

Mercado de capitales, intermediación financiera y crecimiento económico en el Perú: 1998-2008

Mg. Gaby Cortez Cortez

RESUMEN

En concordancia con trabajos teóricos y evidencia empírica sobre la relación entre el desarrollo de los intermediarios financieros y del mercado de capitales con el crecimiento económico, se ha encontrado la existencia de una relación positiva entre el desarrollo del sistema financiero peruano con el crecimiento económico durante el periodo 1998-2008. Estos resultados sugieren que el desarrollo de los bancos medido a través del crédito bancario, apoya y sigue al crecimiento económico, y por lo tanto sugiere que los bancos solo cumplen una función estrictamente técnica de asignación de recursos en el proceso productivo.

De otro lado, la evidencia empírica nos señala que el crecimiento económico no es explicado por el desarrollo del mercado de capitales, concluyéndose que el mercado de capitales no es una fuente importante de recursos financieros para el crecimiento de la actividad económica en el Perú.

Palabras clave: Sistema financiero; mercado de capitales; crecimiento económico.

ABSTRACT

In line with theoretical and empirical evidence on the relationship between development of financial intermediaries and capital markets with economic growth, we have found the existence of a positive relationship between the developments of the Peruvian financial system and economic growth during the period 1998-2008. These results suggest that the development of banks measured by bank credit, support and follow economic growth, and therefore suggests that banks only play a strictly technical function of allocating resources in the production process.

On the other hand, empirical evidence shows us that economic growth is not explained by capital market development, concluding that the capital market is not an important source of financial resources for the growth of economic activity in Peru.

Keywords: Financial system, capital market, economic growth.

I. Introducción

Durante casi dos décadas el sistema financiero peruano ha formado parte de toda una corriente de liberalización del sistema financiero mundial, expresada en una rápida expansión de los mercados de capitales en muchos países emergentes, y el ingreso de flujos financieros provenientes de economías desarrolladas. En el Perú esta corriente liberalizadora tuvo su expresión en la desregulación del mercado financiero, la privatización de empresas del Estado y el ingreso de flujos financieros de competidores extranjeros para la compra de empresas bancarias nacionales bajo diversas modalidades; así como para la adquisición de valores dentro del mercado de capitales.

La relación entre la naturaleza de la expansión de los mercados y el crecimiento económico ha motivado que un número creciente de investigadores estén interesados en establecer empíricamente relaciones de largo plazo entre: (i) el mercado de capitales, (ii) el sector bancario y (iii) el desarrollo económico (Kassimatis y Spyrou, 2000).

El presente trabajo pretende encontrar resultados sobre el rol que juegan tanto el mercado de capitales como el sector bancario en una economía liberalizada como la del Perú; mediante una visión de conjunto que permita establecer los vínculos en ambas direcciones entre la actividad económica y el sistema financiero.

II. Revisión de la literatura

Ross Levine y Sara Zervos, en su trabajo *Stock Markets, Banks, and Economic Growth* (1998), señalan que históricamente la relación entre el sistema financiero y el crecimiento económico se ha centrado en los bancos, tal como se argumenta en los trabajos de Walter Bagehot (1837) y Joseph Schumpeter (1912). Mientras que en contraste, Robert Lucas Jr. (1988) argumenta que los economistas han otorgado “demasiado énfasis” al rol del sistema financiero; y Joan Robinson (1952) sostiene que los bancos responden pasivamente al crecimiento económico. De manera empírica Robert King y Ross Levine (1993) muestran que el nivel de intermediación financiera sirve para hacer buenas predicciones de tasas de crecimiento económico de largo plazo, de acumulación de capital y de mejoras en la productividad.

En lo referente a la relación entre el mercado de capitales y el crecimiento económico de largo plazo, se plantean los modelos de liquidez y de riesgo. En el primero de estos modelos contrastado por Levine (1991) y Bencivenga (1995) se encuentra que los mercados de capitales más líquidos impulsan el crecimiento de la productividad. En el caso de los segundos modelos, Devereux y Smith (1994) y Obstfeld (1994) hallan que el riesgo compartido internacionalmente a través de mercados de capitales integrados, acelera el crecimiento de la productividad. En el trabajo se muestra que la liquidez del mercado de valores y el desarrollo de los bancos predicen positivamente el crecimiento, la acumulación de capital y la mejora de la productividad. Al mismo tiempo se encuentra que el tamaño del mercado de valores, la volatilidad y la integración internacional no están vinculados de manera significativa con el crecimiento.

De otro lado, el trabajo de Konstantinos Kassimatis y Spyros Spyros, *Stock and credit market expansion and economic development in emerging markets: further evidence utilizing cointegration analysis* (2001), sostiene que durante las dos últimas décadas los Mercados de Valores Emergentes se han expandido rápidamente, indicándose que este crecimiento se debe a la liberalización financiera y al aumento en los flujos de los portafolios extranjeros de los países industrializados. El motivo de la atracción era la baja correlación que estos mercados mostraban en relación con los mercados industrializados, así como por los beneficios potenciales de la diversificación del portafolio. Igualmente, otro encanto adicional eran las buenas perspectivas de crecimiento económico de estos mercados. También se señala que un aspecto que no ha sido estudiado de manera

Pensamiento Crítico N.º 13

adecuada es la naturaleza de la relación entre el crecimiento de los Mercados de Valores Emergentes y el desarrollo económico.

En tal sentido, los autores investigan la relación entre el desarrollo del mercado de acciones y el de crédito bancario con el desarrollo económico, para una muestra de cinco mercados de valores emergentes importantes. Los resultados parecen indicar que los mercados de acciones han jugado un rol trascendental en el caso de las economías relativamente liberalizadas, como Chile y Méjico. Mientras que en economías financieramente reprimidas, tal como en el caso de la India, el mercado de acciones no afecta el crecimiento del sector real. Además, se esbozan algunas particularidades de la naturaleza de este tipo de mercados, tal como el caso de los mercados de acciones especulativas y su relación negativa con el crecimiento económico.

Peter Rousseau y Sheng Xiao, en su trabajo *“Banks, stock markets, and China’s great leap forward”* (2007) sostienen que China se ha convertido en la economía de crecimiento más rápido desde 1995 al 2005, habiéndose incrementado su PBI per cápita a una tasa promedio anual de 9,1% durante estos años, y la inversión fija real per cápita aumentó a una tasa de 15% anual. Este país ha pasado de ocupar el décimo lugar al cuarto lugar en el mundo dentro de las economías más grandes, siguiendo a los Estados Unidos, Japón, y Alemania. Este crecimiento sorprendente, ha estado acompañado de reformas estructurales, dentro de las que se incluye las del sector financiero. Estos cambios se llevaron a cabo de manera importante a partir de 1995 cuando se instituyeron las leyes del Banco Central y de la Banca Comercial, a fin de establecer las bases de un sistema financiero competitivo. Con la aparición de la Bolsa de Shanghai en 1990 y la Bolsa de Shenzhen en 1991, se inició un periodo de reestructuración financiera, que fue seguido por la promulgación de la Ley de Sociedades (1993) y la Ley de Valores (1998). A pesar del rápido crecimiento del mercado de valores de China, existe la duda sobre la calidad de este mercado. En este trabajo se examina el rol que han jugado los factores financieros en el reciente aumento de la actividad del sector real en China. Se describen los retos institucionales que China enfrenta para construir un mercado de capitales que funcione bien, y que complemente al sistema bancario, lo que se muestra a través de un modelo específico en donde se encuentra que el sector bancario ha sido fundamental para este éxito.

III. Problema

¿Es importante el desarrollo del mercado de capitales y de los bancos para promover el crecimiento económico de largo plazo?

¿Un mercado de capitales líquido y un sector bancario desarrollado predicen positivamente el crecimiento económico?

IV. Hipótesis

- **Hipótesis general.** El desarrollo del mercado de capitales y de los bancos se encuentra positivamente relacionado con el crecimiento económico.
- **Hipótesis secundaria.** La liquidez del mercado de capitales y el desarrollo bancario están positivamente relacionados con el crecimiento económico.

V. Análisis de resultados

Crecimiento de la economía y crédito bancario

Regresión 1

En esta regresión se mide la relación entre el crecimiento de la economía con el crédito bancario, la inversión bruta fija y el ahorro interno.

```
Estimation Command:
=====
LS PROD CRED INBF AHOI

Estimation Equation:
=====
PROD = C(1)*CRED + C(2)*INBF + C(3)*AHOI

Substituted Coefficients:
=====
PROD = 0.2063566868*CRED + 0.3325920962*INBF - 0.160437161*AHOI
```

Pensamiento Crítico N.º 13

El crecimiento de la economía medido a través del crecimiento del PBI real (PROD), nos muestra que éste se encuentra explicado de manera positiva en 0,20% por el crecimiento del 1% del Crédito bancario (CRED), y en 0,33% por el crecimiento de la Inversión Bruta Fija (INBF, proxy del stock de capital); mientras que el Ahorro financiero (AHOI) tiene una relación negativa de 0,16%.

Debido al proceso de liberalización financiera introducido en la economía peruana a partir de los inicios de los años noventa, el mercado bancario peruano ha estado sujeto al mecanismo de la competencia, lo que condujo a una disminución de los márgenes bancarios, y a una mejora de la eficiencia de dichas instituciones, haciendo posible el acceso de sus servicios a un mayor número de clientes. Esto se refleja en la mejora del nivel de profundización bancaria al pasar la relación de los Depósitos/PBI de 16% durante el periodo 1990-1999 a 24% del 2000 al 2005. Asimismo, la relación del Crédito/PBI se incrementó de 14% a 22% durante los mismo años. De aquí se colige que las instituciones bancarias han ampliado su cobertura con los consiguientes efectos en el apoyo al crecimiento.

Dependent Variable: PROD Method: Least Squares Date: 10/20/09 Time: 11:51 Sample: 1992 2008 Included observations: 17					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
CRED	0.206357	0.113611	1.816345	0.0908	
INBF	0.332592	0.047108	7.060227	0.0000	
AHOI	-0.160437	0.140710	-1.140201	0.2733	
R-squared	0.887816	Mean dependent var	3.447059		
Adjusted R -squared	0.871789	S.D. dependent var	3.833751		
S.E. of regression	1.372732	Akaike info criterion	3.630268		
Sum squared resid	26.38151	Schwarz criterion	3.777306		
Log likelihood	-27.85728	Durbin- Watson stat	2.122576		

A su vez se debe tener en cuenta que el Crédito comercial y a la microempresa participó del 81,74% del monto total del crédito directo otorgado por la banca múltiple en el 2001, para luego disminuir de manera sostenida su participación hasta 68,59% en el 2008. Mientras que el Crédito de consumo mostró una mayor significación dentro del total de crédito concedido, ya que aumenta desde 8,62% en el 2001 hasta 18,26% en

el 2007. En el caso del crédito hipotecario, éste se incrementa desde 9,6% del total de créditos otorgados en el 2001 hasta 13,6% en el 2009, pasando por su punto más alto en el 2005 con 14,8% del total.

Se puede resumir entonces que el crédito bancario dirigido expresamente a financiar a las empresas fue el rubro más importante del negocio bancario durante el periodo de análisis, pero tuvo una pérdida de participación frente al crédito de consumo e hipotecario, lo que nos lleva a sostener que el crédito bancario solamente apoya y sigue al crecimiento económico, pero no lo determina.

La participación del Ahorro Interno medido a través del ahorro financiero tiene un signo negativo que se explica porque al crecer el producto crece el consumo, que es atendido por la banca a través de tarjetas de crédito, y por créditos hipotecarios, disminuyendo la incidencia de los créditos comerciales dirigidos a los sectores productivos, que son los que contribuyen a generar valor agregado. Además, debe señalarse que los créditos comerciales disminuyeron su participación dentro del total de créditos de la banca al pasar de 81,7% en el 2001 a 68,2% en el 2008. Unida a esta disminución está la reducción del crédito a la industria manufacturera a lo largo del periodo de análisis.

Regresión 2

En esta regresión se mide la relación entre el crédito bancario el crecimiento económico, la inversión bruta fija y el ahorro interno.

Estimation Command:

=====

LS CRED PROD INBF AHOI

Estimation Equation:

=====

CRED = C(1)*PROD + C(2)*INBF + C(3)*AHOI

Substituted Coefficients:

=====

CRED = 0.9241751648*PROD - 0.5805908929*INBF + 1.137995432*AHOI

Pensamiento Crítico N.º 13

En esta regresión se intercambia las variables para probar la fortaleza de las relaciones entre ellas, y se encuentra que el crecimiento del crédito se encuentra explicado en 0,92% ante el crecimiento de 1% del PBI real.

Dependent Variable: CRED Method: Least Squares Date: 10/20/09 Time: 11:39 Sample: 1992 2008 Included observations: 17				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PROD	0.924175	0.508810	1.816345	0.0908
INBF	-0.580591	0.145763	-3.983103	0.0014
AHOI	1.137995	0.066355	17.15002	0.0000
R-squared	0.779134	Mean dependent var		18.94706
Adjusted R -squared	0.747582	S.D. dependent var		5.782205
S.E. of regression	2.905051	Akaike info criterion		5.129564
Sum squared resid	118.1505	Schwarz criterion		5.276601
Log likelihood	-40.60129	Durbin -Watson stat		1.803855

Crecimiento de la economía y Mercado de capitales

Regresión 3

En esta regresión se mide la relación entre el crecimiento económico, la capitalización bursátil, la inversión bruta fija y el ahorro interno.

```

Estimation Command:
=====
LS PROD CAPB INBF AHOI

Estimation Equation:
=====
PROD = C(1)*CAPB + C(2)*INBF + C(3)*AHOI

Substituted Coefficients:
=====
PROD = 0.01446716605*CAPB + 0.2329939853*INBF + 0.07013146125*AHOI
    
```


Gaby Cortez Cortez

Se encuentra que el crecimiento de la economía se haya explicado en tan solo 0,01% por el aumento de 1% de la capitalización bursátil (CAPB), en 0,23% por la inversión bruta fija (INBF), y en 0,07% por el ahorro interno (AHOI). Los resultados muestran que el crecimiento económico no está explicado por el movimiento del mercado de capitales.

Esta escasa influencia de la capitalización se produce a pesar de que la capitalización del mercado/PBI fue en promedio del orden de 62,9% durante los años 2005-2008. Asimismo, se debe mencionar que la capitalización bursátil muestra aumentos significativos de 150% en el 2006, de 80,3% en el 2007; para luego disminuir a 47% en el 2008 como resultado de la crisis financiera internacional.

Dependent Variable: PROD				
Method: Least Squares				
Date: 10/20/09 Time: 12:23				
Sample: 1992 2008				
Included observations: 17				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CAPB	0.014467	0.011849	1.220922	0.2423
INBF	0.232994	0.037900	6.147670	0.0000
AHOI	0.070131	0.029514	2.376207	0.0323
R-squared	0.874719	Mean dependent var		3.447059
Adjusted R -squared	0.856821	S.D. dependent var		3.833751
S.E. of regression	1.450651	Akaike info criterion		3.740687
Sum squared resid	29.46142	Schwarz criterion		3.887724
Log likelihood	-28.79584	Durbin -Watson stat		1.739171

Debe señalarse que dentro del total de capitalización bursátil, las acciones mineras significaron el 57,6% en el 2006, el 56,3% en el 2007, y el 53% en el 2008, indicándonos la importancia de estas acciones en el total capitalizado. Mientras que las acciones industriales pasaron de participar del 22% del total de capitalización bursátil en el 2001 a 7% en el 2008. Estos hechos nos muestran que más de la mitad de la capitalización bursátil se encuentra explicada por las acciones mineras, las que se suscriben a una actividad netamente extractiva sin valor agregado, lo que revela de cierta forma la escasa influencia del mercado de capitales en el crecimiento económico. Asimismo, se encuentra que las acciones industriales que son las que generan valor agregado, se han visto disminuidas de manera significativa durante el periodo de análisis.

Pensamiento Crítico N.º 13

Regresión 4

En esta regresión se encuentra la relación entre la capitalización bursátil, el crecimiento económico, la inversión bruta fija y el ahorro interno. En ésta se intercambia las variables para probar la fortaleza de las relaciones entre ellas,

```

Estimation Command:
=====
LS CAPB PROD INBF AHOI

Estimation Equation:
=====
CAPB = C(1)*PROD + C(2)*INBF + C(3)*AHOI

Substituted Coefficients:
=====
CAPB = 6.65154498*PROD + 0.3200844838*INBF + 0.8951092876*AHOI
    
```

El crecimiento de la capitalización bursátil se encuentra explicado en 6,65% ante un crecimiento de 1% de la producción. El bajo coeficiente del R² nos señala que la estimación no predice los valores de la variable dependiente de la muestra. Debe tenerse en cuenta que el 52% de la capitalización está compuesta de acciones mineras, vinculadas a cotizaciones internacionales, que responden a movimientos de economías externas.

Dependent Variable: CAPB Method: Least Squares Date: 10/20/09 Time: 12:21 Sample: 1992 2008 Included observations: 17				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PROD	6.651545	5.44797	1.220922	0.2423
INBF	0.320084	1.560728	0.205087	0.8405
AHOI	0.895109	0.710484	1.259858	0.2283
R-squared	0.512978	Mean dependent var		41.46471
Adjusted R-squared	0.443403	S.D. dependent var		41.69289
S.E. of regression	31.10516	Akaike info criterion		9.871409
Sum squared resid	13545.43	Schwarz criterion		10.01845
Log likelihood	-80.90698	Durbin -Watson stat		2.866881

Crecimiento de la economía y el Mercado de capitales a través de la Negociación Bursátil

Regresión 5

En esta regresión se relaciona el crecimiento económico con el volumen negociado, la inversión bruta fija y el ahorro interno.

Estimation Command:

```
=====  
LS PROD VNEG INBF AHOI
```

Estimation Equation:

```
=====  
PROD = C(1)*VNEG + C(2)*INBF + C(3)*AHOI
```

Substituted Coefficients:

```
=====  
PROD = 0.002091867626*VNEG + 0.2629352327*INBF + 0.09094359164*AHOI
```

El crecimiento económico se encuentra explicado en tan solo 0,002% por un aumento de 1% en el Volumen Negociado en la BVL. El volumen negociado estadísticamente no tiene una incidencia importante en la explicación del crecimiento de la economía, debido a los valores mínimos de la negociación, señalándonos que la BVL no es un mercado de capitales líquido.

Esta escasa vinculación entre el volumen negociado en la BVL y el crecimiento económico puede verse explicado porque los montos negociados a lo largo del periodo solo muestran un comportamiento ascendente importante del 2006 al 2007, mientras que, el resto de años tiene variaciones negativas. De los datos sobre cotizaciones de acciones se observa que en varios casos no existe movimiento de precios durante semanas, ni tampoco negociación de las mismas, lo cual indica que es un mercado poco líquido.

Dentro de esta escasa negociación de valores a través de la BVL, destacan las acciones mineras comunes, que participan del 22,5 del total negociado del 2001 al 2008, siguiéndole las acciones comunes industriales con un promedio de participación de 19,1% en el mismo periodo.

Pensamiento Crítico N.º 13

Dependent Variable: PROD Method: Least Squares Date: 10/20/09 Time: 16:00 Sample: 1992 2008 Included observations: 17					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
VNEG	0.002092	0.080633	0.025943	0.9797	
INBF	0.262935	0.030404	8.648122	0.0000	
AHOI	0.090944	0.045263	2.009234	0.0642	
R-squared	0.861386	Mean dependent var	3.447059		
Adjusted R-squared	0.841584	S.D. dependent var	3.833751		
S.E. of regression	1.525890	Akaike info criterion	3.841818		
Sum squared resid	32.59676	Schwarz criterion	3.988856		
Log likelihood	-29.65545	Durbin-Watson stat	1.692925		

VI. Conclusiones

1. Estos resultados nos señalan la vinculación entre el crecimiento de la economía y el crédito bancario, sugiriendo que el crédito apoya y sigue al crecimiento económico y no el crecimiento económico al crédito; cumpliendo los bancos por lo tanto, una función estrictamente técnica de asignación de recursos en el proceso productivo.
2. El crecimiento económico no es explicado por el crecimiento del mercado de capitales a través de la capitalización bursátil y la negociación bursátil, *ceteris paribus*.
3. Se concluye que el mercado de capitales no es una fuente importante de recursos para el crecimiento económico, mientras que los intermediarios bancarios, continúan liderando el financiamiento de la economía peruana; pero jugando un papel de seguimiento de la producción, más no de impulsor del crecimiento económico.

VII. Bibliografía

- Bencivenga, Valerie; Smith, Bruce (1991). *“Financial intermediation and endogenous growth”*.
- Castro, Juan Francisco; Rivas Llosa, Roddy (2003). *Econometría aplicada*. Universidad del Pacífico. Centro de Investigación.

Gaby Cortez Cortez

Greene, William (1999). *Análisis econométrico*. Tercera edición, Prentice Hall.

Kassimatis, Konstantinos; Spyros, Spyros (2001). *Stock and credit market expansion and economic development in emerging markets: further evidence utilizing cointegration analysis*.

Levine, Ross; Zervos, Sara (1998). *Stock markets, banks, and economic growth*.

Rousseau, Peter; Xiao, Sheng; Banks (2007). *Stock markets, and China's great leap forward*.