe señalar que una buena parte de las discusiones actuales es aplicable al conjunto de los países más avanzados en cuestiones tales como el gobierno de las empresas, las regulaciones contables o su grado de transparencia.

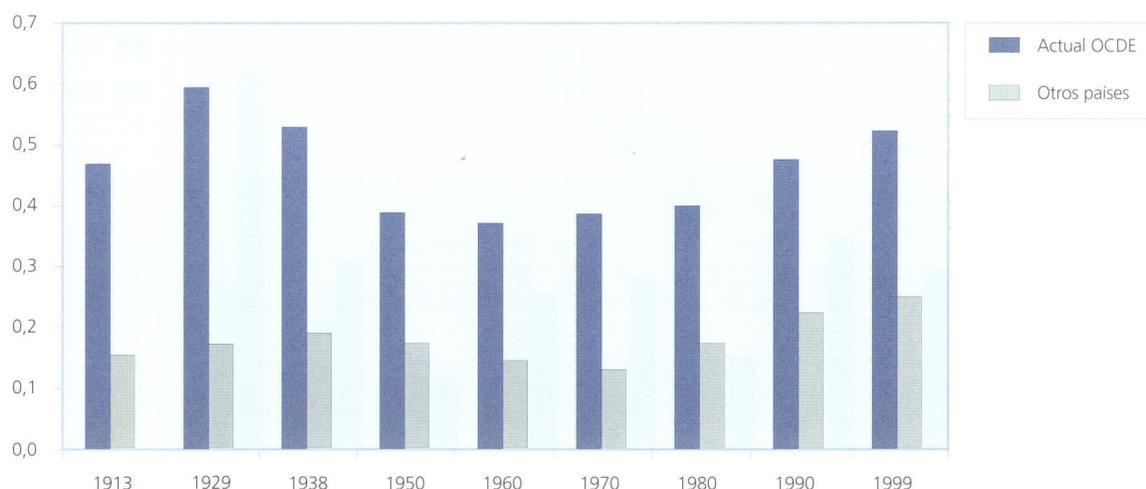
III. DESARROLLO ECONÓMICO Y DESARROLLO FINANCIERO

En general, existe una alta correlación entre el desarrollo económico y el desarrollo financiero de un país, analizado habitualmente en términos de profundidad financiera, concepto que se puede analizar con distintas medidas. En la práctica, la medida analizada se elige generalmente en función de la disponibilidad de datos para los países y el período que se quiere estudiar: idealmente, esa medida debería incluir, al menos, datos sobre el tamaño del sistema bancario y de los mercados de capitales. En cualquier caso, los estudios contemporáneos presentan en general una evidencia abundante de dicha correlación (véase, por ejemplo Allen y Gale, 2000).

Es interesante introducir en esta discusión una perspectiva histórica. Un estudio reciente ha señalado que la correlación entre desarrollo económico y profundidad financiera, históricamente, es menor de lo que comúnmente se asume. Rajan y Zingales (2001) muestran cómo, a lo largo del siglo XX, el desarrollo financiero de un amplio grupo de países, medido con distintos indicadores, ha experimentado fluctuaciones importantes. En concreto, si se observa la evolución de los depósitos en relación con el PIB del conjunto de los países estudiados, estos presentan un nivel claramente más elevado en el año 1913 que en las décadas posteriores, incluido el período más reciente (gráfico 1). En el grupo de los países analizados que forman parte de la actual OCDE, hay una caída marcada de la ratio tras la crisis de 1929, y el nivel de depósitos con respecto al PIB alcanzado entonces ya no se recupera. La evolución de la capitalización bursátil sigue un perfil histórico similar (gráfico 2), si bien su recuperación en años recientes es mucho más acusada que la de los depósitos, y

GRÁFICO 1

DESARROLLO FINANCIERO: EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA RATIO: DEPÓSITOS / PIB (*)



(*) Países incluidos: *Actual OCDE* (Australia, Austria, Alemania, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Noruega, Holanda, Reino Unido, Suecia, Suiza); *Otros países* (Argentina, Brasil, Chile, Egipto, India, Rusia, Sudáfrica).
 Fuente: Elaboración propia a partir de Rajan y Zingales (2001).

en los años noventa supera con creces el nivel de décadas precedentes. Sin duda, la innovación financiera de los años ochenta y noventa, y la diversificación de instrumentos financieros a corto plazo disponibles para las familias y empresas, deben de estar detrás de la escasa recuperación del nivel de depósitos en dichas décadas de intenso desarrollo económico y financiero. Pero, en conjunto, es llamativa la evolución histórica que se ha descrito. El cuadro n.º 1 presenta los datos reflejados en los gráficos 1 y 2, y añade la evolución de la ratio de financiación bursátil respecto al total de formación bruta de capital fijo, cuyo perfil es similar al de la capitalización bursátil respecto al PIB, aunque más acentuado en sus oscilaciones, y refleja la idea de que el papel de la Bolsa con respecto a la actividad del sector real sólo ha recuperado los niveles previos a 1929 recientemente.

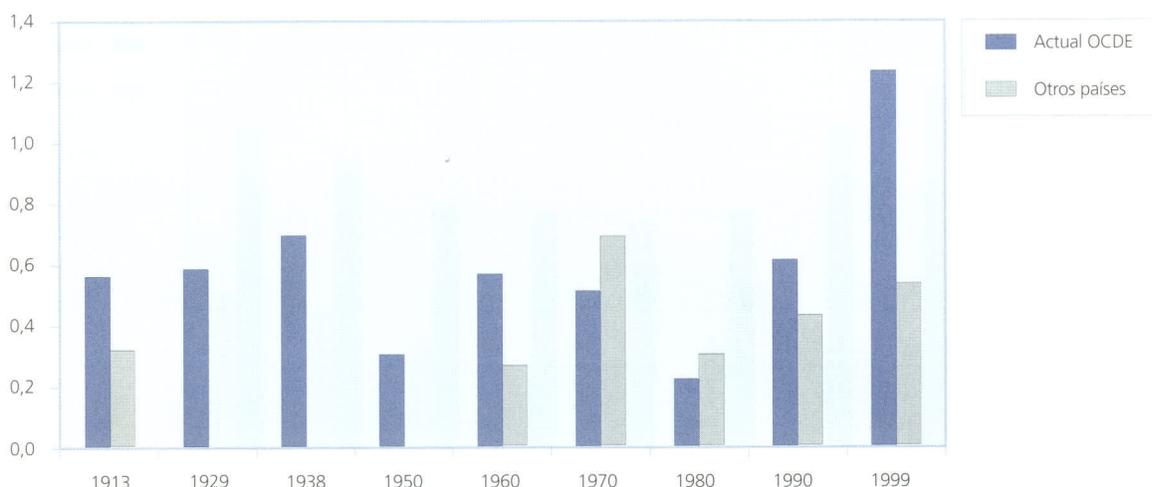
En principio, estos datos pueden plantear dudas sobre las conclusiones de los estudios contemporáneos y las explicaciones más usuales

sobre el desarrollo financiero que se discuten a continuación. Los autores del trabajo en cuestión atribuyen la evolución descrita a factores políticos, plasmados en la eficacia con que los grupos de interés dominantes en los distintos países se habrían opuesto al desarrollo financiero con el fin de limitar la competencia. Esta es una de las vías, aunque no la principal, que se ha utilizado en los años recientes para analizar la evolución de los sistemas financieros. Esta argumentación se puede enmarcar dentro de lo que globalmente se llama enfoque institucional, sobre el que se habla con algún detalle más adelante. Cabe pensar que, en contextos políticos suficientemente avanzados y, sobre todo, en un contexto de liberalización financiera interna y externa como el que vivimos actualmente, este tipo de distorsiones a la libre competencia son probablemente hoy mucho menos relevantes.

En cualquier caso, el hecho es que los estudios recientes muestran una alta relación contemporánea

entre desarrollo financiero y desarrollo económico. La discusión se plantea, más bien, con respecto a la relación de causalidad: los países más desarrollados ¿tienen un alto desarrollo del sistema financiero debido a su grado de desarrollo o es que el desarrollo financiero en sí mismo explica, al menos en parte, el crecimiento económico de esos países? Pese a las dificultades inherentes a la discusión, ya que bastantes factores afectan positivamente a ambas variables, ha tendido a zanjarse hacia el lado de la relación de causalidad desde el desarrollo financiero hacia el desarrollo económico. Se tiende a pensar que existe una relación positiva entre las dos magnitudes que se materializa a través de aumentos en la productividad (Levine, 2000).

GRÁFICO 2
DESARROLLO FINANCIERO: EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA RATIO: CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL / PIB (*)



(*) Países incluidos: *Actual OCDE* (Australia, Austria, Alemania, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Noruega, Holanda, Reino Unido, Suecia, Suiza); *Otros países* (Argentina, Brasil, Chile, Egipto, India, Rusia, Sudáfrica).
Fuente: Elaboración propia a partir de Rajan y Zingales (2001).

IV. AVANCES EN LA DISCUSIÓN TEÓRICA Y ALGUNAS IMPLICACIONES

En los años cincuenta y sesenta, Miller y Modigliani sacaron de su abandono la discusión sobre las funciones y la morfología del sistema financiero. Su análisis puso el énfasis en los precios de los instrumentos financieros, y se basaba en supuestos de funcionamiento perfecto de los mercados de capitales y condiciones de arbitraje perfectas. En los años recientes, se ha producido una proliferación de enfoques teóricos que se han orientado hacia los aspectos institucionales del funcionamiento de los sistemas financieros que aquellos modelos ignoraban.

Entre los antiguos supuestos que la realidad ha puesto en cuestión y las nuevas teorías están tratando de incorporar al análisis, uno de los más importantes es el de la perfecta disponibilidad de información. De hecho, se puede decir que

CUADRO N.º 1

DESARROLLO FINANCIERO: EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE DIVERSOS INDICADORES (*)

Año	Depósitos / PIB	Capitalización bursátil / PIB	Financiación bursátil / FBCF
1913.....	0,38	0,57	0,13
1929.....	0,49	0,57	0,34
1938.....	0,45	0,64	0,10
1950.....	0,33	0,31	0,03
1960.....	0,31	0,48	0,05
1970.....	0,31	0,51	0,02
1980.....	0,34	0,26	0,03
1990.....	0,41	0,57	0,05
1999.....	0,46	1,02	0,18

(*) Media del conjunto de 23 países (actual OCDE y otros países) reflejados en los gráficos 1 y 2.
Fuente: Rajan y Zingales (2001).

el grueso del análisis llevado a cabo en los últimos años sobre el funcionamiento de los sistemas financieros, y más concretamente sobre la forma en que desarrollan su papel los mercados financieros, ha girado en torno a las cuestiones de información y cómo el uso de ésta afecta a la función de asignación del capital que lleva a cabo el sistema financiero. La existencia de problemas de información asimétrica afecta direc-

tamente a la formación de precios de los instrumentos financieros, y se produce potencialmente en distintos niveles del proceso de intermediación financiera, pero fundamentalmente entre los inversores y los gestores de las empresas destinatarias de la inversión, dando lugar a los que son conocidos como «problemas de agencia», cuya discusión ha centrado buena parte de la teoría de las finanzas corporativas en

las últimas décadas. A su vez, esta cuestión generó interés por analizar las instituciones y las regulaciones que producen tales asimetrías, análisis que se ha centrado en la función que desempeñan los bancos, los auditores y los contables como instancias que proporcionan un seguimiento de la gestión de las empresas.

La calidad de la regulación que afecta a los distintos sistemas financieros, en sentido amplio, es uno de los aspectos en los que más énfasis se ha puesto en los últimos años, dentro de la línea conocida como *Law and finance* (Ley y finanzas). La amplitud del concepto debe entenderse en un sentido que incluye no sólo las leyes en sí, sino el contexto legal, político e incluso social que, en última instancia, determinan la efectividad con que se aplica la ley. Douglas North habla de tres aspectos institucionales que inciden en el comportamiento de los mercados: las normas formales, las normas informales y su grado de cumplimiento efectivo, y sostiene que hace falta que confluyan los tres para que un mercado funcione. En particular, el cumplimiento efectivo de las normas es frecuentemente el factor que, en muchos contextos, resulta más difícil de lograr. Como se ha señalado, puede ocurrir que una ley aprobada con facilidad requiera para su implantación efectiva veinte o treinta años. En torno a este tipo de argumentos se ha desarrollado buena parte de la investigación y de las prescripciones recientes, si bien éstas, como veremos, tienden a huir de la simplificación precisamente por la complejidad de los factores institucionales en cuyo análisis se basan.

Es interesante ilustrar algunas de las tesis centrales de la escuela de «Ley y finanzas». Respecto a la cuestión de la disponibilidad de información, Black (2001) generaliza la discusión hasta el punto de que explica a través de ella el desarrollo de

los mercados. Señala que, en el caso de que los participantes no dispongan de la información relevante, no sólo no se dará un mercado perfecto (*strong form*), sino que es difícil que un mercado se desarrolle. Según él, para que los mercados financieros se desarrollen eficazmente es necesario, por un lado, que los inversores dispongan de buena información, condición para que la formación de precios refleje adecuadamente el grado de riesgo y las expectativas asumidas, y por otro lado, que exista una confianza de los inversores hacia el funcionamiento del mercado y hacia los demandantes de capital. En consecuencia, una estructura jurídica e institucional que no permita que los participantes tengan la información que requieren o en la que los inversores desconfíen será un impedimento al desarrollo de mercados financieros eficientes.

La Porta *et al.* (1998) analizan, a partir de una serie de medidas armonizadas de la calidad jurídica e institucional vigentes en 49 países, las diferencias en la configuración de sus mercados financieros. Por ejemplo, en los países con una escasa protección del accionista, éste suele ser receloso de ostentar la condición de accionista minoritario por miedo a que la mayoría actúe en su contra. Por ello, en los países que proporcionan una mejor protección efectiva del accionista se encuentra una mayor proporción de accionistas minoritarios. Desde el punto de vista de la gestión de carteras, también una mejor infraestructura jurídica e institucional favorece su diversificación, lo que contribuye a la creación de mercados más eficientes.

Un aspecto específico que ha merecido bastante atención, dentro de esta línea de argumentación institucional, es la cuestión de los «contratos incompletos», término que designa el hecho de que, normalmente, cualquier forma contractual

de las que sustentan un mercado no puede prever todas las contingencias posibles, y entre ellas las modalidades de renegociación en caso de insatisfacción por una de las partes con el cumplimiento del contrato por parte de la otra. Este enfoque, debidamente generalizado, tiene implicaciones para el diseño del sistema financiero a través de vías que van desde el diseño de los consejos de administración y el papel relativo que pueden tener al respecto los bancos y los mercados de valores, hasta la elección de uno u otro tipo de instrumento financiero por parte de los inversores (como bonos o acciones, o instrumentos a largo o a corto plazo), en función de la distinta capacidad que confiere la posesión de esos instrumentos para afectar a las decisiones de los destinatarios de la inversión.

Un aspecto importante, dentro de la visión institucional, es la discusión sobre los factores que dan lugar a uno u otro diseño legal del sistema financiero, diseño que se puede clasificar en dos tipologías básicas: el tipo basado en la *common law*, el modelo sajón de tipo consuetudinario, y el tipo *civil law*, el modelo europeo continental. Según esta visión, el modelo de regulación elegido es el resultado de una compleja negociación social entre grupos de interés, explicada en términos de economía política en la línea de la argumentación comentada más arriba sobre la evolución histórica del desarrollo financiero durante el siglo XX. Esta visión es complementaria del enfoque de «Ley y finanzas», pero pretende ir más allá: para el enfoque de economía política, un análisis basado en la regulación es plausible, pero insuficiente, ya que hay que explicar a qué obedece cada tipo de regulación.

En conjunto, los enfoques institucionales, y en particular la denominada escuela de «Ley y finanzas» y sus variantes, han producido en los últimos años una literatura abun-

dante y muy ilustrativa sobre estos temas, cuyas conclusiones suelen estar cargadas de sentido común y proporcionan un punto de vista que no se puede ignorar a la hora de discutir sobre el diseño de los sistemas financieros.

Se ha señalado también que el enfoque institucional llevado a su extremo puede plantear un problema de indeterminación en las conclusiones, en la medida en que en él caben todo tipo de factores explicativos. Sin embargo, es difícil ignorar la complejidad de los factores que determinan la forma de un sistema financiero, y existe el riesgo de que los análisis y, en su caso, las recomendaciones basadas en generalizaciones o en simplificaciones incurran en errores de bulto, en particular cuando se discute el mérito relativo de distintos modelos de desarrollo financiero.

V. MODELOS DE DESARROLLO FINANCIERO: ¿SON SUPERIORES LOS MERCADOS?

El estudio de los sistemas financieros comparados alrededor de los argumentos que se han descrito se ha referido a menudo a la discusión sobre la conveniencia de que un sistema financiero se base esencialmente en el desarrollo de los mercados financieros o en el desarrollo del sistema bancario, o bien que se dé un desarrollo equilibrado entre ambos. Existe también una corriente de opinión según la cual la discusión planteada en términos antagónicos es irrelevante.

La corriente de pensamiento que defiende la superioridad de los mercados financieros frente a los bancos se basa esencialmente en el análisis de los sistemas financieros más avanzados. Existe una visión «evolucionista» de los sistemas financieros, según la cual el estadio

de máximo desarrollo de los mercados coincidiría con el del máximo desarrollo del sistema financiero, y ésta constituye una evolución natural hacia la que tienden todos los sistemas.

Se ha comentado antes la escasez tradicional de estudios dedicados a analizar la dinámica de los sistemas financieros. Rybczynski (1997) desarrolló un enfoque evolucionista, que él define como «un enfoque institucional e histórico, basado en el estudio de los derechos de propiedad y el gobierno corporativo». Su modelo parte de la descripción de las funciones del sistema financiero, que él clasifica en cinco áreas: gestión del sistema de pagos, provisión de liquidez, canalización del ahorro, seguimiento y disciplina de los usuarios de recursos financieros ajenos, y asignación de precios y distribución de riesgos. Las dos primeras funciones constituyen precondiciones institucionales que permiten al sistema llevar a cabo sus funciones esenciales, que son las tres últimas de las mencionadas, relacionadas con la asunción de riesgos, su medición y su redistribución. Su modelo distingue tres fases, definidas por la forma en que el sistema lleva a cabo esta función esencial en relación con el ejercicio de los derechos de propiedad: la primera fase la denomina «capitalismo de propietarios», y en ella los propietarios de las empresas coinciden con los gestores; la segunda es la etapa de «capitalismo de gestión», en la que los propietarios delegan la gestión sobre sus activos, y la tercera etapa, que denomina de «capitalismo institucional», se caracteriza porque en ella los propietarios delegan en instituciones financieras de inversión colectiva la función de fiscalizar a sus gestores. A su vez, distingue tres fases generales de desarrollo del sistema financiero: la de orientación bancaria, la de orientación de mercado (con dos subperíodos, respectivamente de débil y de fuerte orienta-

ción de mercado) y la fase de titulación. La fase de orientación bancaria y el primer subperíodo de la fase de orientación de mercado se corresponden generalmente con el «capitalismo de propietarios»; el segundo subperíodo de la fase de orientación de mercado se corresponde normalmente con el «capitalismo de gestión», y la tercera fase, de titulación, se corresponde normalmente con el «capitalismo institucional».

La última fase de este proceso se corresponde con el auge en el desarrollo de la banca de inversión, que reemplaza a la banca comercial tradicional en el desempeño de las principales funciones del sistema financiero en relación con la redistribución de riesgos, a través de los mercados financieros. En esta fase, los mercados se han desarrollado considerablemente y su funcionamiento eficiente contribuye a reducir el precio de la financiación externa de las empresas; redistribuyen la liquidez y los fondos entre las distintas instituciones financieras y llevan a cabo las funciones centrales del sistema, incluidas las de seguimiento de los destinatarios de los fondos que asignan y la reestructuración del sector empresarial de la economía a través del mercado de control corporativo. El desarrollo de los mercados financieros se ve acompañado por una creciente sofisticación de los mecanismos de asignación de precios y de gestión del riesgo, con la consiguiente proliferación de instrumentos financieros diseñados al efecto.

Según este análisis, el proceso caracterizado por estos cambios se produce impulsado por una serie de factores que incluyen aumentos en la renta y la riqueza, cambios sociales, culturales y políticos, cambios tecnológicos y cambios regulatorios. En definitiva, el aumento de la renta y la riqueza trae consigo, a través de distintas vías, los cambios descritos en términos de organiza-

ción de los derechos de propiedad y el gobierno corporativo.

Merece la pena explicar con algún detalle esta visión porque refleja de manera sistemática la evolución seguida por los sistemas financieros más avanzados: los de EE.UU. y el Reino Unido. Existe una corriente de opinión que defiende la superioridad de los mercados frente a los sistemas bancarizados a partir del estudio de las finanzas corporativas. En esta línea, cabe mencionar a Macey (1998) y Coffee (1999, 2000). Esta línea de argumentación se basa generalmente en el análisis de países avanzados, con un alto grado de desarrollo de sus sistemas financieros.

Aunque parece claro que los mercados financieros tienden a desarrollarse más en las economías más avanzadas, no cabe afirmar que el predominio de los mercados sea la única evolución posible de los sistemas financieros. En todo caso, como se argumentará a continuación, pensando en sistemas en un estado de desarrollo relativamente atrasado, no hay por qué tomar como un modelo a seguir el que se ha descrito.

La mayor parte de la literatura sobre sistemas financieros comparados suele sostener una visión más ecléctica. Generalmente, se encuentran aspectos en los que la banca ejerce determinadas funciones de forma más eficiente que los mercados, y otras funciones en las que éstos presentan ventajas comparativas (1). En concreto, se ha argumentado que un sistema «bancarizado» presenta ventajas en términos de una mayor vinculación a las empresas que financian, lo que, en determinados casos, puede resultar ventajoso. Por su parte, los mercados presentan ventajas en cuanto a su versatilidad para financiar empresas de menor tamaño y de sectores de tecnología cambiante. Mayer (1999) y Mayer y Sussman (2001) sostienen que distintos países y,

dentro de cada país, distintos sectores de actividad pueden presentar distintos requerimientos a este respecto, y por tanto cualquier prescripción simplificadora es peligrosa. En consecuencia, las autoridades deben mantener una actitud ecléctica al respecto, y las regulaciones encaminadas a configurar uno u otro tipo de sistema financiero, en la medida en que esto sea posible, deben de tratar de fomentar que se elijan libremente las opciones más convenientes por parte de los agentes implicados más que tender a configurar un sistema preconcebido. En este sentido, critican, por ejemplo, cierto sesgo en la filosofía que inspira el mercado financiero único en la Unión Europea, en la medida en que, en su opinión, su desarrollo normativo parece apostar por un «modelo vencedor», que sería el de preeminencia de los mercados sobre el sistema bancario.

En una línea parecida, en estudios empíricos recientes (Tadesse, 2001) se concluye que los sistemas de predominio bancario son más convenientes para países en un estado de desarrollo financiero relativamente atrasado, ya que en esos países la banca contribuye a un mayor crecimiento, y también que el tamaño de las empresas condiciona la idoneidad de uno u otro sistema, resultando en general más apropiado el sistema de predominio bancario en países con empresas de menor tamaño, como suele ser también el caso en los países más atrasados. La vía por la que se produce esa diferencia es el distinto «entorno contractual» y la forma en que se materializan los problemas de agencia mencionados antes. En esta línea, se argumenta que los mercados financieros requieren para funcionar eficazmente un entorno institucional y legal relativamente complejo, más complejo, en todo caso, que el requerido por el sistema bancario, al que se refiere como «sistema basado en relaciones», que es generalmente menos transparente y com-

petitivo que el «basado en el mercado». La literatura reciente de la escuela de «Ley y finanzas» ha documentado abundantemente cómo el requisito de fortaleza legal no suele darse en los países más atrasados. Levine (2000) argumenta en la misma línea, y pone el énfasis en la necesidad de reforzar los derechos de propiedad y su implantación efectiva.

Hay que mencionar una línea argumental, que tiende a imponerse cada vez con más fuerza, que mantiene que la discusión anterior es relativamente irrelevante. La idea básica es que no importa tanto el predominio de uno u otro sistema como la calidad institucional y legal en que se apoya. No se puede trazar una frontera clara entre los argumentos anteriores y esta postura, ya que, en cierto modo, coinciden en resaltar la importancia de los factores institucionales y legales, y en poner el énfasis en la casuística más que en las generalizaciones simplificadoras. Dentro de esta línea hay que mencionar el núcleo de los estudios mencionados antes de Black y Laporta, entre otros.

Como se ha dicho frecuentemente, es difícil hacer afirmaciones taxativas de tipo prescriptivo sobre el diseño de los sistemas financieros, porque sigue habiendo muchas preguntas sin responder (Allen y Gale, 2001, Mayer y Sussman, 2001) y, en particular, es difícil responder de forma general a la cuestión del grado de desarrollo deseable de los mercados financieros frente al sistema bancario. Por un lado, la teoría nos indica algunas funciones en las que los mercados tienen ventajas comparativas respecto a la banca: asunción y distribución de riesgos, seguimiento de la gestión que llevan a cabo los gestores de recursos ajenos en contextos relativamente complejos, generación de precios que reflejan eficazmente los fundamentos; por otro, los hechos indican que existen sistemas bancarios

en los sistemas financieros más atrasados, en los que los mercados financieros están infradesarrollados o incluso prácticamente no existen, y, en general, los mercados financieros tienden a desarrollarse con el aumento de la renta y la riqueza de los países y la consiguiente sofisticación financiera.

En general, cabe deducir de los argumentos que se han repasado que, en todo caso, los sistemas financieros deben poner el énfasis en un adecuado sustento institucional, en sentido amplio, para funcionar adecuadamente; que es bueno que se de un cierto equilibrio entre el desarrollo de la banca y el de los mercados financieros (Davis, 2001), si bien no debe buscarse el desarrollo de los mercados financieros a toda costa en aquellos países en que el desarrollo financiero presenta un mayor atraso relativo, y que el hecho de que éstos tiendan a desarrollarse en países más avanzados debe verse sobre todo como respuesta natural y evolutiva a una demanda del sector empresarial. Esa demanda se produce porque los mercados financieros cumplen eficazmente determinadas funciones que son necesarias en sistemas financieros relativamente sofisticados.

VI. LA EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EN LAS ÚLTIMAS DÉCADAS

Como es sabido, entre los países más avanzados existen, a grandes rasgos, dos modelos de sistemas financieros: el modelo anglosajón, representado por EE.UU. y el Reino Unido, que se basa en un importante desarrollo de los mercados financieros, y el modelo de Europa continental y Japón, que se basa en el desarrollo del sector bancario. A grandes rasgos, estos modelos coinciden respectivamente con los modelos legales de *common law* y *civil*

law que se han mencionado antes. La mayor parte de los países emergentes presentan grados de desarrollo financiero relativamente atrasado, lo que, como se ha comentado, en general se traduce en un predominio de los sistemas basados en el sistema bancario.

Durante las décadas de 1980 y 1990, en la mayor parte del mundo se observó un considerable aumento de la profundización financiera (véase gráfico 3). Como se vio anteriormente, en algunos aspectos (depósitos bancarios) en muchos países, sólo en los años ochenta dicha profundización financiera recuperó, y rebasó, el grado de profundización existente en las primeras décadas del siglo XX. A grandes rasgos, cabe atribuir el aumento de la profundidad financiera en los años ochenta y noventa a la conjunción de dos tipos de factores: el aumento de la renta y de la riqueza, cuyo principal salto cualitativo en occidente se produjo después de la II Guerra Mundial y se acentuó en los años setenta, y la liberalización de los sistemas financieros domésticos y de los flujos internacionales de capital, que, con distintas secuencias temporales, caracterizaron a la mayoría de las regiones del mundo en esas décadas. También cabe hablar, como tendencia general, de una cierta convergencia de los sistemas financieros hacia un mayor desarrollo relativo de los mercados frente a los sistemas bancarios, tendencia impulsada especialmente por la evolución observada en los países en los que los mercados partían de una situación de mayor atraso.

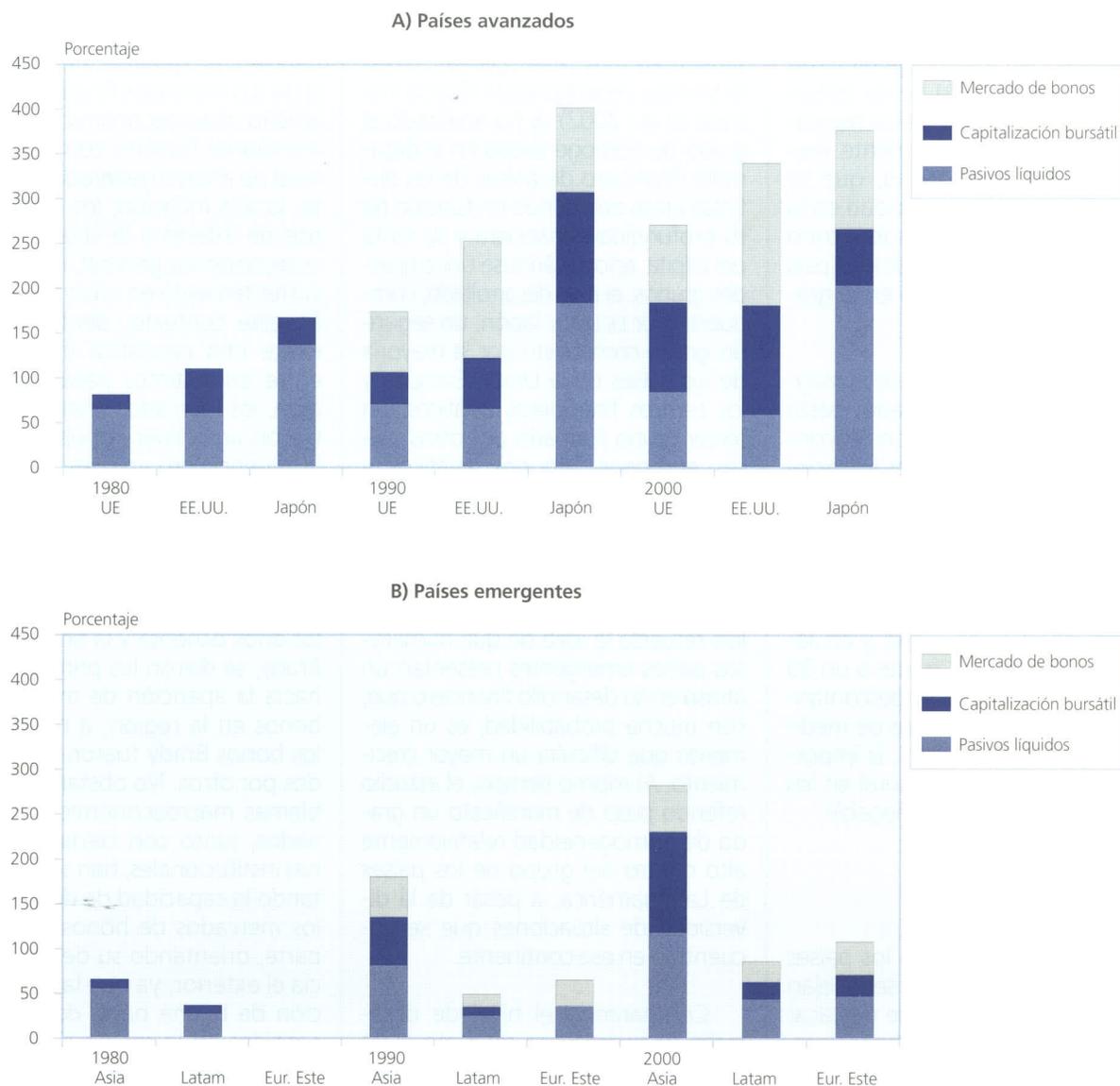
El gráfico 3 presenta la evolución, en las tres últimas décadas, de indicadores amplios del grado de profundidad financiera de los distintos países y regiones reflejados: los pasivos líquidos del sistema bancario (o M2) como indicador del grado de desarrollo bancario, el cual, pese a sus limitaciones, se ha elegido aquí por la disponibilidad general

del dato que permite una amplia comparación; la capitalización bursátil a precios de mercado, como indicador del tamaño del mercado bursátil, que presenta el importante inconveniente de su relativa volatilidad, alejada a menudo de los factores fundamentales, y el valor nominal del saldo vivo de bonos.

Hay que insistir en las limitaciones del indicador elegido para caracterizar al sector bancario, el cual infravalora dicho tamaño en un período como el de los años ochenta, caracterizado, sobre todo en los países de la OCDE, por la innovación financiera y la proliferación de instrumentos líquidos alternativos a los que están incluidos en M2. Y también hay que mencionar las limitaciones de la capitalización bursátil, en un momento puntual, como indicador fehaciente del tamaño del mercado bursátil, que, en concreto en el caso de Japón al final de 1990, presenta un claro caso de sobrevaloración que tergiversa la medición del desarrollo financiero como tal. Pero, teniendo en mente estas limitaciones, las grandes líneas de la evolución que refleja el gráfico 3 pueden probablemente ser tomadas por válidas.

Si se observa la evolución de las distintas magnitudes que aparecen en el gráfico 3, además de las tendencias generales que se han comentado más arriba, se observa el gran aumento generalizado en el desarrollo financiero de los países más avanzados y de los países emergentes de Asia, mientras que en Latinoamérica y Europa del Este, por las razones que se discuten después, éste presenta un ritmo menor. Lo que interesa más destacar aquí, independientemente de la precisión en la medida, es la dirección de dicho desarrollo: en todos los casos, aunque con distinta intensidad, en los años ochenta se produce un despegue sustancial de los mercados financieros, que ven aumentar sustancialmente su peso

GRÁFICO 3
EVOLUCIÓN DE LOS DISTINTOS SISTEMAS FINANCIEROS: M2 / PIB
Y TAMAÑO DE LOS MERCADOS DE CAPITALES / PIB



Mercado de bonos: Saldo vivo de bonos en valor nominal.

M2: Cuentas corrientes y cuentas remuneradas, depósitos de otras instituciones financieras y depósitos en divisas en instituciones de crédito y otras instituciones financieras.

Capitalización bursátil: Valor de mercado de las acciones admitidas a cotización.

Pasivos líquidos

Asia: China, Indonesia, Malasia, Filipinas, Corea del Sur, Tailandia, Hong Kong y Singapur.

Latam: Chile, Uruguay, Argentina, Brasil, Costa Rica, Méjico, Colombia, Ecuador, El Salvador, Perú y Venezuela.

Europa del Este: Eslovenia, República Checa, Hungría, Polonia, República Eslovaca, Bulgaria, Lituania, Letonia, Rumanía, Rusia y Turquía.

Fuente: Beck et al. (1999), BIS, Bloomberg, IFS.

con respecto al PIB, y también con respecto al sector bancario.

1. Países avanzados

Con respecto al punto de partida, 1980, el desarrollo de los mercados financieros se refleja tanto en un aumento del peso de las bolsas como en la aparición de los mercados de bonos, prácticamente inexistentes con anterioridad, que se desarrollaron a gran velocidad en la década de los ochenta, sobre todo en EE.UU. y en el Reino Unido (país que no aparece reflejado en el gráfico como tal).

Para obtener una idea de la magnitud del cambio observado, basta mencionar que en 2000 nos encontramos con unos mercados financieros que, para EE.UU., representan el 279 por 100 del PIB, frente a un 49 por 100 veinte años antes; para la UE, los mercados financieros representaban el 185 por 100 del PIB frente al 16 por 100 en 1980, y en Japón, el 109 por 100, frente a un 30 por 100 en 1980. Incluso descontando los problemas referidos de medición del mercado bursátil, la importancia del cambio estructural en los sistemas financieros es innegable.

2. Países emergentes

En lo que se refiere a los países emergentes, cuyos datos se reflejan en el gráfico 3(B), hay que destacar el importante desarrollo financiero, ya comentado, de los países asiáticos, que es también más acusado en los mercados financieros que en el sector bancario. En relación con el PIB, el peso de estos pasó del 10 por 100 en 1980 al 163 por 100 en 2000. En Latinoamérica, el crecimiento fue más modesto en el período, pasando del 9 por 100 del PIB al 41 por 100. En Europa del Este, entre 1990, comienzo de la transición de las economías del área hacia el modelo de mercado, y 2000,

el peso de los mercados financieros en el PIB pasó del 9 al 60 por 100.

La caracterización de los sistemas financieros mediante agrupaciones geográficas como las que se presentan aquí siempre implica un riesgo de simplificar excesivamente situaciones muy heterogéneas. En este sentido, recientemente (García Herrero *et al.*, 2002) se ha analizado el grado de homogeneidad en el desarrollo financiero de países de las distintas áreas del mundo en función de su profundidad financiera y su renta per cápita, encontrándose cinco grandes grupos: el más desarrollado, compuesto por EE.UU. y Japón; un segundo grupo compuesto por la mayoría de los países de la Unión Europea y los centros financieros asiáticos; un tercer grupo formado por otros países europeos, algunos asiáticos y Chile; un cuarto grupo formado por otros países de Europa del Este, y el último, que incluye a un conjunto amplio y heterogéneo de países de escaso desarrollo financiero. Ese análisis refuerza la idea de que numerosos países emergentes presentan un atraso en su desarrollo financiero que, con mucha probabilidad, es un elemento que dificulta un mayor crecimiento. Al mismo tiempo, el estudio referido puso de manifiesto un grado de homogeneidad relativamente alto dentro del grupo de los países de Latinoamérica, a pesar de la diversidad de situaciones que se encuentran en ese continente.

Comparando el nivel de desarrollo financiero con respecto al PIB entre las tres áreas de países emergentes, y el papel dentro del mismo de los mercados financieros, llama la atención sobre todo el relativo atraso de Latinoamérica, y, dentro de él, el limitado peso de los mercados financieros con respecto a la banca, si bien el peso de éstos es menor aún, en términos relativos, en Europa del Este.

El caso de Latinoamérica es probablemente el más llamativo entre

las áreas emergentes por lo limitado del desarrollo de sus mercados financieros. Los condicionantes macroeconómicos y los problemas relacionados con las insuficiencias institucionales, en el sentido discutido antes, explican probablemente, en gran parte, el limitado desarrollo financiero en general, y en particular el de sus mercados financieros. En el ámbito macroeconómico, hay que mencionar factores como el escaso nivel de ahorro generado localmente, la alta inflación, los elevados tipos de interés y la volatilidad macroeconómica general, reflejada recurrentemente en crisis financieras. En este contexto, dentro del que existe una casuística muy variada entre los distintos países de la región, los mercados financieros recibieron un primer impulso a raíz de la afluencia de capitales externos en la década de los setenta, tras la primera crisis del petróleo. Aunque esos flujos se materializaron inicialmente en forma de préstamos sindicados, tras la crisis de la deuda de los años ochenta y la firma del Plan Brady, se dieron los primeros pasos hacia la aparición de mercados de bonos en la región, a medida que los bonos Brady fueron reemplazados por otros. No obstante, los problemas macroeconómicos mencionados, junto con ciertas limitaciones institucionales, han seguido limitando la capacidad de desarrollo de los mercados de bonos y, en gran parte, orientando su desarrollo hacia el exterior, ya que la denominación de buena parte de los bonos emitidos en la región sigue siendo en moneda externa (euros y dólares).

En lo que se refiere a los mercados bursátiles, su desarrollo es también limitado. Aunque experimentaron un impulso considerable en la década de los noventa, en la segunda mitad de ésta se ha producido un cierto estancamiento, debido en parte a la cotización de grandes empresas locales en la Bolsa de Nueva York mediante los denominados

CUADRO N.º 2

DESARROLLO DEL MERCADO BURSÁTIL (*)

	CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL / PIB		VALOR NEGOCIADO EN BOLSA / PIB		VALOR NEGOCIADO EN BOLSA / CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL	
	1990	2000	1990	2000	1990	2000
Países de renta alta.....	0,42	1,17	0,16	1,00	0,48	0,86
Países de renta media.....	0,36	0,45	0,07	0,18	0,24	0,47
Países de renta baja.....	0,12	0,20	0,03	0,07	0,17	0,29
Total	0,31	0,62	0,10	0,44	0,32	0,55

(*) Datos correspondientes a la media de cada grupo de países, siguiendo la clasificación del Banco Mundial.
Fuente: Claessens, Klingebiel y Schmukler (2002).

American Depository Receipts (ADRs), cuestión que se comenta más adelante.

En los países emergentes de Asia, el elevado desarrollo financiero se enmarca dentro de un círculo virtuoso formado por un comportamiento macroeconómico saludable mantenido de forma sostenida, las elevadas tasas de ahorro y la liberalización financiera, tanto doméstica como externa, a pesar de que ésta se produjo de forma bastante desigual y con numerosos retrocesos, dentro de un contexto generalmente condicionado por consideraciones relativas a la incidencia de las medidas liberalizadoras en el sector exportador de la economía (ver Gallego *et al.*, 2002). Como principales características de su modelo de desarrollo financiero, hay que destacar, por una parte, el equilibrio que existe entre el sistema bancario y los mercados financieros, y por otra, el rápido desarrollo que experimentaron sus mercados financieros en los años ochenta, reforzados por el *boom* bursátil de principios de los noventa.

En Europa del Este, el reducido desarrollo de los mercados de capitales debe verse en relación con la situación de partida y con los efectos potenciales que ésta comportaba, tanto positivos como negativos. Por una parte, los procesos de privatización masivos supusieron un importante impulso al desarrollo de

las bolsas locales. Por otra, la ausencia de una infraestructura básica y del contexto legal apropiado han constituido obstáculos muy importantes para su desarrollo, el cual se debe analizar en el contexto de su futura integración en la Unión Europea. En este contexto, la idoneidad del desarrollo de los mercados financieros locales en estos países ha sido puesta en cuestión, y también su viabilidad.

3. Desarrollo de los mercados bursátiles y eficiencia

El cuadro n.º 2 presenta una visión panorámica del desarrollo de los mercados bursátiles en términos de capitalización respecto al PIB en los años noventa, así como indicadores de la eficiencia en su funcionamiento, medida por el desarrollo de la negociación bursátil respecto al PIB y respecto a la capitalización bursátil. Los países aparecen agrupados de acuerdo con la clasificación del Banco Mundial, en función de su renta, lo que permite analizar la cuestión con una óptica no geográfica. El cuadro muestra cómo los países que han visto crecer más su capitalización bursátil han sido aquellos cuya capitalización era más elevada al comienzo del período: los países de renta más alta, que pasaron de un 0,42 del PIB a un 1,17 entre 1990 y 2000, lo que es un claro reflejo de la tendencia a la concentración de los mercados de capita-

les. La evolución de los países de renta baja, dentro de esta muestra, es algo más rápida que la de los países de renta media, reflejando probablemente una evolución positiva de algunos mercados emergentes.

En lo que se refiere a la eficiencia de los mercados bursátiles, ésta aparece claramente relacionada con el grado de desarrollo de las bolsas, ya que son los mercados más grandes, los de los países con renta más alta, los que presentan ratios mayores, tanto en términos del PIB (1,00) como de la capitalización bursátil (0,86), y esa relación desciende con la renta de los países. En cuanto a su evolución, se observa una cierta convergencia entre los países de renta media y los de renta alta entre 1990 y 2000, mientras que los de renta baja parecen perder terreno en términos de eficiencia, de acuerdo con este indicador.

VII. INTERNACIONALIZACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS Y PAPEL DE LOS MERCADOS DOMÉSTICOS

Entre los cambios estructurales observados en los últimos años, además del intenso desarrollo financiero que se ha descrito, y en particular el desarrollo de los mercados financieros, el otro aspecto más destacable es la internacionalización de éstos. Dicha internacio-

CUADRO N.º 3

INTERNACIONALIZACIÓN DEL MERCADO BURSÁTIL (*)

	CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL DE EMPRESAS QUE COTIZAN EN MERCADOS INTERNACIONALES / TOTAL CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL		FINANCIACIÓN BURSÁTIL EXTERIOR / FINANCIACIÓN BURSÁTIL DOMÉSTICA	
	1990	2000	1990	2000
Países de renta alta	0,01	0,31	2,30	0,19
Países de renta media	0,12	0,55	0,12	3,72
Países de renta baja	0,05	0,27	0,02	0,26
Total	0,08	0,37	0,49	1,59

(*) Datos correspondientes a la media de cada grupo de países, siguiendo la clasificación del Banco Mundial.
Fuente: Claessens, Klingebiel y Schmukler (2002).

nalización tiene distintas dimensiones, e implica un replanteamiento de algunos aspectos de la discusión tradicional sobre el sistema financiero, las prioridades respecto a su diseño y las formas de alcanzarlo.

En particular, es interesante preguntarse por el reparto de funciones entre los grandes mercados financieros internacionales y los mercados financieros locales, y hasta qué punto debe buscarse el desarrollo de mercados financieros locales en países en los que éstos se encuentran en un estadio primitivo de desarrollo, hasta dónde llegará el proceso de concentración y cuál debería ser la actitud de las autoridades en general o, en su caso, de los organismos autorreguladores, en este proceso. En este apartado, se ilustra brevemente el proceso de internacionalización de los mercados financieros en la última década y, sin pretender contestar a todas las preguntas anteriores, se plantean algunas consideraciones generales.

El cuadro n.º 3 y el gráfico 4 ilustran algunas de las dimensiones de la internacionalización de los mercados financieros referidas a las bolsas y a los mercados de bonos. El cuadro n.º 3 muestra dos indicadores elocuentes de la internacionalización de la financiación bursátil de las empresas. En la primera columna aparece la evolución, entre 1990 y 2000, de la capitalización bursátil de empresas que cotizan en merca-

dos internacionales (distintos del país donde radica la empresa) con respecto a la capitalización bursátil total en cada grupo de países (de nuevo clasificados según su renta). Esa proporción ha pasado de un 8 por 100 en 1990 a un 37 por 100 en 2000. El aumento más significativo se ha producido en los países de renta alta, en los que el punto de partida en 1990 era el más bajo, un 1 por 100, debido a que son los países que en general contaban con los mayores mercados locales y para cuyas empresas, hace sólo diez años, apenas se planteaba la utilidad de cotizar en bolsas extranjeras. Significativamente, en 2000 la ratio se situó, para esos países, en un 31 por 100, lo que indica un cambio radical en las pautas de financiación de las grandes empresas.

Para el conjunto de países reflejados en el cuadro, el salto en los diez años en cuestión es de un 8 a un 37 por 100, y son los países de renta media los que presentan una mayor proporción, que alcanza el 55 por 100 (era un 12 por 100 hace diez años), lo que se explica probablemente en este caso por la combinación de los factores generales que han afectado a las empresas de todos los grupos de países, con la mayor necesidad relativa de financiación exterior por lo limitado de los mercados locales, y con una mayor capacidad de cumplir los requisitos necesarios (en términos de tamaño, gestión, transparencia, etc.)

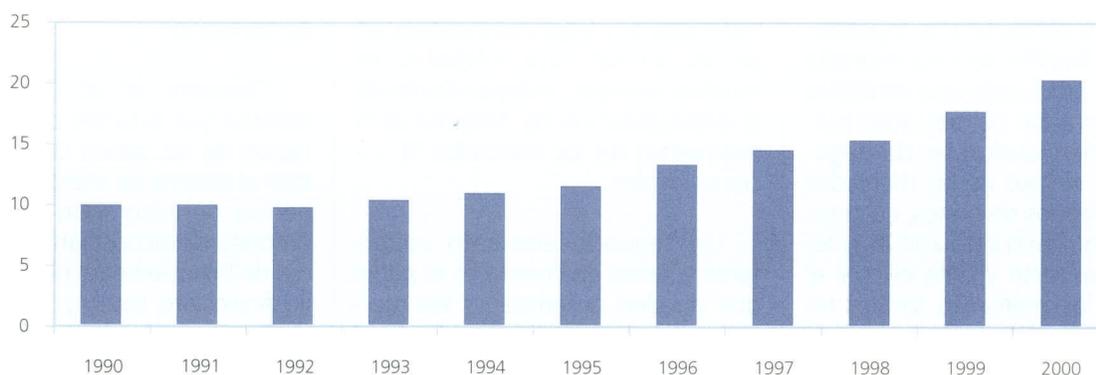
para cotizar en distintos mercados. Las limitaciones en este último aspecto serían el factor que explicaría la menor presencia internacional en Bolsa de empresas de los países con menor renta, aunque ésta ha crecido también considerablemente, pasando de un 5 por 100 en 1990 a un 27 por 100 en 2000.

El gráfico 4 ilustra la internacionalización del mercado de bonos. Refleja la evolución, entre 1990 y 2000, de la proporción entre el saldo vivo de bonos internacionales (incluidos los eurobonos y los bonos internacionales, según la definición del BIS) y el saldo vivo total de bonos. Como se ve, dicha proporción se ha duplicado en los diez años reflejados en el cuadro, pasando de un 10 a un 20 por 100, y la práctica totalidad del aumento se materializó en la segunda mitad de la década. De manera similar a los indicadores comentados para los mercados bursátiles, estas cifras dan una idea de la creciente internacionalización de los mecanismos de financiación de las empresas.

1. Factores explicativos de la internacionalización de los mercados

Los factores que explican los procesos de integración de los mercados financieros y la internacionalización de las pautas de los agentes que operan en ellos se pueden cla-

GRÁFICO 4
INTERNACIONALIZACIÓN DEL MERCADO DE BONOS:
SALDO VIVO DE BONOS INTERNACIONALES (*) / SALDO VIVO TOTAL



(*) Incluye bonos internacionales y eurobonos.
Fuente: Merrill Lynch.

sificar en tres grupos: las políticas públicas, materializadas sobre todo en una tendencia a la liberalización financiera doméstica e internacional; las posibilidades abiertas por la tecnología; y las respuestas de los agentes que operan en los mercados (inversores, intermediarios y demandantes de ahorro) ante estos cambios. El desarrollo del segundo de estos factores, la tecnología, es irreversible, y su incidencia futura sólo puede acentuar los procesos en marcha, sobre todo en términos de posibilidades de concentración de procesos de cotización, negociación y liquidación de las transacciones. Respecto al último factor, la conducta de los agentes que operan en los mercados, aunque su evolución puede ser algo menos clara en algunos aspectos (como, por ejemplo, posibles actitudes defensivas respecto a intereses estratégicos puntuales de tipo local por parte de determinados intermediarios), en general cabe esperar que su comportamiento tienda también a acentuar el proceso de integración. La lógica en términos de economía industrial, tendente a aprovechar las economías de escala y de alcance que existen, debería nor-

malmente irse imponiendo gradualmente.

Queda, pues, el primero de los factores enunciados como principal variable capaz de modular el proceso: la intervención de las políticas públicas o de los mecanismos de autorregulación, y es sobre todo con esta óptica con la que la integración financiera, su ritmo y su alcance se replantean a nivel de discusión teórica y de sus implicaciones prácticas. Las dos dimensiones en que se ha planteado generalmente esta discusión son los efectos generales de la apertura al exterior de los sistemas financieros, o de los mercados financieros en particular, y la medida en que los mercados financieros locales pueden y deben buscar su propio desarrollo, o su supervivencia, en los casos en que estaban bien arraigados, en un contexto como este.

Con respecto a la primera cuestión, la respuesta parece clara en lo que se refiere a los países avanzados y con sistemas financieros suficientemente desarrollados, que acometieron sus procesos de liberalización en las dos últimas décadas, en

un proceso no exento de episodios difíciles y de pasos atrás, pero que, en general, se completó con éxito. Aunque existe evidencia de que la liberalización financiera, en sí misma, no constituye una garantía respecto al comportamiento de las variables económicas más directamente vinculadas al sistema financiero, como la tasa de ahorro, si la liberalización se lleva a cabo de forma adecuada, constituye un elemento necesario en la configuración de una economía eficiente. Aquí lo más importante es que la secuencia y el ritmo sean los adecuados en función de las circunstancias de cada país, ya que han sido frecuentes los episodios de crisis financieras que han seguido a procesos de liberalización en diversos países emergentes.

2. El papel de los mercados locales

La cuestión del papel de los mercados financieros locales frente a los centros financieros internacionales es probablemente más controvertida y, en cualquier caso, está menos ilustrada por la experiencia. Además, esta cuestión afecta, aun-

que de forma diferente, tanto a países avanzados como a países emergentes. Para los países avanzados, la dinámica de integración de infraestructuras, la liberalización financiera y, en casos como la Unión Europea, la convergencia regulatoria y la adopción de una moneda única han producido una dinámica de concentración de mercados bursátiles, o de plataformas de negociación en el caso de los mercados descentralizados de bonos, cuyo estado de equilibrio está aún muy lejos de alcanzarse y ante el cual el papel de los mercados locales no está aún definido.

En el caso de los países emergentes cuyos mercados financieros domésticos no han alcanzado un cierto grado de desarrollo, la cuestión que se plantea es algo distinta: ¿hasta qué punto los esfuerzos por crear mercados financieros locales siguen siendo aconsejables en este contexto?

Naturalmente, las respuestas no son generalizables, y es necesario un análisis detallado de cada caso, pero hay algunos argumentos generales que sí pueden tenerse en cuenta para responder a estas cuestiones. El primero es que, si bien no tiene sentido adoptar estrategias exclusivamente defensivas para impedir procesos en buena parte irreversibles, sí cabe plantearse qué tipo de «estado de equilibrio» debería alcanzarse y cuál es el ritmo deseable para los cambios que deban producirse en cualquier caso.

Con respecto al «estado de equilibrio», es difícil generalizar, pero hay que tener en cuenta que la supervivencia de mercados financieros locales allí donde estos existían y funcionaban de forma más o menos eficiente antes de que se dieran procesos de integración puede tener ventajas indudables, al menos a medio plazo. Por un lado, la industria financiera y la infraestructura institucional que la rodea tiene un

valor añadido en sí para un país directamente por el empleo que genera, pero también, como argumentaría la escuela de «Ley y finanzas», por los incentivos que implica para el mantenimiento de un contexto institucional y legal competitivo, en sentido amplio, cuya utilidad es, en muchos sentidos, independiente de la deslocalización de determinados segmentos de los mercados financieros locales.

Un segundo elemento importante a tener en cuenta es el papel que pueden desempeñar los mercados financieros locales desde el punto de vista del propio sistema productivo. Dicho de otra forma, se trata de responder a la pregunta de hasta qué punto las funciones que llevan a cabo los mercados financieros pueden realizarse desde centros remotos sin perder eficacia. La cuestión no ha sido suficientemente estudiada, pero existen razones para pensar que, al menos, algunas de esas funciones no pueden ser desarrolladas en su totalidad eficazmente desde centros remotos. Guiso *et al.* (2002) han particularizado los argumentos de la teoría que vincula el crecimiento con el desarrollo financiero en el caso del desarrollo financiero local frente al desarrollo exterior, y encuentran que, incluso en un contexto de integración financiera, y sin limitaciones a los movimientos de capital, el desarrollo financiero local favorece la competencia empresarial y un mayor crecimiento, principalmente por las posibilidades que ofrecen los mercados locales a las empresas de menor tamaño, ya que para las grandes empresas la cuestión resulta menos relevante.

La cuestión se plantea de forma algo diferente para países que carecen de mercados suficientemente arraigados, como es el caso, por ejemplo, de los países de Europa del Este o de algunos países latinoamericanos. En ambos casos, además, existen importantes centros finan-

ciarios que ejercen de polo de atracción (la Unión Europea y EE.UU. respectivamente) y que pueden llevar a cabo al menos algunas de las funciones que llevarían a cabo los mercados locales si tuvieran el desarrollo necesario.

Claessens *et al.* (2000) argumentan que lo tardío de la incorporación de los países de Europa del Este al sistema de mercado y la perspectiva de integración en la Unión Europea desaconsejan una estrategia de búsqueda del pleno desarrollo financiero local, y en particular de los mercados bursátiles, ya que los servicios de inversión que proporcionan las bolsas estarán disponibles en cualquier caso. A pesar de lo cual, concluyen que es imprescindible el desarrollo local de las infraestructuras básicas de los mercados financieros, incluidos el marco legal adecuado para el ejercicio de los derechos de propiedad, el desarrollo de normas de transparencia, normas adecuadas para la actuación de los inversores institucionales y el desarrollo de las demás instituciones públicas y privadas necesarias.

En Latinoamérica, la discusión es probablemente más compleja, dada la variedad de casos y el distinto grado de desarrollo de los mercados locales. Algunos de los principales mercados bursátiles de la región han experimentado un estancamiento en los últimos años, debido sobre todo a la fuga de buena parte de la negociación a la Bolsa de Nueva York mediante ADR, aunque la tendencia también puede atribuirse a carencias institucionales de los mercados locales, sobre todo en términos de transparencia y gobierno de las empresas. Esta situación ha dado lugar a alguna discusión sobre la estrategia más conveniente, y también hay quien ha cuestionado la viabilidad de los mercados locales en algunos países.

Otro elemento a tener en cuenta en esta discusión, con una pers-

pectiva global, es la incidencia potencial del desarrollo de los mercados financieros locales sobre la estabilidad financiera o, más en general, sobre el desempeño de las funciones que realizan los mercados financieros internacionales con respecto al comportamiento macroeconómico de los países, función ésta que ha cobrado una gran importancia en los últimos años, con la liberalización de los movimientos de capital y el progresivo aumento de los mismos. Desde este punto de vista, hay que pensar que, en general, existen ventajas en el desarrollo de mercados financieros locales sólidos y eficientes, con un soporte institucional adecuado.

El interés que han mostrado en este sentido los organismos financieros multilaterales, como el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, en los últimos años se debe a dos razones: por una parte, el adecuado desarrollo de los sistemas financieros locales reduce las posibilidades de contagio «injustificado» de crisis financieras y atenúa sus consecuencias potenciales en caso de que este se produzca; por otra, el grado de desarrollo y la solidez del sistema financiero, como pieza clave de cualquier economía, pueden determinar la magnitud de una crisis de origen interno o externo, y también pueden incidir en la probabilidad de que ésta se transmita, a su vez, a otros países.

VIII. CONCLUSIONES

La discusión sobre el diseño del sistema financiero y sobre el papel relativo que deben desempeñar el sector bancario y los mercados financieros ha cobrado auge en los últimos años, en un esfuerzo tanto teórico como empírico que ha tratado de responder a preguntas que no estaban bien resueltas. En general, existe acuerdo en torno a la idea básica de la estrecha correlación

entre el desarrollo económico y el desarrollo financiero, y en que la dirección de la causalidad se da entre éste y aquél por la vía de aumentos en la productividad.

La mayoría de los enfoques teóricos que han proliferado últimamente se enmarcan dentro de la «línea institucional», que se ha desarrollado a partir de la insuficiencia de los enfoques tradicionales para explicar el desarrollo financiero. Dentro de esta línea, la escuela de «Ley y finanzas» ha producido estudios muy interesantes en los últimos años, que se centran en la calidad del contexto legal, en sentido amplio, como clave explicativa del éxito o el fracaso relativo en el diseño de los sistemas financieros en general, y en particular en el desarrollo de los mercados financieros y la eficiencia con la que llevan a cabo sus funciones.

Dentro de la discusión sobre los méritos relativos de los sistemas de predominio bancario frente a los sistemas basados en los mercados financieros, la postura más plausible es probablemente una visión ecléctica, que reconoce las ventajas de ambos tipos de instituciones. Aunque lo cierto es que los mercados se desarrollan en general de forma más tardía que la banca, lo que indica tanto la necesidad de una cierta sofisticación institucional para su maduración como el hecho de que, en las sociedades más desarrolladas, existe una mayor demanda de las funciones específicas en las que los mercados financieros presentan ventajas respecto a la banca, sobre todo en términos de generación de precios de instrumentos financieros en contextos relativamente sofisticados. Recientemente, se ha puesto el énfasis en la necesidad de asegurar, en todo caso, un contexto institucional y legal adecuado, y dejar que sean los agentes implicados los que determinen con sus elecciones el modelo que prevalece en cada caso.

En las últimas décadas, se ha observado en todo el mundo un aumento de la profundidad financiera y, en particular, un gran desarrollo de los mercados financieros paralelo a su internacionalización. Esta última plantea la cuestión de la importancia relativa de los mercados financieros locales frente a los grandes centros financieros internacionales, con importantes implicaciones. En general, se concluye que los mercados financieros locales, o al menos determinados segmentos de ellos, están llamados a desempeñar funciones importantes a pesar de la concentración en torno a los grandes mercados de ámbito regional o mundial.

NOTAS

(*) Agradezco la colaboración de Carlos Egea, Ana Fernández Bedoya y Mila Moreno.

(1) ALLEN y GALE (2001) ofrecen un buen resumen de esta discusión.

BIBLIOGRAFÍA

- ALLEN, Franklin, y GALE, Douglas (2000), *Comparing Financial Systems*, MIT Press.
- (2001), «Comparative financial systems: A survey», Wharton School Center for Financial Institutions, University of Pennsylvania, *Center for Financial Institutions Working Paper*, n.º 01-15.
- BECK, Thorsten; DEMIRGUC-KUNT, Asli, y LEVINE, Ross (1999), *A New Database on Financial Development and Structure*, World Bank.
- BLACK, Bernard S. (2001), «The legal and institutional preconditions for strong securities markets», *UCLA Law Review*, 48: 781-858.
- CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon, y KLINGEBIEL, Daniela (2000), «Stock markets in transition economies», *World Bank Financial Sector Discussion Paper*, n.º 5.
- CLAESSENS, Stijn; KLINGEBIEL, Daniela, y SCHMUKLER, Sergio L. (2002), «Explaining the migration of stocks from exchanges in emerging economies to international centers», *World Bank Working Paper*, número 2816.
- COFFEE, John C. (1999), «The future as history: The prospects for global convergence in corporate governance and its implications», *Northwestern University Law Review*, 93 (3): 641-708.
- (2000), «Convergence and its critics: What are the preconditions to the sepa-

<p>ration of ownership and control?», <i>Columbia Law and Economics Working Paper</i>, n.º 179.</p> <p>DAVIS, E. Philip (2001), «Multiple avenues of intermediation, corporate finance and financial stability», <i>International Monetary Fund Working Paper</i>, n.º 115.</p> <p>GALLEGO, Sonsoles; GARCÍA HERRERO, Alicia, y SAURINA, Jesús (2002), «The Asian and European banking systems: The case of Spain in the quest for development and stability», Banco de España, <i>Documento de Trabajo</i>, n.º 0217.</p> <p>GARCÍA HERRERO, Alicia; SANTILLÁN, Javier; GALLEGO, Sonsoles; CUADRO, Lucía, y EGEA, Carlos (2002), «Latin American financial development in perspective», Banco de España, <i>Documento de Trabajo</i>, n.º 0216.</p> <p>GUIISO, Luigi; SAPIENZA, Paola, y ZINGALES, Luigi (2002), «Does local financial development matter?», <i>Centre for Economic Policy Research Discussion Paper</i>, n.º 3307.</p>	<p>GUITIÁN, Manuel, y VARELA, Félix (2000), «Introducción: Los sistemas financieros ante la globalización», en <i>Sistemas Financieros ante la Globalización</i>, M. GUITIÁN y F. VARELA (eds.):15-33, Madrid, Ediciones Pirámide.</p> <p>LAPORTA, Rafael; LÓPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei, y VISHNY, Robert W. (1998), «Law and Finance», <i>Journal of Political Economy</i>, 106 (6): 1113-1155.</p> <p>LEVINE, Ross (2000), «Bank-based or market-based financial systems: Which is better?», mimeo.</p> <p>MACEY, Jonathan R. (1998), «Measuring the effectiveness of different corporate governance systems: Toward a more scientific approach», <i>Bank of America Journal of Applied Corporate Finance</i>, 63 (2).</p> <p>MAYER, Colin (1999), «European capital markets: Competition between systems»,</p>	<p><i>European Investment Bank Papers</i>, 4 (1): 47-58.</p> <p>MAYER, Colin, y SUSSMAN, Oren (2001), «The assessment: Finance, law, and growth», <i>Oxford Review of Economic Policy</i>, 17: 457-66.</p> <p>RAJAN, Raghuram G., y ZINGALES, Luigi (2001), «The great reversals: The politics of financial development in the 20th Century», <i>Center for Economic Policy Research Discussion Paper</i>, n.º 2783.</p> <p>RYBCZYNSKI, T. M. (1997), «A new look at the evolution of the financial system», en <i>The Recent Evolution of Financial Systems</i>, Jack Revell (ed.), Nueva York, Macmillan.</p> <p>TADESSE, Solomon (2001), «Financial architecture and economic performance: International evidence», <i>University of South Carolina - Darla Moore School of Business Working Paper Series</i>.</p>
--	--	---