

Desarrollo financiero y determinantes: análisis comparativo para Ecuador

Washington Macías Rendón / Diana Cumbe González
Michael Mora Salazar / Ricardo Consuegra Bosquez

RESUMEN

Se analizaron varios indicadores sobre desarrollo del mercado financiero en general, y del mercado de valores en particular, así como sus determinantes. El estudio muestra la situación del Ecuador en cada una de estas variables en comparación con una muestra de países. Mediante un análisis factorial aplicado a 20 indicadores, se obtuvieron cuatro medidas de desarrollo financiero y los siguientes determinantes: aspectos institucionales generales, apertura al comercio e inversión, protección al inversionista. Ecuador mostró un bajo nivel de desarrollo financiero y de su mercado de valores, en comparación a países de Latinoamérica y el resto de la muestra, lo cual se explica por los bajos puntajes obtenidos en los determinantes mencionados. Finalmente, un análisis econométrico confirmó lo que sostienen estudios previos: países con mejor ambiente institucional y de protección al inversionista, y con mayor apertura al comercio e inversión extranjera, tienen más posibilidades de desarrollo de sus mercados financieros.

PALABRAS CLAVE

desarrollo financiero, mercado de valores, mercado accionario, mercado de bonos, Ecuador.

ABSTRACT

We analyzed several metrics about overall financial development, stock and bond markets development, and its determinants. The study shows Ecuador's position in these variables, compared to a sample of countries. Using a factorial analysis applied to 20 metrics, four measures of financial development and the following determinants were obtained: general institutional aspects, openness to trade and investment, investor protection. Ecuador showed a low level of financial, stock and bond market development, compared to the countries of Latin America and the rest of the sample, which is explained by low scores on the mentioned determinants. Finally, through an econometric analysis we confirmed what have been shown in previous studies: countries with better institutional environment and investor protection, and greater openness to trade and foreign investment are more likely to experience further development of their financial markets.

KEYWORDS

financial development, stock market, bond market, Ecuador.

Introducción

El propósito de los mercados financieros es permitir la transferencia de fondos desde ahorradores (o prestamistas) hacia los sectores productivos (o prestatarios), eficientemente (Copeland, Weston y Shastri, 2005). En una revisión de investigaciones sobre la relación entre desarrollo financiero y crecimiento económico, Levine (2005) resume tres conclusiones principales: (1) los países cuyos bancos¹ y mercados de valores funcionan mejor, crecen más rápido, sin importar que el país esté basado más en uno u otro tipo de mercado (bancos o mercado de valores); (2) la conclusión previa se mantendría una vez considerado el sesgo de simultaneidad (crecimiento también influye en el desarrollo financiero); y (3) el mecanismo por el cual el desarrollo financiero influye en el crecimiento sería que los sistemas financieros que funcionan bien permiten reducir las restricciones de financiamiento externo que enfrentan las empresas y las industrias para su expansión. Como indica Huang (2010), una vez aceptada la relación positiva entre desarrollo financiero y crecimiento, surge el interés en estudiar cuáles son los determinantes de dicho desarrollo.

En los últimos años se ha estado discutiendo en el Ecuador un proyecto de Ley que pretende ser el marco para incentivar el desarrollo del mercado de valores, considerando la relevancia que tendría para la economía del país y el “estancamiento” en que se encuentra el mercado, evidenciado en un pequeño tamaño y baja liquidez (Rosero, 2010). En nuestra opinión, para diseñar políticas tendientes a promover el desarrollo del mercado financiero, se necesita conocer las condiciones en que se encuentran las variables que determinan dicho desarrollo. En esa línea, el propósito de este estudio es medir y

comparar el desarrollo del mercado financiero ecuatoriano, con énfasis en el mercado de valores, y sus determinantes.

Consideramos que este análisis es relevante ya que permite contar con una fotografía de la situación en que se encuentran las variables que inciden en el desarrollo financiero, comparando el caso de Ecuador con una muestra de países a nivel mundial, de manera que sirva como una línea base para diseñar y dirigir las políticas públicas en este ámbito. El trabajo de Rosero (2010) muestra algunas características del mercado de valores ecuatoriano y señala posibles causas de tipo estructural, por lo que el trabajo actual serviría de complemento mostrando otras medidas de desarrollo del mercado financiero, en particular del mercado de valores, y de sus determinantes.

La siguiente sección presenta una revisión de literatura sobre desarrollo financiero y sus determinantes. La tercera sección describe la metodología a utilizar para identificar los determinantes de desarrollo financiero y comparar los países. La cuarta sección presenta y discute los resultados de la metodología aplicada, y, en la última sección, se presentan las conclusiones del estudio.

Revisión de Literatura

Mercados financieros y crecimiento económico

Varios estudios (Smith y Boyd, 1998; Levine y Zervos, 1998; Huybens y Smith, 1999) han mostrado que existe relación positiva entre el desarrollo de los mercados financieros y el crecimiento económico. Esta relación se atribuye a que los sistemas financieros que funcionan bien permiten aliviar las restricciones de financiamiento externo que enfrentan las empresas y las industrias para su expansión (Levine, 2005). Además, el desarrollo del mercado financiero reduce los costos de transacción y de búsqueda

1 Se utilizará el término “banco” para referirse a los intermediarios financieros o al sistema bancario.

de información para los inversionistas y las empresas que buscan fondos, produciendo una mejor asignación de los recursos y contribuyendo al crecimiento de largo plazo de la economía (Beck y Levine, 2002).

Estudios más recientes sobre la relación mercado financiero - crecimiento económico incluyen medidas de desarrollo tanto del mercado de intermediación financiera, como del mercado de valores, simultáneamente, para medir su efecto conjunto en el crecimiento económico. Ambas medidas han resultado ser estadísticamente significativas (Beck y Levine, 2004). Se sostiene que el mercado de valores mitiga las ineficiencias del sistema bancario, ya que es una forma de competencia y contribuye a actividades creativas (innovaciones financieras, variedad de títulos) (Allen y Gale, 2000).

¿Qué es y cómo se mide el desarrollo financiero?

Los estudios han mostrado diversas formas de medir el desarrollo financiero, lo que sugiere que hay varios aspectos del mismo. El desarrollo financiero se evidencia en: el tamaño global del sector financiero en relación con la economía, el tamaño de los intermediarios en relación a los activos del Banco Central, o el nivel de crédito otorgado por los intermediarios al sector privado. El desarrollo también se evidencia por la eficiencia del sector bancario. En el caso del mercado de valores, el desarrollo se cuantifica con los niveles de capitalización con respecto al tamaño de la economía y con el grado de liquidez de los títulos que se transan (Huang, 2010; Levine, 2005).

Los indicadores seleccionados con los que se pretende capturar los diversos aspectos del desarrollo del mercado bancario son:

- **Pasivos líquidos (% del PIB).** Los pasivos líquidos es un indicador tradicional de la profundidad financiera

de una economía. Es igual a la moneda, depósitos a la vista y pasivos que devengan intereses de los bancos y otros intermediarios financieros, divididos por el PIB. Este es el mayor indicador disponible de la intermediación financiera, ya que incluye todos los bancos e instituciones financieras no bancarias (Beck, Demirgüç-Kunt y Levine, 2000, 2009).

- **Commercial-Central Bank (BTOT).** Definido como el ratio de los activos de los bancos comerciales para la suma de los activos de los bancos comerciales y bancos centrales (Beck, Demirgüç-Kunt y Levine, 2000, 2009).
- **Crédito interno al sector privado (% del PIB).** Se refiere a los recursos financieros otorgados al sector privado, por ejemplo mediante préstamos, compra de valores que no constituyen una participación de capital y créditos comerciales y otras cuentas por cobrar, que crean un derecho de reembolso. En el caso de algunos países, estos derechos incluyen el crédito a empresas públicas (Beck, Demirgüç-Kunt y Levine, 2000, 2009).
- **Margen de interés neto (% del PIB).** Calculado como el valor contable de los ingresos netos por intereses del banco como proporción de sus activos productivos totales. Es una medida de eficiencia bancaria; los niveles más altos de los márgenes de interés neto indican que existen niveles más bajos de eficiencia bancaria, ya que los bancos incurren en costos más altos y hay una brecha mayor entre las tasas de interés de los préstamos y las de los depósitos (Beck, Demirgüç-Kunt y Levine, 2000, 2009).

Para el mercado de valores, se definen los siguientes indicadores:

- **Capitalización Bursátil (% del PIB).** Es igual al valor de las acciones cotizadas dividido para el PIB. Indica el tamaño del mercado accionario en relación con el tamaño de la economía (Beck, Demirgüç-Kunt y Levine, 2000, 2009).
- **Acciones negociadas, valor total (% del PIB).** Es igual al total de acciones negociadas en las bolsas de mercado de valores dividido para el PIB. Mide la actividad del volumen negociado del mercado de valores como parte de la producción nacional y debería reflejar el grado de liquidez que los mercados accionarios proporcionan a la economía (Beck, Demirgüç-Kunt y Levine, 2000, 2009).
- **Índice de Rotación (*Turnover* ratio).** Mide la actividad y liquidez de un mercado accionario en relación a su tamaño. El *Turnover* es el valor de las transacciones (determinado por el volumen de transacción) dividido para la capitalización bursátil (que denota el tamaño del mercado de acciones) (Beck, Demirgüç-Kunt y Levine, 2000, 2009).
- **Total de Bonos (% del PIB).** Es un indicador del tamaño del mercado interno de bonos privados y públicos, lo que equivale al valor total en circulación de títulos de deuda interna emitidos por entidades públicas y privadas, dividido para el PIB (Beck, Demirgüç-Kunt y Levine, 2000, 2009).
- **Valor de Bonos Transados (% del PIB).** Es el valor de negociación de los bonos, calculado como el número total de bonos negociados multiplicados por sus respectivos precios.

Fuente: *World Federation of Exchanges* (2013).

Determinantes del desarrollo financiero

Determinantes institucionales

La Porta et al. (1998) argumentan que el origen del código legal determina el tratamiento que se le da a los acreedores y a los accionistas y la eficiencia de la ejecución de los contratos. Aquellos países que poseen un código legal basado en el derecho común tienden a proteger a la propiedad privada, mientras los países con un código legal basado en el derecho civil francés tienden a preocuparse más por los derechos del Estado. Por lo tanto, los países con derecho civil francés es más probable que demuestren un ineficaz cumplimiento de los contratos con los inversionistas, que derivaría en un mayor grado de corrupción y, como consecuencia, un menor desarrollo de los sistemas financieros.

Para capturar este determinante, se han seleccionado los siguientes indicadores:

- **Fuerza de protección al inversionista.** Representa la combinación del Índice del grado de divulgación (transparencia de las transacciones), el grado de responsabilidad de los directores, y la capacidad de los accionistas de demandar a los funcionarios y directores de mala conducta. Fuente: *Doing Business 2012: Haciendo negocios en un mundo más transparente* (Banco Mundial, 2012).
- **Protección de los intereses de los accionistas minoritarios.** Obtenido de la encuesta² realizada dentro del Reporte de Competitividad Global 2012-2013 (World Economic Forum, 2013).
- **Índice de derechos legales.** Representa el grado de protección jurídica de los derechos de prestamistas y

² Medido por medio de la pregunta: En su país, ¿En qué medida los intereses de los accionistas minoritarios son protegidos por el ordenamiento jurídico? (1 = No protegidos en lo absoluto; 7 = Totalmente protegidos)

prestarios, que como consecuencia facilita la consecución de préstamos. Fuente: *Doing Business 2012: Haciendo negocios en un mundo más transparente* (Banco Mundial, 2012).

Otros aspectos institucionales generales considerados por Huang (2010) tienen que ver con el grado de democracia, el respeto a las libertades civiles y derechos políticos, la estabilidad política y calidad de gobierno. En general, se considera que países con mejores instituciones son un ambiente propicio para que el mercado financiero se desarrolle más (Huang, 2010). Se identificaron los siguientes indicadores para capturar estos aspectos:

- **Democracia institucionalizada.** Concebida como tres elementos interdependientes: (1) la presencia de las instituciones y los procedimientos mediante los cuales los ciudadanos pueden expresar sus preferencias sobre políticas alternativas y los líderes, (2) la existencia de restricciones institucionalizadas en el ejercicio del poder por parte del ejecutivo, y (3) la garantía de las libertades civiles de todos los ciudadanos en su vida cotidiana y en los actos de participación política. El indicador se tomó de la base de datos *Polity IV Project, Political Regime Characteristics and Transitions, 1800-2012*.
- **Índice de Estabilidad Política.** Calculado como el número de años desde la última transición en el tipo de régimen. Fuente: *Polity IV Project, Political Regime Characteristics and Transitions, 1800-2012*.
- **Índice de libertades civiles y derechos políticos.** Está basado en libertad de expresión y creencias, derechos humanos, derechos económicos, elecciones justas, partidos políticos competitivos, el papel de la oposición en el poder, grado de autonomía de

las instituciones. Fuente: *Freedomhouse* (2013)

- **Índice de calidad del gobierno.** Está basado en el grado de rendición de cuentas, estabilidad política-ausencia de violencia, efectividad del gobierno, calidad regulatoria, estado de derecho y control de la corrupción. Índice derivado de evaluaciones de los expertos de todo el mundo (*The Worldwide Governance Indicators*, 2013).

Adicionalmente, en vista de que el presente estudio tiene un enfoque principal en el mercado de valores, se ha considerado incluir dentro de las variables de estudio la **eficacia de la regulación y supervisión de los mercados de valores**. Se tomó el indicador del Reporte de Competitividad Global 2012-2013 (*World Economic Forum*, 2013)³.

Determinantes sobre apertura de la economía

Huang (2010) muestra que en países con mayor apertura comercial se espera un mayor desarrollo del mercado de intermediación financiera y del mercado de valores. Se denomina **apertura comercial** a la capacidad de un país de transar bienes y servicios con el resto del mundo. El indicador utilizado es: Exportaciones de bienes y servicios (% del PIB) + Importaciones de bienes y servicios (% del PIB), tomado del Banco Mundial.

En este estudio también hemos considerado la apertura a la inversión extranjera como otra dimensión de la apertura de la economía. Se han identificado dos indicadores: uno es la inversión extranjera directa y otro es la percepción del impacto en los negocios que tienen las normas sobre inversión extranjera en un país determinado.

³ Medido por medio de la pregunta: ¿Cómo valora usted la regulación y supervisión de los mercados de valores de su país? (1 = Ineficaz; 7 = Eficaz).

- **Inversión extranjera directa (% del PIB).** Constituye la entrada neta de inversiones para obtener un control de gestión duradero (por lo general, un 10% o más de las acciones que confieren derecho de voto) de una empresa que funciona en un país que no es el del inversionista. Es la suma del capital accionario, la reinversión de las ganancias, otras formas de capital a largo plazo y capital a corto plazo, tal como se describe en la balanza de pagos. La serie utilizada muestra las salidas netas de inversiones desde la economía informante hacia el resto del mundo y se divide por el PIB (Banco Mundial, 2013).
- **Impacto en el negocio de las normas sobre la Inversión Extranjera Directa (IED).** Medido de manera perceptual en la encuesta⁴ de *The Worldwide Governance Indicators* (2013).

⁴ Medido por medio de la pregunta: ¿En qué medida las normas afectan a la inversión extranjera directa? (1 = Desalientan fuertemente a la IED; 7 = Fomentan totalmente a la IED).

Tabla #1**Lista de países y Bolsas de Valores**

Pais	Bolsa de Valores
Desarrollados	
Alemania	Deutsche Börse
Australia	Australian SE
EEUU	NYSE Euronext (us)
Japón	Japan Exchange Group – Tokyo
Reino Unido	London SE Group
Turquía	IMKB
BRICS*	
China	Shanghai SE
India	BSE India
Rusia	MICEX
Sudáfrica	Johannesburg SE
Latino América	
Argentina	Buenos Aires SE
Brasil*	BM&FBOVESPA
Chile	Santiago SE
Colombia	Colombia SE
Ecuador	Bolsa de Valores de Guayaquil, Bolsa de Valores de Quito
México	Mexican Exchange
Perú	Lima SE
Otros países	
Corea del Sur	Korea Exchange
Egipto	Egyptian Exchange
España	BME Spanish Exchanges
Irlanda	Irish SE
Luxemburgo	Tel Aviv SE
Malasia	Luxembourg SE
Noruega	Bursa Malaysia
Singapur	Oslo Børs
Suecia	Singapore Exchange
Suiza	NASDAQ OMX Nordic Exchange
Tailandia	SIX Swiss Exchange
Irlanda	The Stock Exchange of Thailand
Polonia	Warsaw SE

Fuente: World Federation of Exchanges, Superintendencia de Compañías del Ecuador
*Brasil también es considerado un BRICS

Metodología de investigación**Muestra**

Se seleccionó una muestra que contenía países desarrollados, emergentes, y en especial, los países latinoamericanos para comparar la situación de Ecuador en relación con el resto. La lista de países y las respectivas bolsas de valores se muestra en la tabla #1.

Se recopilaron datos de distintas fuentes secundarias para el año 2011, en vista que era el periodo más reciente para el que todas las fuentes presentaban información para los indicadores seleccionados en el estudio (tabla #2).

Tabla #2**Fuente de datos de los indicadores del estudio**

Indicador	Fuente
Desarrollados	
1. Pasivos líquidos (% del PIB)	Banco Mundial: Financial Development and Structure Dataset
2. Commercial-Central Bank (BTOT)	Banco Mundial: Financial Development and Structure Dataset
3. Crédito interno al sector privado (% del PIB)	Banco Mundial: Financial Development and Structure Dataset
4. Margen de interés neto (% PIB)	Banco Mundial: Financial Development and Structure Dataset
5. Capitalización Bursátil (%del PIB)	Banco Mundial: Financial Development and Structure Dataset
6. Acciones negociadas, valor total (% del PIB)	Banco Mundial: Financial Development and Structure Dataset
7. Índice de Rotación (Turnover ratio)	Banco Mundial: Financial Development and Structure Dataset
8. Total de Bonos (% del PIB)	Banco Mundial: Financial Development and Structure Dataset
9. Valor de Bonos Transados (% del PIB)	World Federation of Exchanges Database http://www.world-exchanges.org/statistics
10. Fuerza de protección al inversionista	Doing Business 2012 (Banco Mundial, 2012)
11. Protección de los intereses de los accionistas minoritarios	Reporte de Competitividad Global 2012-2013 (World Economic Forum, 2013)
12. Índice de derechos legales	Doing Business 2012 (Banco Mundial, 2012)
13. Democracia institucionalizada	Polity IV Project Dataset http://www.systemicpeace.org/inscr/inscr.htm
14. Índice de Estabilidad Política	Polity IV Project Dataset http://www.systemicpeace.org/inscr/inscr.htm
15. Índice de libertades civiles y derechos políticos	Freedomhouse (2013)
16. Índice de calidad de gobierno	The Worldwide Governance Indicators (2013)
17. Eficacia de la regulación y supervisión de los mercados de valores.	Reporte de Competitividad Global 2012-2013 (World Economic Forum, 2013)
18. Apertura comercial (% del PIB)	Banco Mundial http://datos.bancomundial.org/
19. Inversión extranjera directa (IED) (% del PIB)	Banco Mundial http://datos.bancomundial.org/
20. Impacto en el negocio de las normas sobre la IED	The Worldwide Governance Indicators (2013).

Análisis de componentes principales y análisis factorial

Considerando que se cuenta con 20 indicadores que miden el desarrollo financiero y sus determinantes, se aplicó el análisis factorial con el objetivo de reducir la dimensión de la base de datos y encontrar variables ficticias (factores) que agrupen las 20 variables originales. Se realizó el análisis factorial en dos grupos de variables:

1. Sobre la base de la metodología de Huang (2010), se realizó un análisis de componentes principales a los indicadores de desarrollo financiero, con el objetivo de representar los siguientes aspectos del desarrollo mediante la combinación

lineal de los indicadores pertinentes en cada caso:

a. Desarrollo financiero general (FD), combinando los indicadores 1 a 9.

b. Desarrollo del mercado bancario (FD-BANK), combinando los indicadores 1 a 4.

c. Desarrollo del mercado accionario (FDS-TOCK), combinando los indicadores 5 a 7.

d. Desarrollo del mercado de bonos (FD-BOND), combinando los indicadores 8 y 9.

e. Tamaño del mercado financiero (FDSIZE), combinando los indicadores 1 y 5.

2. Se aplicó el Análisis Factorial a los indicadores de los determinantes, con el objetivo de confirmar si estos indicadores se agrupaban y reflejaban los respectivos determinantes de desarrollo

financiero identificados en la literatura. Esto se trabajó con los indicadores 10 a 20.

Análisis comparativo

Con las dimensiones de desarrollo financiero y los determinantes resultantes del análisis factorial, se realizaron comparaciones entre Ecuador y una muestra de países a nivel mundial.

Modelos de regresión

Se corrieron modelos que relacionen los determinantes con las distintas dimensiones de desarrollo financiero, utilizando una

muestra de corte transversal (por países para un periodo determinado).

Presentación y análisis de resultados

Análisis de componentes principales

En la tabla #3 se presentan las cargas factoriales de los componentes principales, construidos como una combinación lineal de los indicadores pertinentes. La medida global de desarrollo financiero (FD) tiene la menor varianza explicada, lo que sugiere que hay aspectos diversos del desarrollo financiero que no logran ser explicados fuertemente con un solo factor. La medida de desarrollo del mercado de bonos (FDBOND) muestra un porcentaje medio de varianza explicada, debido a una correlación media (0,6) entre los dos indicadores que lo componen. Recordemos que el análisis de componentes principales es más apropiado en la medida que se tengan altas correlaciones entre las variables que se pretenden agrupar.

Análisis factorial a los indicadores de los determinantes

Mediante la aplicación del análisis factorial, la muestra de indicadores sobre determinantes de desarrollo financiero se simplificó a tres componentes o factores, los cuales denominamos institucionalidad general (INS_GENER), apertura (OPENNESS), protección al inversionista (INS_PROT), que serán utilizados más adelante en los modelos de re-

gresión. En nuestra opinión, esta conformación concuerda con lo mostrado en trabajos previos sobre determinantes de desarrollo financiero. La matriz de componentes rotados (Tabla #4) muestra las cargas factoriales más altas obtenidas⁵.

Tabla #4

Matriz de componentes rotados

	Componentes		
	1	2	3
Inversión extranjera directa		,943	
Apertura comercial		,918	
Impacto en el negocio de las normas sobre la IED		,575	,478
Índice de Democracia	,867		
Índice de Estabilidad Política	,641		
Índice de libertades civiles y derechos políticos	,940		
Índice de calidad del gobierno	,883		
Regulación y supervisión de los mercados de valores	,508		
Fuerza de la protección al Inversionista			,901

Nota: Método de extracción: Análisis de componentes principales; Método de rotación: Varimax con normalización Kaiser; Rotación convergió en 5 iteraciones.

La figura 1 y tabla #5 muestran la situación de Ecuador en los distintos aspectos de desarrollo financiero en comparación con los países de América Latina incluidos en la muestra. De los datos se puede interpretar que el país tiene un bajo nivel de desarrollo en todos sus aspectos. De los países de la muestra, sólo Argentina está en peor situación que Ecuador, excepto en el mercado accionario donde Ecuador presenta el menor desarrollo. El país con mayor medida global

Tabla #3

Valor propio, varianza explicada y cargas factoriales en los primeros componentes principales

Dimensión desarrollo	Valor Propio	% var	LIQ_LIAB	BTOT	CRED_PRIV	NETM	STOCK_MV	NEGOT_STOCK	TURN_OVER	BOND_VALUE	NEGOT_BOND
FD	4,433	49,3	,697	,827	,946	-,781	,591	,727	,519	,714	,319
FDBANK	2,956	73,9	,866	,805	,927	-,836					
FDSTOCK	1,902	63,4					,544	,976	,808		
FDBOND	1,060	53,0								,728	,728
FDSIZE	1,406	70,3	,838				,838				

Nota: LIQ_LIAB: Pasivos líquidos (% del PIB); BTOT: Commercial-Central Bank (BTOT); CRED_PRIV: Crédito interno al sector privado (% del PIB); NETM: Margen de interés neto (% PIB); STOCK_MV: Capitalización Bursátil (% del PIB); NEGOT_STOCK: Acciones negociadas, valor total (% del PIB); TURNOVER: Índice de Rotación (Turnover ratio); BOND_VALUE: Total de Bonos (% del PIB); NEGOT_BOND: Valor de Bonos Transados (% del PIB)

⁵ Se omitieron en el cuadro valores inferiores a 0,4.

Tabla #5

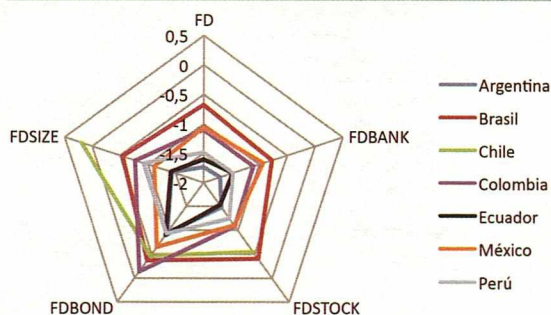
Desarrollo Financiero y Determinantes: Ecuador versus países de América Latina

País	FD	FDBANK	FDSTOCK	FDBOND	FDSIZE	INS_GENER	OPENNESS	INS_PROT
Argentina	-1,73593	-1,70782	-1,48253	-0,94388	-1,42786	-0,09929	-0,76138	-1,34864
Brasil	-0,67755	-0,76842	-0,40433	-0,36543	-0,54972	0,05452	-0,11962	-0,92892
Chile	*	*	-0,54968	-0,45888	0,20098	0,3923	0,45846	-0,62768
Colombia	1,060	-1,1005	-1,07802	-0,1371	-0,77414	-0,76135	-0,5458	0,44267
Ecuador	1,406	-1,47881	-1,52689	-0,89593	-1,40849	-0,8487	-0,5307	-1,60092
México	1,060	-0,9272	-1,10027	-0,64553	-1,11555	-0,53131	-0,31451	-0,37559
Perú	1,060	-1,47047	-1,24555	-0,92486	-0,9197	-0,43049	-0,35327	0,14166

*No presentaba datos de al menos uno de los indicadores

de desarrollo financiero es Brasil⁶, mientras que Chile presenta el mayor tamaño de mercado financiero y accionario. Por otro lado, Colombia muestra el mayor puntaje en desarrollo del mercado de bonos. Recordemos que los indicadores miden el nivel de desarrollo relativo al tamaño de las economías.

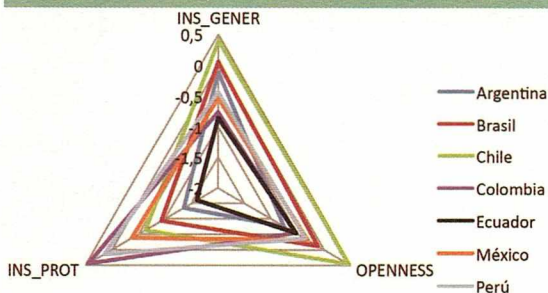
Figura #1 Desarrollo financiero: Ecuador versus países de América Latina



En cuanto a los determinantes del desarrollo financiero, la situación de Ecuador también es mala. En dos de los tres determinantes presenta el nivel más bajo de los países latinoamericanos de la muestra: aspectos institucionales generales (INS_GENER) y protección a los inversionistas (INS_PROT). Sólo Argentina presenta un menor nivel en lo que respecta a la apertura al comercio e inversiones (OPENNESS). Chile y Brasil, en ese orden, muestran los mayores niveles de los determinantes INS_GENER y OPENNESS, mientras que Colombia y México están a la cabeza en cuanto a INS_PROT.

Si comparamos con los promedios por grupos de países, vemos que los países de-

Figura #2 Determinantes: Ecuador versus países de América Latina



sarrollados tienen mayores niveles de desarrollo financiero y mayores puntajes en la mayoría de los determinantes. Los BRICS se muestran como el segundo grupo con mayor desarrollo financiero.

Figura #3 Desarrollo Financiero: Ecuador y grupos de países

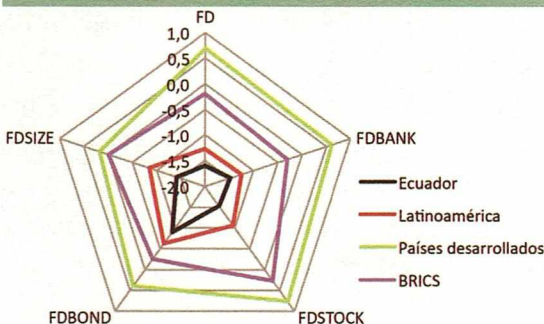
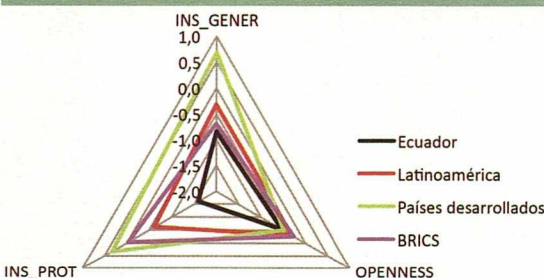


Figura #4 Determinantes: Ecuador y grupos de países



6 Al menos algún indicador que conforma esta medida global de desarrollo financiero no estaba disponible para Chile, por lo cual no se pudo calcular su puntaje.

Tabla # 6**Desarrollo Financiero y Determinantes: Ecuador y grupos de países**

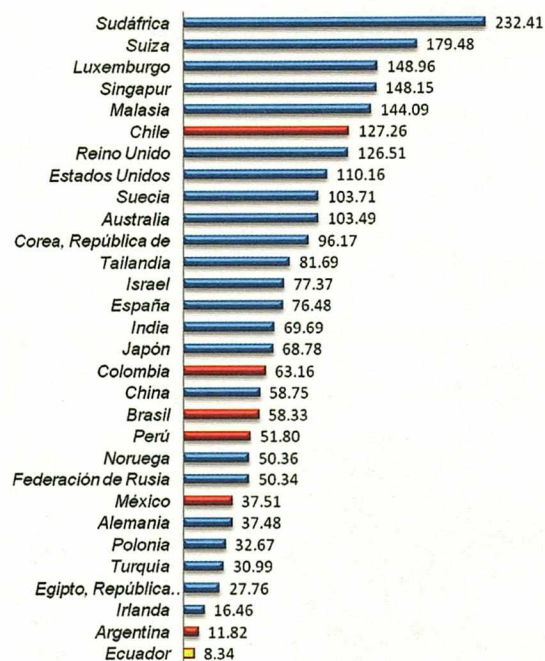
País	FD	FDBANK	FDSTOCK	FDBOND	FDSIZE	INS_GENER	OPENNESS	INS_PROT
Ecuador	-1,5986	-1,4788	-1,5269	-0,8959	-1,4085	-0,8487	-0,5307	-1,6009
Latinoamérica	-1,2747	-1,2422	-1,0553	-0,6245	-0,8564	-0,3178	-0,3095	-0,6139
Países desarrollados	0,6861	0,6099	0,7616	0,4005	0,1883	0,6870	-0,4961	0,3376
BRICS	-0,1882	-0,2982	0,2641	-0,2554	-0,0080	-0,6903	-0,2602	-0,0333

Adicionalmente, y con el objetivo de tener una impresión más detallada del desarrollo del mercado de valores en el Ecuador con relación al resto del mundo, se presentan algunos rankings sobre capitalización bursátil (tamaño del mercado accionario) y el ratio de liquidez (*Turnover*) (figuras 5 y 6). Se observa que el país tiene los menores niveles en estos indicadores⁷.

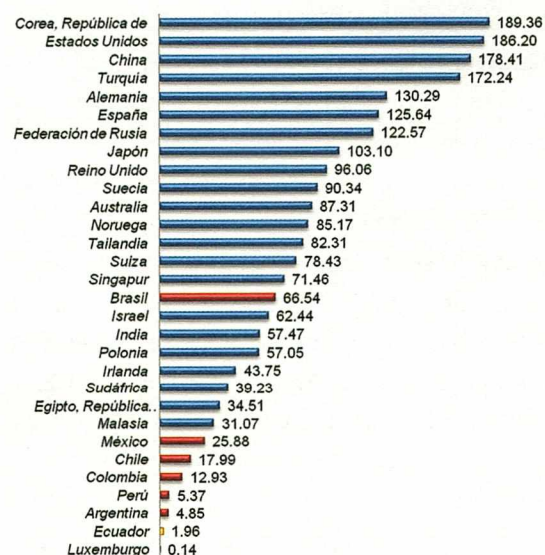
Un análisis más cercano al mercado ecuatoriano

En particular, el ratio *Turnover* mencionado anteriormente evidencia el pequeño tamaño del mercado secundario de acciones en el país, como señala Rosero (2010). Esto guarda relación con el hecho de que en el Ecuador los títulos que más se transan son de renta fija (97% en el 2011), dejando un porcentaje mínimo a la renta variable (3%) (figura 7). Además, los títulos de renta fija que en su mayoría se transan corresponden a títulos emitidos por el sector público y el sector privado financiero, lo que muestra que el sector productivo tiene una baja participación en el mercado de valores.

⁷ En el Anexo 1 se presenta el puntaje de Ecuador en los distintos indicadores utilizados en este estudio.

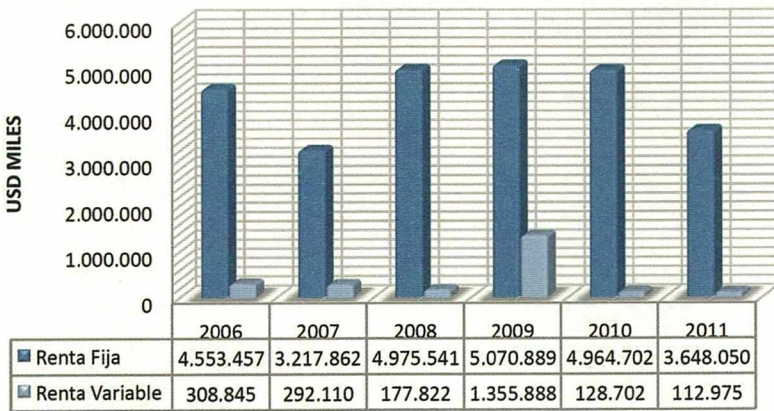
Figura #5 Ranking de Capitalización Bursátil

Elaboración: autores

Figura #6 Ranking del ratio de liquidez

Elaboración: autores

Figura #7 Montos transados renta fija y renta variable (Ecuador)



Fuente: Base de datos Superintendencia de Compañías. Elaboración: Autores

Para profundizar en el diagnóstico de la situación del mercado de valores ecuatoriano, a continuación se presentan dos figuras que relacionan el nivel de capitalización accionario con variables medidas a nivel perceptual entre expertos consultados en los distintos países: facilidad de financiamiento en el mercado accionario⁸ y protección de los intereses de los accionistas minoritarios⁹. Se observa una relación positiva entre estas variables con el nivel de capitalización bursátil en los países.

Figura #9 Capitalización bursátil (Y) versus percepción de protección al accionista minoritario (X).

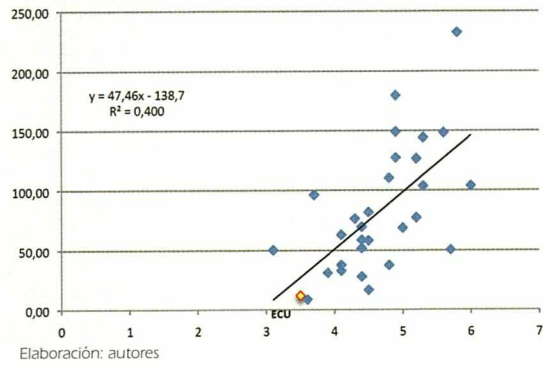
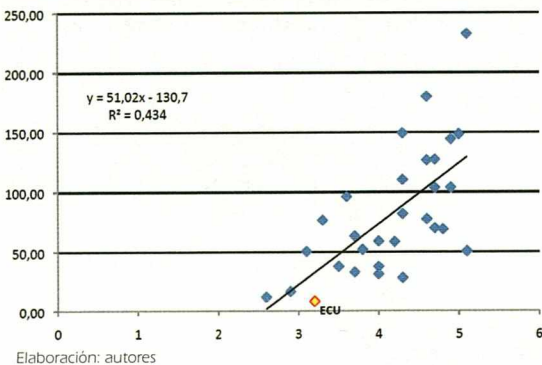


Figura #8 Capitalización bursátil (Y) versus percepción de facilidad de financiamiento en el mercado accionario (X).



Mediante el análisis econométrico se estimó si los determinantes (INS_GENER, OPENNESS, INS_PROT) guardaban relación con el desarrollo financiero, como lo sugieren los estudios previos revisados. Los distintos aspectos de desarrollo financiero se usaron como variables dependientes. Los resultados se muestran en la tabla #7.

⁸ Medido mediante la pregunta: ¿Qué tan fácil es levantar capital mediante la emisión de acciones en el mercado de valores dentro de su país? (1=Muy difícil; 7=Muy fácil). Fuente: Reporte de Competitividad Global 2012-2013 (World Economic Forum, 2013)

⁹ Fuente: Reporte de Competitividad Global 2012-2013 (World Economic Forum, 2013)

Tabla #7**Resumen Regresiones: coeficientes (error estándar), R²**

Modelos	Intercepto	INS_GENER	OPENNESS	INS_PROT	R ²
FD	0,069 (0,170)	0,530 (0,182)**	0,157 (0,205)	0,398 (0,178)**	0,419
FDBANK	0,079 (0,162)	0,487 (0,162)**	0,294 (0,157)*	0,273 (0,162)	0,410
FDSTOCK	0,028 (0,178)	0,305 (0,181)	-0,031 (0,181)	0,311 (0,181)*	0,189
FDBOND	-0,021 (0,181)	0,405 (0,194)**	-0,312 (0,224)	0,286 (0,195)	0,297
FDSIZE	0,070 (0,136)	0,417 (0,138)**	0,520 (0,134)**	0,308 (0,137)**	0,561

* Significativo al 10% ** Significativo al 5%

Los determinantes de institucionalidad - aspectos generales y protección al inversionista - muestran una relación positiva y significativa con la mayoría de dimensiones del desarrollo financiero. El determinante de apertura (OPENNESS) tiene una relación positiva y significativa con la dimensión de tamaño del mercado financiero y el desarrollo bancario.

En cada dimensión de desarrollo financiero, hay al menos un determinante que explica su variabilidad. FDSIZE es explicado por los 3 determinantes, FD y FDBANK por 2, mientras que las dimensiones en donde se muestra un menor poder explicativo del modelo son FDSTOCK y FDBOND.

Con respecto a estas dos últimas dimensiones de desarrollo financiero, que se refieren al mercado de valores, se analizó si algunos de sus componentes eran explicados por los determinantes estudiados. La tabla #8 muestra la relación de los determinantes con las variables de capitalización acciona-

Tabla #8**Resumen Regresiones: coeficientes (error estándar), R²**

Modelos	Intercepto	INS_GENER	OPENNESS	INS_PROT	R ²
CAP_BURSATIL	82,673 (7,801)**	17,660 (7,939)**	20,621 (7,939)**	23,090 (7,939)**	0,446
BOND_VALUE	65,499 (9,527)**	19,746 (10,169)*	-12,461 (9,365)	22,815 (9,654)**	0,316

* Significativo al 10% ** Significativo al 5%

ria y capitalización del mercado de bonos. Los resultados sugieren que los tres determinantes tienen una relación positiva y significativa con el tamaño del mercado accionario (capitalización bursátil, STOCK_MV). En el caso de la capitalización del mercado de bonos (BOND_VALUE), los determinantes

institucionales mostraron una relación positiva y significativa, mientras que la apertura no resultó estadísticamente significativa.

En general, los resultados sugieren que países con mejores instituciones, mayor protección a los inversionistas y una orientación a la apertura, tienen más posibilidades de desarrollar sus mercados financieros, y, en particular, su mercado de valores.

Conclusiones

El propósito de este estudio fue medir y comparar el desarrollo del mercado financiero ecuatoriano, con énfasis en el mercado de valores, y sus determinantes. Este análisis serviría como un diagnóstico para diseñar y dirigir las políticas públicas hacia aquellos aspectos en los que el país tiene debilidades y que, según los resultados de este y otros estudios, sirven de base para el desarrollo del mercado.

Ecuador tiene un bajo nivel de desarrollo financiero, en sus distintas dimensiones estudiadas: tamaño del mercado, desarrollo bancario, desarrollo del mercado accionario y desarrollo del mercado de bonos. El mercado de valores ecuatoriano es un mercado orientado, principalmen-

te a títulos de renta fija, cuya gran parte de los emisores son los intermediarios financieros y el sector público. Esto implica que el sector productivo tiene aún un bajo nivel de aprovechamiento del mercado de valores como fuente de financiamiento de sus actividades y potencial expansión, y, por el contrario, recurre en mayor proporción al mercado de intermediación financiera. Como agravante, el mismo análisis comparativo mostró que la eficiencia de los intermediarios financieros en Ecuador es de las más bajas de la muestra, reflejada en un alto margen de intermediación. Es decir, las empresas recurren principalmente a una fuente de financiamiento más cara que el mercado de valores.

El bajo nivel de desarrollo del mercado financiero ecuatoriano se explica por un bajo puntaje del país en los indicadores que miden la institucionalidad, la protección a los inversionistas, y el grado de apertura al comercio e inversión extranjera. Adicionalmente, hay un factor de percepción negativa entre los agentes sobre la facilidad que tienen las empresas para acceder al financiamiento a través del mercado accionario y sobre la protección a los accionistas minoritarios.

Un análisis final con toda la muestra confirmó lo mostrado en estudios anteriores; que países con mejores instituciones, mayor protección a los inversionistas y una orientación a la apertura de sus mercados, tienen más posibilidades de desarrollar sus mercados financieros, tanto por el lado de la intermediación, como de la desintermediación financiera.

Bibliografía

Allen, F. y D. Gale (2000). *Comparing Financial Systems*, Cambridge, MA: MIT Press

Banco Mundial (2012). *Doing Business 2012: Haciendo negocios en un mundo más transparente*.

Banco Mundial: Financial Structure and Economic Development Database. Recuperado de siteresources.worldbank.org/INTRES/Resources/469232-1107449512766/FinStructure_November_2013.xlsx

Beck, T. y R. Levine (2002). Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market- or Bank-Based System Matter?, *Journal of Financial Economics*, 64: 147-180.

Beck, T. y R. Levine (2004). Stock Markets, Banks and Growth: Panel Evidence, *Journal of Banking and Finance*, 423-442.

Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. y Levine, R. (2000). A New Database on Financial Development and Structure, *World Bank Economic Review* 14, 597-605.

Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. y Levine, R. (2009). Financial Institutions and Markets Across Countries and over Time: Data and Analysis. World Bank Policy Research Working Paper 4943.

Copeland, T. E., Weston, J. F., y Shastri, K. (2005). *Financial theory and corporate policy*. Addison-Wesley.

Freedomhouse (2013). Recuperado de www.freedomhouse.org/

Huang, Y. (2010). *Determinants of Financial Development*. Palgrave Macmillan.

Huybens y Smith. (1999). Inflation, financial markets and long-run real activity. *Journal of Monetary Economics*, 283-315.

La Porta et al. (1998). Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, 106, 1113-55.

Levine y Zervos. (1998). Stock Markets, Banks, and Economic Growth. *The American Economic Review*, 537-558.

Levine. (2005). Finance and Growth: Theory and Evidence. *The National Bureau of Economic Research*, 865-934.

Marshall, M., Jagers, K. y Gurr, T. (2011). *Polity IV Project: Dataset Users' Manual*. Center for Systemic Peace: Polity IV Project.

Polity IV Project Dataset (2013). Recuperado de www.systemicpeace.org/inscr/inscr.htm

Rosero, M. (2010). El desarrollo del mercado de valores en el Ecuador: una aproximación. *Coyuntura*.

Superintendencia de Compañías del Ecuador (2013). Recuperado de www.supercom.com.ec/home.php?blue=c4ca4238a0b923820dcc509a6f75849b&modal=0&cu bc=Inicio

The Worldwide Governance Indicators Database (2013). Recuperado de www.govindicators.org

World Economic Forum (2013). *Reporte de Competitividad Global 2012-2013*.

World Federation of Exchanges Dataset (2013). Recuperado de www.world-exchanges.org/statistics

Washington Macías Rendón

Magíster en Finanzas. Facultad de Ciencias Sociales y Humanísticas, Escuela Superior Politécnica del Litoral (ESPOL).

E-mail: wamacias@espol.edu.ec

Diana Cumbe González

Economista. Facultad de Ciencias Sociales y Humanísticas, Escuela Superior Politécnica del Litoral (ESPOL).

E-mail: dcumbe@espol.edu.ec

Michael Mora Salazar

Economista. Facultad de Ciencias Sociales y Humanísticas, Escuela Superior Politécnica del Litoral (ESPOL).

E-mail: micamora@espol.edu.ec

Ricardo Consuegra Bosquez

Economista. Facultad de Ciencias Sociales y Humanísticas, Escuela Superior Politécnica del Litoral (ESPOL).

E-mail: consuegr@espol.edu.ec

Anexo # 1

Tabla A1. 1. Estadísticos Descriptivos Indicadores de Desarrollo y Determinantes

Indicador	Código	N	Mínimo	Ecuador	Máximo	Media	D.E.
Pasivos líquidos (% del PIB)	LIQ_LIAB	28	25,871	32,486	330,603	102,291	68,882
Commercial-Central Bank (BTOT)	BTOT	30	0,000	31,724	456,117	130,481	106,565
Crédito interno al sector privado (% del PIB)	CRED_PRIV	29	17,000	28,000	206,000	105,207	61,171
Margen de interés neto (% PIB)	NET_MARGIN	29	0,578	6,098	7,004	2,763	1,719
Capitalización Bursátil (% del PIB)	STOCK_MV	30	8,336	8,336	232,415	81,006	53,209
Acciones negociadas, valor total (% del PIB)	NEGOT_STOCK	30	0,200	0,200	205,600	61,533	53,986
Índice de Rotación (Turnover ratio)	TURNOVER	30	0,139	1,957	189,361	75,337	56,381
Total de Bonos (% del PIB)	BOND_VALUE	28	3,000	17,000	256,000	64,929	55,367
Valor de Bonos Transados (% del PIB)	NEGOT_BOND	29	0,000	2,100	1178,900	118,387	261,614
Fuerza de protección al inversionista	PROT_INV	30	3,000	4,000	9,000	6,267	1,574
Protección de los intereses de los accionistas minoritarios	PROT_MINOR	30	3,000	4,000	6,000	4,567	0,774
Índice de derechos legales	LEG_RIGHTS	30	3,000	3,000	10,000	6,467	2,255
Democracia institucionalizada	INS_DEMOC	30	0,000	5,000	10,000	8,000	2,924
Índice de Estabilidad Política	POLIT_STAB	30	0,000	11,000	202,000	51,333	48,896
Índice de libertades civiles y derechos políticos	FREEDOM	30	1,500	5,000	7,000	5,683	1,578
Índice de calidad de gobierno	GOB_QUAL	30	-1,000	-1,000	2,000	0,567	0,935
Eficacia de la regulación y supervisión de los mercados de valores	EXCHANGES	30	4,000	4,000	6,000	4,867	0,860
Apertura comercial (% del PIB)	OPEN_TRADE	29	25,000	66,000	387,000	92,207	82,797
Inversión extranjera directa (IED) (% del PIB)	FDI	30	0,000	1,000	31,000	4,200	6,578
Impacto en el negocio de las normas sobre la IED	FDI_NORMS	30	3,000	3,000	6,000	4,833	0,834

