

Liberalización financiera en América Latina: efectos sobre los mercados financieros locales

Durante las últimas décadas las economías latinoamericanas han liberalizado sus balanzas de capital y sus mercados de capitales y financiero-bancarios nacionales con el objetivo de acelerar el ritmo de crecimiento económico. Se daba por hecho que los países latinoamericanos padecían una profunda escasez de capital y un funcionamiento ineficiente de la banca doméstica y de los intermediarios financieros. La evidencia empírica existente muestra que a pesar de la intensidad de estas reformas el ritmo de crecimiento económico en la región no es ni más elevado ni más estable. En el trabajo se plantea que una explicación de este pobre resultado es que el proceso de liberalización financiera no ha generado los esperados mayores niveles de ahorro e inversión privados ni una mayor profundidad financiera.

Azkeneko hamarkadetan, Latinoamerikako ekonomiek beraien kapital-balantzak baita beraien kapital-merkatu eta finantza- zein banku-merkatu nazionalak ere liberalizatu dituzte hazkunde ekonomikoaren erritmoa bizkortzeko helburuz. Ziurtzat jotzen zen Latinoamerikako herrialdeek kapital gabezi sakona eta etxeko banakaren eta bitartekari finantzarioen funtzionamendu ez eraginkorra jasaten zituztela. Dagoen ebidentzia juridikoak erakusten du, berrikuntza horiek indarra izan arren, lurraldearen hazkunde ekonomikoaren erritmoa ez dela ez handiagoa ezta egonkorragoa ere. Lanean azaltzen dena da emaitza txar honen azalpen bat dela finantza liberalizazioaren prozesuak ez dituela sortu espero ziren aurrezki eta inbertsio pribatuaren maila altuenak ezta finantza sakontasun handiagoa ere.

During the last decades, Latin American economies have liberalized their capital accounts and their domestic capital markets and banking-financial sectors to accelerate economic growth. It was taken for granted that Latin American countries suffered from a deep scarcity of capital and an inefficient working of domestic banking and financial intermediaries. The existing empirical evidence shows that despite the depth of these reforms the path of economic growth in the region is not higher or more stable. In this paper we suggest that an explanation for this bad performance is that the financial liberalization process has not lead to the expected higher levels of private savings and investments and to a higher financial depth.

ÍNDICE

1. Introducción
 2. Liberalización financiera y crecimiento económico
 3. La liberalización financiera en el Consenso de Washington
 4. Efectos de los procesos de liberalización financiera en Latinoamérica: algunos hechos estilizados
 5. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: Liberalización financiera, Consenso de Washington, profundización financiera, América Latina

Keywords: Financial liberalization, Washington Consensus, financial deepening

N.º de clasificación JEL: E22, E44, G21, O16

1. INTRODUCCIÓN

El proceso de liberalización de los mercados financieros nacionales, de los sectores bancarios y financieros y en general de los movimientos internacionales de capitales ha jugado un papel clave en la estrategia dominante de reformas políticas y económicas aplicadas en Latinoamérica cono-

cidas como el «Washington Consensus» o «Consenso de Washington»². El supuesto de partida es que las economías latinoamericanas padecen una escasez estructural de recursos de capital que limita el ahorro y la inversión, reduciendo de esta forma el cre-

¹ Versiones anteriores del trabajo fueron presentadas en la 9th International Post Keynesian Conference (Kansas City, 15-18 de Septiembre de 2006) y en la 3rd International Conference Developments in Economic Theory and Policy (Bilbao, 5-6 de Julio de 2006). Agradecemos los comentarios de los participantes en dichas conferencias, así como los de un evaluador anónimo. La responsabilidad es única de los autores

² Se entiende por Consenso de Washington un listado de políticas económicas consideradas durante los años 1990 por los organismos financieros internacionales y centros económicos con sede en Washington DC, Estados Unidos, como el mejor programa económico que los países latinoamericanos debían aplicar para impulsar el crecimiento. En realidad el Consenso de Washington fue formulado originalmente por John Williamson en un documento de noviembre de 1989 («What Washington Means by Policy Reform» que puede traducirse como «Lo que Washington quiere decir por reformas políticas»)

cimiento económico a largo plazo. Por lo tanto, para acelerar el crecimiento económico es necesario, en primer lugar, aumentar la oferta de capital por medio del aumento del ahorro nacional y de la ampliación de la capacidad de la economía para captar flujos crecientes de capital extranjero, y, en segundo lugar, conseguir una asignación más eficiente de estos recursos que permita alcanzar mayores niveles de inversión.

De acuerdo con la tesis de la liberalización financiera, el ahorro nacional puede aumentar si la liberalización de la balanza de capital se acompaña de la liberalización de los mercados locales de capitales y de los sectores bancario y financiero. En este sentido, la eliminación de los límites máximos a los tipos de interés llevaría a mayores niveles de equilibrio de ahorro e inversión, y la reducción de los coeficientes de reservas junto a la abolición de los programas obligatorios de crédito llevaría a una asignación más eficiente del préstamos bancario, es decir, a la financiación de los proyectos de inversión de mayor productividad. Además, los argumentos a favor de la liberalización de los movimientos internacionales de capital estarían justificados por los positivos efectos económicos sobre el crecimiento económico y de las consiguientes mayores entradas netas de capital.

Sin embargo, la mayoría de los estudios empíricos concluyen que el generalizado proceso de liberalización financiera en Latinoamérica no ha tenido el esperado efecto sobre el crecimiento económico. Partiendo de estos magros resultados, el artículo proporciona elementos para comprenderlos, y presta atención al impacto del proceso de liberalización en los mercados financieros de las economías de la región, analizando la evolución del ahorro nacional privado, la profundización financiera, los tipos de interés locales y el endeudamiento público y privado, entre otras variables. Nuestro objetivo, por tanto, no es medir el impacto de la liberalización financiera en la región, sino plantear explicaciones que ayu-

den a entender por qué dicho proceso liberalizador no ha generado los efectos deseado. En la medida que una mayor profundización financiera suele ser un requisito indispensable para el logro de un mayor crecimiento económico, nuestro análisis prestará una especial atención a este aspecto.

El artículo se estructura de la siguiente forma. El primer apartado presenta los elementos básicos de la tesis de la liberalización financiera. El segundo analiza cómo se articula esta tesis dentro de la estrategia de política económica y reformas liberalizadoras comúnmente denominadas «Washington Consensus». El siguiente apartado desarrolla un análisis descriptivo del impacto de la liberalización financiera sobre el funcionamiento de los mercados de capitales y financieros latinoamericanos. La última sección presenta las conclusiones del trabajo.

2. LIBERALIZACIÓN FINANCIERA Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

A partir de la década de los noventa, en la literatura económica ha habido un notable incremento en los estudios que analizan la relación entre sector financiero y crecimiento económico. La mayoría de los estudios empíricos y teóricos concluyen que el funcionamiento del sector financiero es un determinante clave del crecimiento económico a largo plazo. Esta visión es ahora dominante incluso en las instituciones financieras internacionales como el Fondo Monetario Internacional³. Los sistemas financieros influyen en el crecimiento económico a través de su impacto sobre las decisiones de ahorro e inversión y de cambio técnico (FitzGerald, 2007, Levine 1997, 2004; Thiel, 2001). El motivo es que los sistemas financieros desarrollan cinco funcio-

³ Véanse, por ejemplo, Krueger (2006a, 2006b) y Rato (2006).

nes clave que permiten y facilitan las decisiones relativas a la generación, asignación y empleo de los recursos de capital: «producen información ex-ante sobre las posibles inversiones y asignan capital; controlan las inversiones y ejercen un gobierno corporativo después de proporcionar financiación; facilitan la comercialización, la diversificación y la gestión del riesgo; movilizan y agrupan el ahorro; facilitan el intercambio de bienes y servicios» (Levine, 2004, p. 5).

Un funcionamiento eficiente del sistema financiero se asocia a unos buenos resultados macroeconómicos. De hecho, es fácil comprobar que las economías más desarrolladas disponen de sectores financieros más avanzados y eficientes. Esta constatación por sí sola, sin embargo, no permite aventurar si existe una relación directa entre desarrollo y profundización financiera, y desarrollo y crecimiento económico, ya que la evolución de ambas variables pudiera desarrollarse en paralelo pero sin relación directa entre ambas, por lo que cualquier estudio empírico sobre la materia mostraría una elevada correlación entre ambas pero sin que existiese una relación de causalidad (sesgo de simultaneidad). Por otro lado, la existencia de una relación entre ambas variables no determina la relación de causalidad entre ambas, en este caso, si el desarrollo del sector financiero explica el crecimiento económico, o su, por el contrario, es el crecimiento económico el elemento motor del desarrollo financiero. Pues bien, como concluye Levine: «(1) los países con bancos y mercados (financieros) que funcionan mejor crecen más rápidamente, (2) el sesgo de simultaneidad no parece explicar estas conclusiones, y (3) los sistemas financieros que funcionan bien solventan las restricciones financieras que impiden la expansión sectorial y empresarial, lo que sugiere que éste es un mecanismo a través del cual el desarrollo financiero es crucial para el desarrollo» (Levine, 2004, p. 3).

El desarrollo financiero será un elemento determinante de la aceleración en el creci-

miento económico, en especial en los países en desarrollo (Arestis y Sawyer, 2005; FitzGerald, 2007). La importancia concedida al funcionamiento de los sistemas financieros tiene evidentes implicaciones en materia de política económica, sobre todo para los países en desarrollo. Aquellas economías que deseen acelerar su ritmo de crecimiento a largo plazo, deberán mejorar el funcionamiento y la eficiencia de sus sistemas financieros nacionales, de manera que logren el cumplimiento de las cinco funciones anteriormente señaladas (Levine, 2004).

Para mejorar la eficiencia de los mercados financieros se necesita aplicar medidas que reduzcan los problemas de información intrínsecos que afectan a estos mercados: la información asimétrica (con sus problemas derivados de azar moral y selección adversa) y los costes de transacción y de reforzamiento de contratos. Un elemento que ayudaría a resolver estos problemas es una eficiente regulación prudencial y supervisión bancaria (FMI, 1998; Wyplosz, 2001). De acuerdo con el (FMI), «la labor de dicha regulación y supervisión es asegurar que los bancos operen de una manera prudente y que mantengan el capital y las reservas suficientes que complementen a las fuerzas de mercado y que aseguren una banca prudente en cualquier país» (FMI, 1998, p. 84). Aunque la regulación y supervisión bancaria⁴ implican una actuación pública directa la intervención pública en este terreno debiera limitarse a resolver el fallo de mercado vinculado al problema de información asimétrica. Una intervención pública eficiente garantizaría al menos un resultado subóptimo. El sector público establecería el

⁴ La supervisión y regulación bancaria implica la adopción de medidas que aseguren que los bancos cumplen los requisitos de capital, de provisión para malos préstamos, de limitación de los préstamos conectados, de publicación de información, así como de medidas que aseguren que se actúe con rapidez sobre las instituciones insolventes (Fischer, 1997).

marco legal e institucional en el cual los agentes financieros operarían y asignarían los recursos libremente⁵.

Sin embargo, el funcionamiento ineficiente de los mercados financieros, sobre todo en los países en desarrollo, a menudo se explica como el resultado del intervencionismo público en dichos mercados. Esta es la base de la tesis de la «represión financiera», cuyos síntomas serían el bajo nivel de ahorro, el racionamiento crediticio y el bajo nivel de inversión. Los pobres resultados macroeconómicos de los países en desarrollo se atribuirían a la existencia de límites máximos a los tipos de interés, unas elevadas reservas bancarias y a las restricciones cuantitativas en la asignación de créditos (Golds-mith, 1969; Mac-Kinnon, 1973; Shaw, 1973). Por lo tanto, la liberalización financiera sería una condición necesaria para el crecimiento económico y el desarrollo⁶. Esta liberalización de los mercados nacionales de capital y de los sectores bancario y financiero implicaría liberar al mercado financiero de cualquier intervención pública y dejar que sea el mercado el que asigne el crédito (Arestis y Sawyer, 2005). La desaparición de los techos a los tipos de

interés generaría mayores niveles de equilibrio de ahorro e inversión. Además, la reducción de los coeficientes de reserva y la abolición de los programas directos de crédito generarían una asignación más eficiente del préstamos bancario, generando proyectos de inversión con productividad más elevada (Arestis, Demetriades y Fattouh, 2003; Arestis y Sawyer, 2005).

De acuerdo con los defensores de la liberalización financiera, la intervención pública está siempre en el origen de las crisis o problemas financieros, ya sea por una intervención excesiva o por una mala gestión de las políticas públicas: «el mensaje principal de la tesis de la liberalización financiera es que es la ausencia de competencia lo que trae la ineficiencia al sector» (Arestis y Basu, 2003, p. 185). Así, para el FMI los factores que hacen a la economía vulnerable a las crisis financieras son: «las políticas macroeconómicas insostenibles, la debilidad de la estructura financiera, las condiciones financieras globales, los desajustes del tipo de cambio, y la inestabilidad política» (FMI, 1998, p. 80). En el caso latinoamericano, la política macroeconómica (monetaria, fiscal y cambiaria) sería uno de los principales determinantes de la recurrente inestabilidad macroeconómica de la región (Singh, 2006; Zettelmeyer, 2006).

En resumen, la liberalización financiera llevaría a una mayor eficiencia de los mercados financieros. Con la menor intervención pública posible, el funcionamiento de estos mercados sería mucho más próximo al existente en un mundo de competencia perfecta, en el cual el ahorro precede a la inversión, es decir, donde debe aumentarse el ahorro para aumentar la inversión y, por ende, el crecimiento económico. Como afirman Stein y Rosefielde, 2005, p. 213 «El ahorro previo da lugar a la inversión. De acuerdo con la teoría pre-keynesiana la clave es la elevación de los tipos de interés con objeto de aumentar la recompensa por

⁵ Esta visión se basa en el supuesto de que el azar moral y la selección adversa son los únicos problemas de información que afectan a los mercados financieros. Sin embargo, las imperfecciones de los mercados financieros van más allá de estos aspectos, entre las que hay que destacar la divergencia entre los costes sociales y privados de los fallos bancarios, la oferta insuficiente de instituciones cuya solvencia tiene una naturaleza de bien público, el hecho de que los tipos de interés no representan ni el beneficio marginal más alto ni el coste marginal más elevado, y la reducción de incentivos al comportamiento prudencial (y al aumento de riesgos) surgidos de una mayor competencia en los mercados financieros (Arestis, Nissanke y Stein, 2005).

⁶ Las negativas experiencias con los procesos de rápida liberalización financiera plantean la necesidad de que haya un número de prerrequisitos para una eficaz liberalización financiera: supervisión bancaria adecuada, estabilidad macroeconómica y una secuencia ordenada de reformas financieras (Arestis, 2004-5; Arestis y Sawyer, 2005; Fischer, 1997; Wyplosz, 2001)

el retraso en el consumo. Los tipos de interés más altos aumentan la calidad de la inversión, de la misma manera que la privatización bancaria y el aumento del número de licencias bancarias fomentan la competencia. Hay también una mejora en la eficiencia de la intermediación medida ésta por la diferencia entre los tipos de interés de los depósitos y de los préstamos. Los gobiernos han sido la causa de la fragmentación, lo que implica la retirada estatal y la creación de un único mercado de capital». Sólo aceptando los principios básicos de la economía neo-clásica se asume que la liberalización financiera tendrá un efecto positivo sobre el crecimiento.

Por el contrario, el rechazo de la validez de la teoría ortodoxa implica reconocer que los efectos de ese proceso pueden no ser los esperados, y que, incluso, esas políticas pueden ser la causa de numerosos episodios de crisis financieras padecidos por las economías en desarrollo (Arestis, 2004-5; Arestis, Demetriades y Fattouh, 2005; Arestis y Sawyer, 2005; Arestis, Nissanke y Stein, 2005; Nissanke y Stein 2003; Stiglitz, 2000, 2003, 2004).

3. LA LIBERALIZACIÓN FINANCIERA EN EL CONSENSO DE WASHINGTON

Las bases teóricas de la liberalización financiera fueron establecidas por McKinnon (1973) y Shaw (1973), para quienes la represión financiera generaba bajas tasas de ahorro e inversión frenando el crecimiento económico. En el caso de los países latinoamericanos, eso implicaba que para acelerar su crecimiento, la liberalización de los mercados financieros nacionales y externos (tanto en la entrada como en la salida de capitales) era un prerrequisito para aumentar el ahorro y la inversión.

Los problemas creados por las crisis de la deuda de los años ochenta, iniciados con

la crisis mexicana de 1982, llevaron a los países latinoamericanos a adoptar las reformas liberalizadoras propuestas por el Consenso de Washington. En los años posteriores la principal preocupación era la capacidad para hacer frente a la carga de la deuda externa y los procesos que desencadenaron los procesos de hiperinflación que muchos países padecieron en los ochenta y noventa. Para comprender la liberalización financiera incorporada en el Consenso de Washington⁶ es importante distinguir las diferencias existentes entre las reformas realmente aplicada en Latinoamérica y la formulación por parte de John Williamson (1990, 2003) de lo que deberían ser dichas reformas. Las reformas de primera generación se implantaron durante la década de los ochenta y las de la segunda generación en los noventa; a partir de la crisis argentina de 2001 puede hablarse de una tercera generación de reformas en el Consenso de Washington.

Los principales componentes de la primera generación de reformas eran la existencia de un tipo de cambio flexible para promover la competitividad exterior, el uso de la depreciación de la moneda para mejorar la competitividad externa en presencia de dificultades en la balanza de pagos, la eliminación de los controles sobre los tipos de interés y de los coeficientes obligatorios de reservas bancarias como medio para lograr tipos de interés de mercado competitivos, y la liberalización de la balanza de capital permitiendo el libre movimiento de entradas y salidas de capital y evitando los controles de capitales (Williamson, 1991).

La segunda generación del Consenso de Washington incorporó diversas reformas, entre ellas: la eliminación de las barreras de entrada al sector financiero nacional, la autonomía de los bancos centrales, la liberalización de la balanza de capital, el cierre o privatización de los bancos públicos, la posibilidad de evitar la sobrevaloración del

tipo de cambio en caso de una excesiva entrada de capitales, la aplicación de reformas legales e institucionales, especialmente en el mercado bursátil, la aprobación de leyes de quiebrabancarrotas, el reforzamiento de los sistemas de supervisión prudencial, así como la reforma de los sistemas de pensiones adoptando sistemas de capitalización y permitiendo a las instituciones financieras la gestión de las cuentas de capitalización individuales.

Las reformas de tercera generación se corresponden con las que actualmente están en marcha. Comenzaron como una respuesta a la crisis argentina, la cual generó un enfrentamiento entre los bancos extranjeros y los inestables y cambiantes gobiernos. No obstante, las reformas liberalizadoras en los mercados financieros continúan en la mayor parte de economías latinoamericanas. Aquellas se dirigen a construir un sistema financiero local basado en la moneda local en vez de en el dólar americano⁷, incluyendo una práctica bancaria con objeto de casar las demandas y ofertas de ambas monedas y a desarrollar la innovación financiera como forma de protección frente a las crisis cambiarias. Asimismo, estas reformas se orientan a promover la transferencia de los sistemas financieros, a la mejora de la responsabilidad, al reforzamiento de los derechos de los accionistas minoritarios y a facilitar la recuperación de los activos utilizados como garantía y des-

⁷ Uno de los rasgos característicos de los sistemas financieros latinoamericanos es el alto grado de dolarización de la economía de muchos países. Se entiende por dolarización financiera la denominación en dólares de una buena parte de los activos y pasivos financieros de un país; no sólo depósitos y créditos sino también títulos de deuda pública y privados. Niveles superiores al 40% e incluso al 60% como los alcanzados en una serie de países latinoamericanos son expresivos de una pérdida total de crédito en las políticas económicas, esto es, que los agentes no descartan una fuerte devaluación por sorpresa o un estallido inesperado de la inflación (N. del E.)

arrollar los registros crediticios (Williamson, 2003). A fin de evitar la reestructuración de la deuda, como ocurrió en Argentina en 2004, se han desarrollado y aplicado cláusulas para proteger a los inversores en los países latinoamericanos frente al incumplimiento (*default*) de la deuda.

En una rápida revisión de las reformas sugeridas por el Consenso de Washington y de las implantadas en las décadas de los ochenta y noventa (primera y segunda generación), puede observarse que la mayor parte de las reformas aplicadas son las centradas en los mercados financieros y de capitales: el cambio en la regulación de los tipos de interés, la titularización de la deuda pública nacional y las nuevas relaciones entre los tipos de interés locales y los tipos de interés internacionales; la privatización total o parcial de los sistemas de pensiones; la apertura de los mercados locales a los bancos extranjeros y la liberalización de la balanza de capital; la implantación de regímenes de *inflation targeting*⁸ y la autonomía de los bancos centrales.

La tercera generación de reformas financieras comparte con las dos primeras el mismo punto de partida: la existencia de bajas tasas de ahorro y la elevada dependencia de los flujos de capitales extranjeros para financiar la inversión. Las dos primeras generaciones de reforma se apoyaban sobre todo en la atracción de capitales extranjeros como principal baza para financiar las deseadas mayores tasas de inversión. Sin embargo, la volatilidad de estos flujos y las dudas sobre su sostenibilidad han vuelto los ojos hacia la necesidad de conseguir mayores y más duraderas tasas de ahorro. De ahí, el especial énfasis puesta en esta nueva

⁸ Basados en el establecimiento de objetivos cuantitativos explícitos de inflación tanto a corto como a medio y largo plazo y en la decisión de definir como principal, cuando no único, objetivo de la política monetaria una inflación baja y estable (Bernanke et al, 1999).

generación de reformas en la generación de superávit presupuestarios y en la necesidad de lograr un sector financiero más eficiente que posibilite una mayor tasa de ahorro y una asignación de recursos más eficiente. Este análisis implica dos áreas principales de reforma: la política fiscal y el sector público, con el objetivo de transformar los déficits públicos en superávits convirtiendo al sector público en ahorrador neto; y el sector financiero para elevar las tasas de ahorro y para permitir una asignación competitiva más eficiente (Kucynsky, 2003).

Las reformas en los sistemas de pensiones incluyen la completa o parcial sustitución de los sistemas públicos de pensiones por la gestión privada, las reformas en los sistemas públicos de pensiones todavía existentes y la inserción tanto de los sistemas públicos como privados de pensiones en los mercados financieros locales e internacionales. Aunque se aceptaba el elevado coste fiscal de estas reformas, sin embargo, se suponía que a largo plazo generarían un aumento sustancial del ahorro nacional. Además, el Consenso de Washington establecía que se necesitaba una mayor integración de los sistemas de pensiones, de seguros y crediticios. Como señala Kucynsky: «la evolución y mejora de los sistemas de pensiones es quizás el desarrollo más importante en el desarrollo financiero latinoamericano desde la eliminación de los controles sobre los tipos de interés y los requisitos diferenciales de reserva en los ochenta» (Kucynsky, 2003, p. 110).

Las reformas en el sector bancario incluyen, entre otras medidas, la mejora de la supervisión bancaria y de la información crediticia, la protección legal a los prestatarios, los cambios en la legislación al objeto de expandir el crédito a las empresas más pequeñas, la desaparición gradual de los bancos comerciales públicos mediante su privatización, la mayor competencia en el sistema bancario mediante la entrada de

bancos extranjeros, y medidas dirigidas a aumentar el número de usuarios de las entidades bancarias.

Otro conjunto de medidas se centraba en el desarrollo de mercados profundos, activos y transparentes de activos financieros, especialmente de mercados de bonos nacionales, los cuales son la base para mayores y más reforzados mercados de activos financieros. El desarrollo de los mercados nacionales de bonos requiere condiciones básicas: baja tasa de inflación, normas contables creíbles y uniformes, normas fiscales y regulatorias similares para los diversos instrumentos financieros, y la inexistencia de retenciones fiscales en los mercados de bonos. El fundamento de estas reformas es que las economías más grandes, sobre todo las desarrolladas, han aplicado grandes reformas en los mercados bursátiles y han crecido mercados locales de derivados y bonos (Kucynsky, 2003).

Otro tipo de medidas tendentes a aumentar la confianza, sobre todo de inversores institucionales extranjeros, en el funcionamiento de los sistemas financieros locales ha consistido en la utilización de cláusulas de acción colectiva en los bonos públicos internacionales emitidos bajo la normativa legal de Nueva Cork. El objetivo de este tipo de cláusulas no es otro que reducir el riesgo percibido en la adquisición de estos títulos de deuda, reduciendo de esta forma la prima de riesgo, y, por consiguiente, el tipo de interés de estas emisiones. No obstante, la experiencia muestra que esta práctica no ha tenido un impacto directamente observable en el precio de los bonos emitidos bajo las leyes de Nueva York que han incluido este tipo de cláusulas (IMF, 2005, p. 44).

En resumen, la liberalización financiera del Consenso de Washington ha tenido un profundo impacto en los sistemas financieros latinoamericanos. Sin embargo, aun cuando la inflación se mantiene bajo control, otros muchos problemas persisten:

bajas tasas de ahorro e inversión, no-disponibilidad de crédito, la baja duración del endeudamiento y los elevados tipos de interés reales. Los ciclos de expansión y retracción de los flujos de capital siguen persistiendo, al igual que la dependencia respecto de las entradas de capital extranjero debido al incremento del tamaño de las salidas de capital de inversión directa, a los beneficios de la asignación de carteras y al pago de los intereses de la deuda.

4. EFECTOS DE LOS PROCESOS DE LIBERALIZACIÓN FINANCIERA EN LATINOAMÉRICA: ALGUNOS HECHOS ESTILIZADOS⁹

Para sus defensores, el proceso de liberalización financiera debería haber generado una senda de crecimiento económico más elevada y estable¹⁰. Como muestran los cuadros n.º 1 y 2, la mayoría de países latinoamericanos han efectivamente registrado en la década de los años noventa tasas de crecimiento económico más altas que en los ochenta, siendo este crecimen-

to más estable, midiendo dicha estabilidad por la desviación típica¹¹. Por lo tanto, aparentemente el proceso de liberalización financiera promovido por el Consenso de Washington ha generado un mejor comportamiento en las economías de la región. Sin embargo, dicha conclusión ebe matizarse. Así, los mejores resultados sólo existen cuando se compara la década de los noventa con los ochenta, ya que cuando la comparación se hace con décadas anteriores los datos muestran un peor comportamiento económico. Por lo tanto, desde un horizonte temporal más profundo, el proceso liberalizador no ha dado lugar a una senda de crecimiento a largo plazo más elevada. Además, la expansión de la década de los noventa no puede considerarse como duradera: ya que en la mayoría de los casos la tasa de crecimiento registrada desde 2001 se ha reducido significativamente. La conclusión es que el proceso de liberalización financiera no ha generado la ansiada senda de elevado y estable crecimiento para la región (Escaith y Morley, 2000).

Puede comprobarse por los datos expuestos que la liberalización financiera no ha generado un crecimiento económico más elevado y estable. La tesis de los efectos positivos de la liberalización financiera tenía dos componentes, la liberalización de la balanza de capital y la liberalización de los sectores financiero y bancario nacionales, suponiendo que esta doble liberalización generaría una mayor oferta de recursos de capital. Esto, sin embargo, no ha ocurrido. En el caso de la liberalización de la balanza de capital no se ha producido un aumento sostenido de las entradas de capital, tal y como muestra el gráfico n.º 1. Aunque

⁹ La realización de un estudio, aunque sea explicativo, como el presente, sin ninguna pretensión de establecer relaciones de causalidad ni mediciones de impacto, se enfrenta a serios problemas de disponibilidad de datos. En nuestro caso, la información procede de dos fuentes: la base CEPALSTAT de la CEPAL y la base de datos *International Financial Statistics* del FMI (CD septiembre 2005). Esta última base proporciona una fuente homogénea de datos correspondientes a variables financieras como las aquí utilizadas. Sin embargo, como se observa en el trabajo la longitud de las series no es la misma para todos los países ni están disponibles los mismos datos para todos ellos. En todos los casos hemos optado por utilizar el mayor rango de años disponible.

¹⁰ Un estudio pormenorizado, e incluso una descripción detallada de las distintas medidas de liberalización de los mercados financieros en América Latina está más allá del alcance del presente trabajo. El lector interesado puede consultar, entre otros, Avalos y Hernández (2006), Bensión (2006), Calderón (2005), Correa y Girón (2004), Rivera y Rodríguez (2007), Stallings (2006), Vidal y Guillén (2007).

¹¹ La tasa promedio de crecimiento en los distintos periodos se calcula mediante la media, mientras que la desviación típica informa sobre la estabilidad-volatilidad de la variable analizada. En todos los casos en los que se dan los datos para diferentes periodos se estima la robustez del cambio tanto en la media como en la desviación típica mediante los tests de Levene y Welch.

Cuadro n.º 1
**Tasas de crecimiento económico en Latinoamérica
 (1953-2004)**

		Número años	Media	Desviación típica
Argentina	1953-1960	8	3,967	4,461
	1961-1970	10	4,416	4,514
	1971-1980	10	2,616	3,281
	1981-1990	10	-1,045	4,862
	1991-2000	10	4,226	4,983
	2001-2004	4	0,620	9,897
	Total	52	2,622	5,188
Bolivia	1961-1970	2	6,229	2,283
	1971-1980	10	4,513	2,045
	1981-1990	10	0,163	3,213
	1991-2000	10	3,777	1,632
	2001-2004	4	2,622	0,766
	Total	36	2,986	2,890
Brasil	1961-1970	7	8,087	7,488
	1971-1980	10	8,665	3,192
	1981-1990	10	2,232	4,105
	1991-2000	10	2,669	2,194
	2001-2004	4	2,192	1,975
	Total	41	4,903	4,995
Chile	1961-1970	10	4,269	2,790
	1971-1980	10	2,393	7,278
	1981-1990	10	3,307	6,870
	1991-2000	10	6,452	3,654
	2001-2004	4	3,836	1,751
	Total	44	4,081	5,266

desde 1992 los flujos netos de capital (suma de flujos oficiales y privados) a Latinoamérica han crecido a un fuerte ritmo, esta expansión fue un fenómeno temporal que dura hasta 1997. Desde entonces, los flujos de capital a la región han ido disminuyendo hasta alcanzar cifras negativas en 2004.

A pesar de la importancia de estos flujos nuestra atención no se centrará en la evolución de los flujos de capital sino en el segundo pilar de la tesis de la liberalización financiera, es decir, en la liberalización de los mercados de capital locales. La práctica totalidad de los países de América Latina

han liberalizado en las últimas décadas, con mayor o menor intensidad, sus mercados financieros y bancarios nacionales¹² Como muestran los diversos índices de reformas financieras (Lora, 2001; Morley *et al.* 1999) la liberalización del sector financiero se desarrolla de manera más intensa entre mediados de la década de los ochenta y mediados de la década de los noventa. Así, de acuerdo con el índice de reformas financie-

¹² Para un estudio pormenorizado del proceso de liberalización financiera en América Latina, véase Lora (2001), Lora y Panizza (2002), Morley, Machado y Pettinato (1999) y Stallings (2006).

		Número años	Media	Desviación típica
Colombia	1961-1970	2	6,525	0,201
	1971-1980	10	5,522	1,822
	1981-1990	10	3,422	1,541
	1991-2000	10	2,753	2,907
	2001-2004	4	3,021	1,599
	Total	36	3,947	2,352
Costa Rica	1961-1970	10	6,109	3,008
	1971-1980	10	5,684	2,556
	1981-1990	10	2,489	4,493
	1991-2000	10	5,244	2,975
	2001-2004	4	3,619	2,242
	Total	44	4,767	3,418
Ecuador	1961-1970	5	4,488	2,121
	1971-1980	10	9,043	6,366
	1981-1990	10	2,181	4,444
	1991-2000	10	2,215	3,199
	2001-2004	4	4,523	1,882
	Total	39	4,485	5,067
El Salvador	1953-1960	8	3,922	1,661
	1961-1970	10	5,679	2,857
	1971-1980	10	3,332	4,859
	1981-1990	10	0,068	3,836
	1991-2000	10	5,654	6,083
	2001-2004	4	1,801	0,274
	Total	52	3,575	4,418
Guatemala	1953-1960	8	4,397	2,499
	1961-1970	10	5,503	2,175
	1971-1980	10	5,672	1,856
	1981-1990	10	0,911	2,661
	1991-2000	10	4,119	0,680
	2001-2004	4	2,342	0,263
	Total	52	3,973	2,596
Haití	1961-1970	4	1,367	2,725
	1971-1980	10	4,774	2,921
	1981-1990	10	-0,453	1,459
	1991-2000	10	-0,357	5,930
	2001-2004	4	-1,108	1,715
	Total	38	1,070	4,170
Honduras	1953-1960	8	2,813	4,029
	1961-1970	10	5,003	2,705
	1971-1980	10	4,819	4,480
	1981-1990	10	2,450	2,599
	1991-2000	10	3,317	2,796
	2001-2004	4	3,447	1,079
	Total	52	3,696	3,278
Jamaica	1961-1970	10	5,027	2,560
	1971-1980	10	-0,692	4,727
	1981-1990	10	2,566	3,769
	1991-2000	10	0,923	1,372
	2001-2004	3	1,609	0,587
	Total	43	1,932	3,731

		Número años	Media	Desviación típica
México	1953-1960	8	6,200	3,364
	1961-1970	10	7,054	1,784
	1971-1980	10	6,599	2,166
	1981-1990	10	1,944	3,711
	1991-2000	10	3,531	3,677
	2001-2004	4	1,551	1,750
	Total	52	4,751	3,552
Panamá	1953-1960	8	5,633	2,827
	1961-1970	10	7,949	1,540
	1971-1980	10	4,743	2,898
	1981-1990	10	1,572	6,675
	1991-2000	10	5,555	2,625
	2001-2004	4	3,634	3,041
	Total	52	4,957	4,112
Paraguay	1953-1960	8	3,678	3,179
	1961-1970	10	4,750	2,040
	1971-1980	10	8,803	2,212
	1981-1990	10	3,130	3,574
	1991-2000	10	1,981	1,749
	2001-2004	3	0,985	2,877
	Total	51	4,295	3,520
Perú	1953-1960	8	5,358	3,533
	1961-1970	10	5,324	2,509
	1971-1980	10	3,821	2,684
	1981-1990	10	-0,505	7,900
	1991-2000	10	4,040	4,263
	2001-2004	4	3,484	2,228
	Total	52	3,531	4,798
República Dominicana	1961-1970	8	5,000	7,741
	1971-1980	10	6,956	3,329
	1981-1990	10	2,643	4,381
	1991-2000	10	5,998	2,563
	2001-2004	4	2,042	2,788
	Total	42	4,860	4,717
Uruguay	1953-1960	5	0,039	3,116
	1961-1970	10	1,577	2,980
	1971-1980	10	3,052	2,858
	1981-1990	10	0,676	5,479
	1991-2000	10	3,078	3,784
	2001-2004	4	-0,109	9,602
	Total	49	1,706	4,432
Venezuela	1953-1960	3	4,410	3,517
	1961-1970	10	6,117	2,411
	1971-1980	10	4,120	3,223
	1981-1990	10	1,089	5,073
	1991-2000	10	2,188	4,666
	2001-2004	4	1,025	12,141
	Total	47	3,244	5,133

Fuente: Elaboración propia a partir de Fondo Monetario Internacional: (International Financial Statistics)

Cuadro n.º 2

Pruebas de igualdad de la media y de la varianza de las tasas de crecimiento del PIB.

	Test de Levene	Sig.	Test de Welch	Sig.
Argentina	3,287	0,013	1,571	0,223
Bolivia	3,134	0,028	3,811	0,067
Brasil	3,285	0,021	7,083	0,002
Chile	2,631	0,049	1,033	0,418
Colombia	1,082	0,382	14,693	0,000
Costa Rica	0,873	0,489	1,500	0,250
Ecuador	1,295	0,292	2,556	0,083
El Salvador	1,442	0,227	6,425	0,001
Guatemala	3,015	0,020	16,826	0,000
Haití	4,003	0,009	6,254	0,007
Honduras	1,669	0,161	1,033	0,425
Jamaica	3,509	0,016	5,207	0,006
México	1,028	0,413	7,419	0,001
Panamá	3,097	0,017	4,056	0,014
Paraguay	1,726	0,148	10,845	0,000
Perú	6,860	0,000	1,214	0,343
República Dominicana	2,258	0,081	2,696	0,073
Uruguay	2,380	0,054	0,868	0,525
Venezuela	5,271	0,001	1,930	0,167

Fuente: Elaboración propia

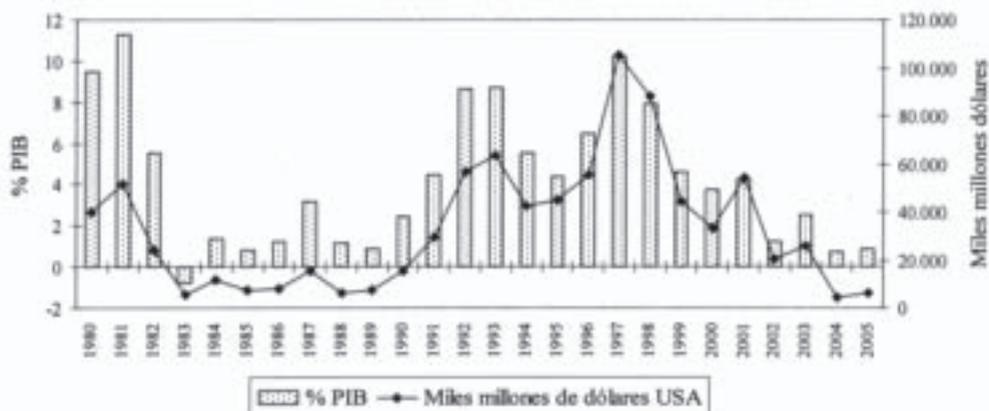
ras elaborado por Morley *et al.* (que alcanza un valor máximo de 1 para aquellas reformas que suponen una completa liberalización financiera), el promedio de dicho índice para la región¹³ era en 1970 de 0,315 (oscilando entre 0,218 para República Dominicana y 0,632 para Honduras), en 1980 de 0,439 (oscilando entre 0,236 para Paraguay y 0,947 para Chile), en 1990 de 0,725 (oscilando entre 0,264 para Perú y 0,990 para México) y en 1995 de 0,927 (oscilando entre 0,612 para Venezuela y 0,986 para Argentina).

El objetivo de nuestro trabajo, como ya se ha señalado, no es cuantificar el impacto económico de las reformas dirigidas a liberalizar los mercados financieros, sino uno más modesto, como es el de comprobar si dichas reformas ha dado como resultado la evolución esperada de las principales variables financieras. Esta pretensión de generalidad posibilita plantear, ya que no constatar empíricamente, la importancia de otros elementos ajenos al propio proceso de liberalización financiera de cara a la consecución de los objetivos económicos perseguidos. Esta misma pretensión genérica hace que optemos por utilizar la misma periodificación para todos los países de la región para los que se dispone de datos procedentes de una misma fuente. De esta forma, hemos optado, en aquellos casos

¹³ Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, Jamaica, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela.

Gráfico n.º 1

Entradas netas de capital en Latinoamérica



Fuente: Fondo Monetario Internacional, World Economic Outlook Database, Septiembre 2005.

para los que existen datos, por distinguir el comportamiento de las variables en cuestión a partir de 1990 de los años anteriores, ya que es en la década de los noventa cuando el proceso de liberalización financiera se generaliza y maximiza.

La tesis de la liberalización financiera se basaba en los efectos positivos que los mayores tipos de interés generaban sobre la actividad económica a largo plazo. Los cuadros n.º 3 y 4 muestran como los mayores tipos de interés en las operaciones de préstamo han aumentado desde los noventa¹⁴, con la única excepción de Chile, donde los tipos de interés reales han sido significativamente mayores que los registrados en las década de los setenta y ochenta.

Es importante destacar que a partir de los años noventa los tipos de interés reales no sólo son mayores sino que también son más estables. Su variabilidad, medida por la desviación típica, ha disminuido, lo que implica que los tipos de interés reales han sido permanentemente más elevados que en periodos precedentes.

Desde la óptica neoclásica, los mayores tipos de interés constituyen un estímulo al crecimiento económico. Los mayores tipos de interés reales aumentan el ahorro, la rentabilidad del capital y, por lo tanto, las tasas de inversión, lo que se traduce en un mayor crecimiento económico. En el caso de las economías latinoamericanas, dado que una de las principales razones de su pobre comportamiento económico es la carencia de capital, el impacto de la liberalización financiera debería haber sido mayor que en otras economías en donde las tasas iniciales de inversión fueran más elevadas. Sin embargo, desde una perspectiva post key-

¹⁴ Los datos no hacen referencia a Argentina y Brasil dado que la base utilizada no recoge los datos correspondientes a estos dos países.

Cuadro n.º 3

Tipos de interés mensuales reales de las operaciones de préstamo

		Número años	Media	Desviación típica
Bolivia	1981-1990	108	-1.319,389	3.890,546
	1991-2000	120	37,060	11,232
	2001-2005	60	14,746	5,676
	Total	288	-476,257	2.464,002
Chile	1976-1980	48	36,995	28,097
	1981-1990	120	19,680	17,171
	1991-2000	120	10,025	5,841
	2001-2005	60	4,929	2,159
Total	348	16,196	17,880	
Ecuador	1976-1980	12	-3,915	1,411
	1981-1990	120	-18,555	17,210
	1991-2000	120	-0,366	32,552
	2001-2005	60	-0,665	14,584
Total	312	-7,556	25,209	
El Salvador	1981-1990	96	-4,010	6,732
	1991-2000	120	8,789	4,691
	Total	216	3,100	8,534
Granada	1981-1990	96	8,536	10,050
	1991-2000	120	9,206	1,361
	2001-2005	12	8,609	1,307
	Total	228	8,893	6,590
Honduras	1981-1990	108	8,333	6,097
	1991-2000	120	8,066	10,009
	2001-2005	60	12,795	1,884
	Total	288	9,151	7,723
Jamaica	1976-1980	60	-8,527	13,359
	1981-1990	120	7,545	8,760
	1991-2000	120	10,003	21,747
	2001-2005	60	8,033	4,708
	Total	360	5,767	16,039
Trinidad y Tobago	1981-1990	97	1,849	3,130
	1991-2000	120	10,241	3,245
	2001-2005	60	6,804	2,900
	Total	277	6,558	4,842
Uruguay	1976-1980	48	-4,809	11,997
	1981-1990	120	-8,421	25,095
	1991-2000	120	14,965	31,119
	2001-2005	60	43,279	7,921
	Total	348	9,055	30,415
Venezuela	1981-1990	82	-17,119	21,886
	1991-2000	120	-5,288	26,885
	2001-2005	60	3,104	9,939
	Total	262	-7,069	23,612

Fuente: Elaboración propia a partir de Fondo Monetario Internacional: (International Financial Statistics)

nesiana, este argumento es falso: los mayores tipos de interés reales reducen la inversión y frenan la actividad económica y, dado que las tasas de ahorro dependen de la actividad económica, reducen el ahorro.

Los cuadros n.º 5 y 6 muestran la evolución del ahorro nacional en porcentaje del PIB desde los años ochenta¹⁵. De acuerdo con el test de Welch, el ahorro nacional sólo ha cambiado de manera (estadísticamente) significativa en 9 países, reduciéndose en 4 (Bolivia, Costa Rica, Dominica y Perú) y aumentando en 5 países (Chile, Honduras, Jamaica, Surinam y Uruguay). Por lo tanto, no se puede concluir que la liberalización financiera haya generado un aumento generalizado del ahorro¹⁶. Además, el efecto positivo sobre el ahorro no es muy grande en términos absolutos. Sólo Surinam registra tasas de ahorro que pueden calificarse de elevadas (23% del PIB). En el resto de casos, la tasa de ahorro nacional se sitúa por debajo del 17% del PIB, e incluso Chile, a menudo citado como la prueba del éxito de las reformas liberalizadas en Latinoamérica, registrar una tasa promedio de ahorro nacional desde 1991 del 10,2% del PIB¹⁷.

En este sentido, si comparamos las tasas de ahorro asiáticas y latinoamericanas, el bajo resultado de la última región es aún más llamativo. Usando datos procedentes de la *World Economic Outlook Database* (septiembre 2005) del FMI, en las economías asiáticas en desarrollo entre los periodos 1980-90 y 1991-2006 la tasa de ahorro nacional aumentó desde el 25,5 al 33,6% del PIB. En ese mismo periodo las tasas de

ahorro en Latinoamérica bajaron del 19,8 al 18,9% del PIB.

Además, el impacto de la liberalización financiera sobre la inversión ha sido igualmente pequeño, como muestran los cuadros n.º 7 y 8. Como se observa, la tasa de inversión (en porcentaje del PIB) ha cambiado significativamente en 14 de las 19 economías, elevándose en 8 países (Bolivia, Chile, El Salvador, Haití, Honduras, México, Nicaragua y Panamá) pero cayendo en 6 (Argentina, Brasil, Ecuador, Perú, República Dominicana y Venezuela)¹⁸.

Si se cruzan los datos de las tasas de ahorro e inversión, tan sólo en cuatro economías se ha registrado un cambio significativo simultáneo de ambas tasas desde 1991: en Chile y Honduras ambas tasas han aumentado, en Bolivia la tasa de inversión ha aumentado pero la tasa de ahorro ha caído, y en Perú ambas tasas han disminuido. Estos resultados muestran cómo la liberalización financiera no ha conducido a un aumento generalizado de las tasas de ahorro e inversión en América Latina¹⁹.

Sin embargo, la hipótesis de la liberalización financiera plantea que el crecimiento económico, el ahorro y la inversión aumentan como consecuencia del funcionamiento más eficiente de los sistemas financiero y bancario. La mayor eficiencia de estos intermediarios aumenta el peso en el PIB de los depósitos y del crédito, y la mayor profundidad financiera genera mayor ahorro e inversión (Bekaert et al, 2006).

Como muestran los datos de los cuadros n.º 9 y 10, el supuesto aumento de los depósitos en el sistema financiero está lejos de ser un fenómeno generalizado. En 16 eco-

¹⁵ Los datos no hacen referencia a Argentina y Brasil dado que la base utilizada no recoge los datos correspondientes a estos dos países.

¹⁶ Debe destacarse que en las seis economías donde no hay una variación significativa de la tasa de ahorro nacional, en cinco la tasa disminuye y sólo aumenta en Venezuela

¹⁷ Los resultados concuerdan con otros trabajos como los de FitzGerald (2007) o Gutiérrez (2007)

¹⁸ Nuevamente, debe destacarse el que de las cinco economías donde el cambio no es significativo la tasa de inversión cae en 3 casos.

¹⁹ Hermes y Lensink (2005) alcanzan una conclusión similar para un conjunto de 25 economías en desarrollo.

Cuadro n.º 4

Pruebas de igualdad de la media y de la varianza de los tipos de interés reales de las operaciones de préstamo

	Test de Levene	Sig.	Test de Welch	Sig.
Bolivia	37,844	0,000	162,563	0,000
Chile	48,490	0,000	66,935	0,000
Ecuador	17,366	0,000	29,124	0,000
El Salvador	21,677	0,000	249,899	0,000
Granada	5,268	0,006	1,277	0,293
Honduras	40,609	0,000	33,929	0,000
Jamaica	20,811	0,000	28,628	0,000
Trinidad y Tobago	0,181	0,834	186,365	0,000
Uruguay	26,242	0,000	278,178	0,000
Venezuela	17,492	0,000	28,260	0,000

Fuente: Elaboración propia

Cuadro n.º 5

Tipos de interés mensuales reales de las operaciones de préstamo)

		Número años	Media	Desviación típica
Belize	1980-1990	7	18,262	4,559
	1991-2003	8	15,120	2,267
	Total	15	16,586	3,756
Bolivia	1980-1990	9	16,023	6,654
	1991-2003	10	8,734	2,143
	Total	19	12,186	5,997
Chile	1980-1990	11	2,391	8,177
	1991-2003	12	10,171	2,496
	Total	23	6,450	7,021
Colombia	1980-1990	11	18,778	2,977
	1991-2003	12	18,161	4,201
	Total	23	18,456	3,599
Costa Rica	1980-1990	11	13,071	3,944
	1991-2003	6	8,589	0,783
	Total	17	11,489	3,845
Dominica	1980-1990	10	14,249	6,420
	1991-2003	6	8,936	5,138
	Total	16	12,257	6,371
Honduras	1980-1990	11	5,367	4,635
	1991-2003	5	16,934	4,686
	Total	16	8,982	7,130
Jamaica	1980-1990	8	5,926	4,775
	1991-2003	11	14,849	2,789
	Total	19	11,092	5,803

		Número años	Media	Desviación típica
México	1980-1990	11	10,771	2,520
	1991-2003	12	9,236	2,342
	Total	23	9,970	2,498
Panamá	1980-1990	11	17,684	6,430
	1991-2003	13	15,446	5,464
	Total	24	16,472	5,903
Perú	1980-1990	11	15,287	2,566
	1991-2003	5	8,899	3,172
	Total	16	13,291	4,053
Surinam	1980-1990	11	6,608	9,260
	1991-2003	8	23,078	20,677
	Total	19	13,543	16,844
Trinidad y Tobago	1980-1990	11	10,059	10,623
	1991-2003	10	9,487	6,631
	Total	21	9,786	8,735
Uruguay	1980-1990	11	9,627	4,162
	1991-2003	11	13,572	1,493
	Total	22	11,599	3,659
Venezuela	1980-1990	11	15,158	5,351
	1991-2003	13	18,225	6,242
	Total	24	16,819	5,935

Fuente: Elaboración propia basada en datos de la Comisión Económica para América Latina (CEPAL)

Cuadro n.º 6

Pruebas de igualdad de la media y de la varianza del ahorro nacional

	Test de Levene	Sig.	Test de Welch	Sig.
Belize	2,907	0,112	2,733	0,135
Bolivia	8,834	0,009	9,876	0,011
Chile	18,990	0,000	9,175	0,011
Colombia	2,869	0,105	0,167	0,687
Costa Rica	13,492	0,002	13,250	0,004
Dominica	0,277	0,607	3,313	0,093
Honduras	0,083	0,777	21,085	0,002
Jamaica	1,367	0,258	22,384	0,001
México	0,052	0,823	2,276	0,147
Panamá	0,032	0,861	0,827	0,374
Perú	0,858	0,370	15,631	0,006
Surinam	11,124	0,004	4,429	0,064
Trinidad y Tobago	0,890	0,357	0,022	0,883
Uruguay	14,963	0,001	8,754	0,011
Venezuela	0,585	0,453	1,679	0,208

Fuente: Elaboración propia

Cuadro n.º 7

Inversión
(% del PIB)

		Número años	Media	Desviación típica
Argentina	1980-1990	11	20,07	4,214
	1991-2003	13	17,26	2,782
	Total	24	18,55	3,716
Bolivia	1980-1990	11	11,25	1,611
	1991-2003	13	17,12	3,193
	Total	24	14,43	3,921
Brasil	1980-1990	11	22,98	2,470
	1991-2003	13	19,65	1,172
	Total	24	21,18	2,499
Chile	1980-1990	11	18,35	3,517
	1991-2003	13	22,80	2,541
	Total	24	20,76	3,723
Colombia	1980-1990	11	19,69	1,661
	1991-2003	13	17,83	3,905
	Total	24	18,69	3,170
Costa Rica	1980-1990	11	18,40	2,886
	1991-2003	13	19,09	1,290
	Total	24	18,77	2,148
Ecuador	1980-1990	11	23,09	4,418
	1991-2003	13	17,28	1,773
	Total	24	19,94	4,346
El Salvador	1980-1990	11	12,64	1,206
	1991-2003	13	16,97	1,207
	Total	24	14,99	2,499
Guatemala	1980-1990	11	14,67	2,847
	1991-2003	13	15,63	1,997
	Total	24	15,19	2,417
Haití	1980-1990	11	16,51	1,097
	1991-2003	13	27,57	8,858
	Total	24	22,50	8,554
Honduras	1980-1990	11	19,78	3,191
	1991-2003	13	25,63	3,459
	Total	24	22,95	4,421
México	1980-1990	11	18,62	3,597
	1991-2003	13	20,82	1,865
	Total	24	19,81	2,951
Nicaragua	1980-1990	11	19,93	2,504
	1991-2003	13	22,52	3,824
	Total	24	21,33	3,479
Panamá	1980-1990	11	16,89	6,442
	1991-2003	13	23,60	4,288
	Total	24	20,53	6,271

		Número años	Media	Desviación típica
Paraguay	1980-1990	11	21,98	3,285
	1991-2003	13	21,31	3,745
	Total	24	21,62	3,482
Perú	1980-1990	11	24,08	4,588
	1991-2003	13	20,32	2,979
	Total	24	22,05	4,176
República Dominicana	1980-1990	11	24,01	3,567
	1991-2003	13	20,93	2,880
	Total	24	22,34	3,511
Uruguay	1980-1990	11	14,55	5,146
	1991-2003	13	12,86	1,982
	Total	24	13,63	3,781
Venezuela	1980-1990	11	20,39	3,916
	1991-2003	13	16,47	2,924
	Total	24	18,27	3,889

Fuente: Elaboración propia basada en datos de CEPAL

Cuadro n.º 8

Pruebas de igualdad de la media y de la varianza de la inversión

	Test de Levene	Sig.	Test de Welch	Sig.
Argentina	0,723	0,404	3,588	0,076
Bolivia	3,306	0,083	33,780	0,000
Brasil	3,839	0,063	16,817	0,001
Chile	2,338	0,140	12,195	0,003
Colombia	11,277	0,003	2,427	0,138
Costa Rica	5,594	0,027	0,544	0,473
Ecuador	10,226	0,004	16,777	0,001
El Salvador	0,052	0,821	76,600	0,000
Guatemala	1,552	0,226	0,883	0,360
Haití	17,634	0,000	19,914	0,001
Honduras	0,799	0,381	18,558	0,000
México	5,929	0,023	3,379	0,087
Nicaragua	2,384	0,137	3,977	0,059
Panamá	2,448	0,132	8,695	0,009
Paraguay	1,957	0,176	0,213	0,649
Perú	2,670	0,116	5,433	0,033
República Dominicana	0,686	0,416	5,303	0,033
Uruguay	13,232	0,001	1,044	0,326
Venezuela	1,455	0,240	7,517	0,013

Fuente: Elaboración propia

Cuadro n.º 9
Depósitos en el sistema financiero
 (% del PIB)

		Número años	Media	Desviación típica
Argentina	1981-1990	8	14,133	4,150
	1991-2004	14	17,097	5,382
	Total	22	16,019	5,079
Bolivia	1971-1980	3	10,648	2,122
	1981-1990	10	9,392	4,719
	1991-2004	14	39,038	8,742
	Total	27	24,903	16,426
Brasil	1981-1990	3	29,466	12,910
	1991-2004	14	25,775	12,080
	Total	17	26,427	11,895
Chile	1971-1980	10	10,705	4,518
	1981-1990	10	29,749	3,829
	1991-2004	14	30,260	2,560
	Total	34	24,358	9,603
Colombia	1950-1960	11	5,066	1,171
	1961-1970	9	5,044	0,949
	1971-1980	7	11,619	2,163
	1981-1990	5	19,085	1,223
	1991-2004	14	22,571	3,168
	Total	46	12,910	8,067
Costa Rica	1961-1970	10	4,534	0,373
	1971-1980	10	12,372	6,358
	1981-1990	10	25,867	4,858
	1991-2004	4	24,452	3-386
	Total	34	15,429	9,704
Ecuador	1950-1960	11	2,913	0,612
	1961-1970	10	4,141	0,938
	1971-1980	10	6,452	0,997
	1981-1990	10	7,500	1,468
	1991-2004	14	14,905	3,525
	Total	55	7,666	4,949
El Salvador	1950-1960	10	1,013	0,754
	1961-1970	10	3,992	0,617
	1971-1980	10	5,671	0,416
	1981-1990	10	5,143	2,116
	1991-2004	14	3,769	0,640
	Total	54	3,907	1,874
Haití	1950-1960	6	2,303	0,160
	1961-1970	10	2,419	0,307
	1971-1980	10	9,615	4,117
	1981-1990	10	14,805	1,316
	1991-2004	14	24,595	4,410
	Total	50	12,531	9,309
Honduras	1950-1960	11	3,284	1,617
	1961-1970	10	6,966	1,187
	1971-1980	10	11,944	1,110
	1981-1990	10	17,470	2,326
	1991-2004	13	29,170	10,876
	Total	54	14,428	11,006

		Número años	Media	Desviación típica
México	1961-1970	10	22,250	2,894
	1971-1980	10	23,590	1,682
	1981-1990	10	17,580	5,061
	1991-2004	14	24,179	2,602
	Total	44	22,107	4,054
Panamá	1950-1960	11	6,450	0,358
	1961-1970	10	11,054	2,959
	1971-1980	10	21,419	3,003
	1981-1990	10	29,307	2,337
	1991-2004	13	53,865	10,308
	Total	54	25,722	18,598
Paraguay	1961-1970	4	7,085	1,050
	1971-1980	10	10,525	1,392
	1981-1990	10	11,702	2,253
	1991-2004	13	24,602	3,428
	Total	37	15,417	7,377
Perú	1981-1990	7	9,667	3,179
	1991-2004	14	17,491	3,733
	Total	21	14,883	5,135
República Dominicana	1971-1980	10	13,940	2,403
	1981-1990	10	14,739	1,488
	1991-2004	14	21,523	6,316
	Total	34	17,298	5,556
Venezuela	1961-1970	8	11,259	3,010
	1971-1980	10	27,437	6,252
	1981-1990	10	34,802	6,619
	1991-2004	14	15,337	9,050
	Total	42	22,075	11,426
Jamaica	1971-1980	10	24,240	2,293
	1981-1990	10	37,108	3,246
	1991-2004	13	30,657	0,933
	Total	33	30,667	5,535
Trinidad y Tobago	1950-1960	7	12,447	1,180
	1961-1970	10	12,913	1,923
	1971-1980	10	19,497	2,397
	1981-1990	10	39,814	10,410
	1991-2004	13	39,409	3,442
	Total	50	26,434	13,453

Fuente: Elaboración propia a partir de Fondo Monetario Internacional: International Financial Statistic

Cuadro n.º 10

Pruebas de igualdad de la media y de la varianza de los depósitos en el sistema financiero

	Test de Levene	Sig.	Test de Welch	Sig.
Argentina	0,698	0,413	2,082	0,166
Bolivia	5,263	0,013	62,429	0,000
Brasil	0,070	0,795	0,206	0,682
Chile	1,797	0,183	75,806	0,000
Colombia	4,367	0,005	195,797	0,000
Costa Rica	4,720	0,008	106,184	0,000
Ecuador	7,250	0,000	63,862	0,000
El Salvador	29,955	0,000	71,784	0,000
Haití	9,513	0,000	288,639	0,000
Honduras	29,595	0,000	95,543	0,000
México	4,499	0,008	4,984	0,009
Panamá	13,644	0,000	329,176	0,000
Paraguay	2,392	0,086	80,165	0,000
Perú	0,981	0,334	25,100	0,000
República Dominicana	9,150	0,001	8,261	0,003
Venezuela	5,085	0,005	40,226	0,000
Jamaica	3,937	0,030	55,253	0,000
Trinidad y Tobago	12,647	0,000	173,860	0,000

Fuente: Elaboración propia

Cuadro n.º 11

**Depósitos en el sistema financiero
(% del PIB)**

		Número años	Media	Desviación típica
Argentina	1981-1990	8	22,976	7,899
	1991-2004	14	18,502	4,849
	Total	22	20,129	6,341
Bolivia	1971-1980	6	17,057	3,580
	1981-1990	10	17,323	4,430
	1991-2004	14	50,044	10,014
	Total	30	32,540	18,183
Chile	1961-1970	2	12,143	3,030
	1971-1980	10	18,648	14,251
	1981-1990	10	63,617	13,456
	1991-2004	14	55,798	7,737
	Total	36	45,225	22,956
Colombia	1950-1960	11	18,679	6,420
	1961-1970	9	22,761	1,867
	1971-1980	7	28,690	1,290
	1981-1990	5	33,394	4,569
	1991-2004	14	29,361	5,587
	Total	46	25,851	6,838

		Número años	Media	Desviación típica
El Salvador	1950-1960	10	6,549	2,291
	1961-1970	10	8,991	0,568
	1971-1980	10	11,586	0,863
	1981-1990	10	8,059	4,310
	1991-2004	14	4,115	0,914
	Total	54	7,583	3,354
Guatemala	1950-1960	11	7,210	2,098
	1961-1970	10	12,337	1,443
	1971-1980	10	13,330	1,407
	1981-1990	10	17,306	2,156
	1991-2004	14	17,969	2,856
	Total	55	13,829	4,505
Honduras	1950-1960	11	7,829	2,055
	1961-1970	10	15,414	5,079
	1971-1980	10	28,706	2,897
	1981-1990	10	32,655	2,343
	1991-2004	13	33,433	7,022
	Total	54	23,861	11,270
Jamaica	1971-1980	10	27,499	4,635
	1981-1990	10	32,135	4,800
	1991-2004	13	24,485	6,102
	Total	33	27,717	6,070
México	1961-1970	10	27,070	4,445
	1971-1980	10	24,020	6,290
	1981-1990	10	11,880	2,472
	1991-2004	14	21,650	5,797
	Total	44	21,200	7,347
Panamá	1950-1960	11	14,618	4,459
	1961-1970	10	26,910	5,181
	1971-1980	10	59,229	7,305
	1981-1990	10	51,038	3,895
	1991-2004	13	78,659	20,079
	Total	54	47,317	26,116
Paraguay	1961-1970	4	19,966	2,622
	1971-1980	10	19,551	1,608
	1981-1990	10	15,370	2,099
	1991-2004	13	24,087	3,512
	Total	37	20,059	4,298
Perú	1981-1990	8	15,708	7,291
	1991-2004	14	19,909	6,475
	Total	22	18,381	6,925
República Dominicana	1971-1980	10	26,811	3,935
	1981-1990	10	30,508	2,578
	1991-2004	14	29,890	6,376
	Total	34	29,166	4,949
Trinidad y Tobago	1971-1980	6	27,946	4,863
	1981-1990	10	46,561	7,186
	1991-2004	13	43,918	3,934
	Total	29	41,525	8,870
Venezuela	1961-1970	8	25,518	1,814
	1971-1980	10	44,239	11,245
	1981-1990	10	50,480	12,956
	1991-2004	14	14,846	6,093
	Total	42	32,361	17,473

Fuente: Elaboración propia

Cuadro n.º 12

Pruebas de igualdad de la media y de la varianza del crédito al sector privado

	Test de Levene	Sig.	Test de Welch	Sig.
Argentina	1,398	0,251	2,112	0,177
Bolivia	2,981	0,068	63,397	0,000
Chile	3,034	0,043	78,709	0,000
Colombia	4,151	0,006	19,530	0,000
El Salvador	39,216	0,000	105,168	0,000
Guatemala	2,522	0,052	38,960	0,000
Honduras	16,663	0,000	189,416	0,000
Jamaica	0,078	0,926	6,690	0,011
México	2,648	0,062	36,200	0,000
Panamá	15,320	0,000	136,751	0,000
Paraguay	1,051	0,383	17,613	0,000
Perú	0,301	0,589	1,830	0,199
República Dominicana	4,769	0,016	3,021	0,072
Trinidad y Tobago	2,440	0,107	26,707	0,000
Venezuela	5,548	0,003	33,360	0,000

Fuente: Elaboración propia

nomías el ratio depósitos en el sistema financiero/PIB cambia de manera significativa, aumentando en 11 casos y disminuyendo en 5²⁰. Si comparamos los promedios de los periodos 1980-990 y 1991-2004, el ratio cae en seis países (Brasil, Chile, Costa Rica, El Salvador, Jamaica, Trinidad y Tobago y Venezuela). En este sentido, si aceptamos que el sector bancario juega un papel central en la asignación eficiente de los recursos de capital, el pobre resultado del sector a la hora de atraer y gestionar los recursos de capital puede ser uno de los elementos que contribuyan a explicar los bajos niveles de ahorro e inversión en la región.

A continuación, analizamos la evolución del crédito al sector privado concedido por las instituciones financieras (cuadros n.º 11

y 12). De nuevo, los resultados del análisis rechazan la hipótesis del efecto positivo de la liberalización financiera sobre los recursos intermediados por las instituciones financieras.

De los 15 casos, solamente en 2 de ellos el ratio crédito al sector privado/PIB no ha cambiado de forma significativa, y sólo en 3 economías (El Salvador, México y Venezuela) el ratio es más bajo a partir de los noventa. No obstante, el comportamiento del indicador es peor si la comparación se efectúa entre los periodos 1980-1990 y 1991-2004: en este periodo el ratio disminuyó en 8 países (Argentina, Chile, Colombia, El Salvador, Jamaica, República Dominicana, Trinidad y Tobago y Venezuela),

5. CONCLUSIONES

A pesar del intenso proceso de liberalización en los sectores bancario y financiero

²⁰ En los países donde el cambio no ha sido significativo (Argentina y Brasil) el ratio ha disminuido en la última década

registrado en las economías de América Latina desde finales de los años ochenta, los resultados macroeconómicos de estos países no han sido los esperados. Aunque es cierto que, en conjunto, la tasa de crecimiento económico en la década de los noventa ha sido más elevada que en los ochenta no puede afirmarse que esto sea el comienzo de una nueva fase de crecimiento económico más alto y más estable. Por un lado, las tasas más altas de crecimiento aparecen asociadas a una mayor volatilidad. Por otro, la expansión de los noventa no ha sido un fenómeno duradero y, de hecho, en la mayoría de países el crecimiento económico se ha desacelerado en los primeros años del nuevo milenio,

El único resultado que se corresponde con las previsiones de la tesis de la liberalización financiera y del Consenso de Washington es el aumento registrado en los tipos de interés reales. Sin embargo, estos tipos de interés más altos no se han traducido en mayores tasas de ahorro e inversión. Este no es, sin embargo, un resultado que pueda sorprender. Sólo en el marco de los modelos neoclásicos (bajo los supuestos de información perfecta, competencia perfecta, agentes optimizadores, pleno empleo, etc.) se puede sostener este resultado. Por el contrario, en un marco keynesiano los mayores tipos de interés reales generan menor inversión, menor actividad económica y menores tasas de ahorro,

Precisamente, el análisis desarrollado en el trabajo apoya la tesis de que la liberalización financiera para que produzca los resultados económicos deseados debe venir acompañada de una serie de reformas económicas e institucionales (Bordo, 2007; Deidda, 2006; Lora y Panizza, 2002; Rodrik, Subramanian y Trebbi, 2004; Rodrik, 2006)

que generen el necesario cambio estructural, tanto en el sector financiero en particular como en el conjunto de la economía en general, que permita a las economías en cuestión captar los efectos positivos derivables de dicho proceso sin padecer los efectos negativos que podrían ocasionarse, como son la mayor probabilidad de padecer crisis financieras o cambiarias, la mayor volatilidad de los flujos externos de capitales, etc. (Aka, 2006; Bekaert et al, 2006; Chinn e Ito, 2006; Kose et al, 2006; Zettelmeyer, 2006). El desarrollo financiero y la mayor profundidad financiera están efectivamente asociados con mayores niveles de desarrollo. Sin embargo, aunque la liberalización financiera puede ser considerada como una condición necesaria para alcanzar una senda de mayor y más estable crecimiento económico a largo plazo, difícilmente puede ser considerada como una condición suficiente. Además en todo caso, la secuencia de las reformas implantadas constituye un determinante clave de los efectos de las reformas (Eichengreen, 2001; FitzGerald, 2007),

Por otro lado, el desarrollo financiero no puede identificarse de manera simplista con la liberalización financiera. La pérdida de protagonismo del sector público en el sector financiero, con la casi absoluta privatización de la banca pública, la desaparición de la banca de desarrollo y la masiva entrada de bancos extranjeros en los sistemas financieros (bancarios) y de pensiones locales, aun cuando ha producido un sistema financiero más rentable (al menos en términos de las tasas de beneficio de dichas entidades), no ha generado un sistema financiero más eficiente desde una óptica macroeconómica.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AVALOS, M. y HERNÁNDEZ, F. (2006): «Competencia bancaria en México», *Documentos de Trabajo CEPAL, Serie Estudios y Perspectivas*, 62,
- AKA, B. E. (2006): «On the duration of the financial system stability under liberalization», *Emerging Markets Review*, 7: 147-161,
- ARESTIS, P. (2004-5): «Washington consensus and financial liberalization», *Journal of Post Keynesian Economics*, 27(2): 251-271,
- ARESTIS, P. y BASU, S. (2003): «Financial globalization: some conceptual problems», *Eastern Economic Journal*, 29 (2): 183-189,
- ARESTIS, P. DEMETRIADES, P. y FATTOUH, B. (2003): «Financial policies and the aggregate productivity of the capital stock: evidence from developed and developing economies», *Eastern Economic Journal*, 29 (2): 217-242,
- ARESTIS, P. NISSANKE, M. y STEIN, H. (2005): «Finance and development: institutional and policy alternatives to financial liberalization theory», *Eastern Economic Journal*, 31(2): 245-263,
- ARESTIS, P. y SAWYER, M. (2005): «Financial liberalization and the finance-growth nexus: what have we learned?», en Arestis, P., y Sawyer, M, (eds.) *Financial Liberalization, Beyond Orthodox Concerns*: 1-42, Palgrave Macmillan, Hampshire,
- BEKAERT, G. HARVEY, C. R. y LUNDBLAD, C. (2006): «Growth volatility and financial liberalization», *Journal of International Money and Finance*, 25: 370-403,
- BENSIÓN, A. (2006): «Las reformas económicas de Uruguay (1974-2004)», Avalos, M, y Hernández, F, (2006): «Competencia bancaria en México», *Documentos de Trabajo CEPAL, Serie Macroeconomía del Desarrollo*, 50,
- BERNANKE, B. S.; LAUBACH, T.; MISHKIN, F. S. y POSEN, A. S. (1999): *Inflation Targeting, Lessons from the International Experience*, Princeton, Princeton University Press,
- BORDO, M. D. (2007): «Growing up to financial stability», *NBER Working Paper Series*, 12993,
- CALDERÓN, R. (2005): «La banca de desarrollo en América Latina y el Caribe», Avalos, M, y Hernández, F. (2006): «Competencia bancaria en México», *Documentos de Trabajo CEPAL, Serie Finanzamientos del Desarrollo*, 157,
- CORREA, E. y GIRÓN, A. (comp.) (2004): *Economía Financiera Contemporánea*, México D,F,, Miguel Angel Porrúa,
- CHINN, M. D. e ITO, H. (2006): «What matters for financial development? Capital controls, institutions and interactions», *Journal of Development Economics*, 81: 163-192,
- DEIDDA, L. G. (2006): «Interaction between economic and financial development», *Journal of Monetary Economics*, 53: 233-248,
- EICHENGREEN, B. (2001): «Capital account liberalization: what do crosscountry studies tell us?», *The World Bank Economic Review*, 15 (3): 341-365,
- ESCAITH, H. y MORLEY, S. (2000): «The impact of structural reforms on growth in Latina America and the Caribbean: an empirical estimation», *Documentos de Trabajo CEPAL, Serie Macroeconomía del Desarrollo*, 1,
- FITZGERALD, V. (2007): «Desarrollo financiero y crecimiento económico: una visión crítica», *Principios*, 7: 5-28,
- FFRENCH-DAVIS, R. (2000): *Reforming the Reforms*, Macmillan, Londres,
- FISCHER, S. (1997): «Capital account liberalization and the role of the IMF», trabajo presentado en el IMF Seminar *Asia and the IMF* (Hong Kong, 19 de Septiembre),
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (1998): *World Economic Outlook*, May, International Monetary Fund, Washington, D,C,
- (2005): *Global Financial Stability Report*, September, International Monetary Fund, Washington, D,C,
- GOLDSMITH, R. W. (1969): *Financial Structure and Development*, Yale University Press, New Haven,
- GUTIÉRREZ, M. (2007): «Savings in Latin America after the mid 1990s, Determinants, constraints and policies», *Documentos de Trabajo CEPAL, Serie Macroeconomía del Desarrollo*, 57,
- HERMES, N. y LENSINK, R. (2005): «Does financial liberalization influence saving, investment and economic growth, Evidence from 25 emerging market economies 1973-1996», *UNUWIDER Research Paper*, 2005/69,
- KOSE, M. A.; PRASAD, E.; ROGOFF, K. y WEI, S-J. (2006): «Financial globalization: a reappraisal», *IMF Working Paper*, WP/06/189,
- KRUEGER, A. O. (2006a): *Evolution or Revolution: the Changing Role of the IMF in the Global Economy*, Discurso al International Development Club, Graduate School of Business, Stanford University, Stanford, 23 febrero,
- KRUEGER, A. O. (2006b): *Striving for Success: Growth, Globalization and Economic Policy Reform*: Discurso al Institute for the Economy in Transition, Moscú, 20de marzo,
- KUCYNSKY, P. P. (2003): «The financial system», En Kucynsky, P,P, y Williamson, J,E, (eds.) *After the Washington Consensus: Restarting Growth and Reform in Latin America*: 103-121, Institute for International Economics, Washington D,C,

- LEVINE, R. (1997): «Financial developments and economic growth: views and agenda», *Journal of Economic Literature*, 35: 688-726,
- (2004): «Finance and growth: theory and evidence», *NBER Working Paper Series*, 10766,
- LORA, E. (2001): «Las reformas estructurales en América Latina: qué se ha reformado y como medirlo», *Documento de Trabajo Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo*, 465,
- LORA, E. y PANIZZA, U. (2002): «Un escrutinio a las re-formas estructurales en América Latina», *Documento de Trabajo Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo*, 471,
- MCKINNON, R. (1973): *Money and Capital in Economic Development.*; Brookings Institution, Washington, D,C,
- MORLEY, S. A.; MACHADO, R. y PETTINATO, S. (1999): «Indexes of structural reforms in Latin America», *Documentos de Trabajo CEPAL, Serie Reformas Económicas*, 12,
- NISSANKE, M. y STEIN, H. (2003): «Financial globalization and economic development: toward an institutional foundation», *Eastern Economic Journal*, 29(2): 287-308,
- ROJAS-SUÁREZ, L. (2003): «Monetary Policy and Exchange Rates: Guiding Principles for Sustainable Regime», En Kucynsky, P,P, y Williamson, J, (eds.) *After the Washington Consensus: Restarting Growth and Reform in Latin America*: 23-155, Institute for International Economics, Washington D,C,
- RATO, R. (2006): *The IMF's Medium-Term Strategy: Meeting the Needs of Emerging Market Members*, Discurso al Banco de México, México, 23 de marzo,
- RIVERA, E. y RODRÍGUEZ, A. (2007): «Competencia y regulación en la banca de Centroamérica y México, Un estudio comparativo», *Competencia bancaria en México*, *Documentos de Trabajo CEPAL, Serie Estudios y Perspectivas*, 71,
- RODRIK, D. (2006): «Goodbye Washington Consensus, hello Washington Confusion?», Mimeo, disponible en <http://www.ksg.harvard.edu/rodrrik> (próxima publicación en *Journal of Economic Literature*),
- RODRIK, D.; SUBRAMANIAN, A. y TREBBI, F. (2004): «Institutions rule: the primacy of institutions over geography and integration in economic development», *Journal of Economic Growth*, 9: 131-165,
- Shaw, E. S. (1973): *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, Nueva York,
- SINGH, A. (2006): «Macroeconomic Volatility: the Policy Lessons from Latin America»: *IMF Working Paper WP/06/166*,
- STALLINGS, S. (2006): *Financiamiento para el Desarrollo, América Latina desde una Perspectiva Comparada*, CEPAL, Santiago de Chile,
- STEIN, H. y ROSEFELDE, S. (2005): «Introduction to Issues in Finance, Corporate Control, and Growth: Lessons from Developing and Transitional Economies», *Eastern Economic Journal*, 31(2): 210-217,
- STIGLITZ, J. E. (2000): «Capital market liberalization, economic growth and instability»: *World Development*, 28(6): 1075-1086,
- (2003): «Globalization and growth in emerging markets and the New Economy», *Journal of Policy Modelling*, 25: 505-524,
- (2004): «Capital-market liberalization, globalization and the IMF», *Oxford Review of Economic Policy*, 20(1): 57-71,
- THIEL, M. (2001): «Finance and economic growth: a review of theory and the available evidence», *Economic Paper*, nº 158, Directorate general for Economic and Financial Affairs,
- VIDAL, G, y GUILLÉN, A. (coor.) (2007): *Repensar la Teoría del Desarrollo en un Contexto de Globalización*, Buenos Aires, CLACSO,
- WILLIAMSON, J. (ed.) (1990): *Latin American Adjustment, How much has happened?*, Institute for International Economics, Washington D,C,
- (2003) «An agenda for restating growth and reform», En Kucynsky, P,P, y Williamson, J, (eds) *After the Washington Consensus: Restarting Growth and Reform in Latin America*: 1-19, Institute for International Economics, Washington D,C,
- (2005): «Curbing the Boom-Bust Cycle: Stabilizing Capital Flows to Emerging Markets», *Policy Analyses in International Economics 75*, Institute for International Economics, Washington D,C,
- WYPLOSZ, C. (2001): «How risky is financial liberalization in the developing countries?», *G-24 Discussion Paper Series*, UNCTAD, Centre for International Development Harvard University, Washington, D,C,
- ZETTELMEYER, J. (2006) «Growth and Reforms in Latin America: A Survey of Facts and Arguments»: *IMF Working Paper WP/06/210*,