

**Efectos de la globalización financiera en los países en desarrollo:
Datos empíricos**

Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei y M. Ayhan Kose

27 de mayo de 2003

Índice	Página
Prefacio	4
Resumen.....	5
I. Panorama general	6
A. Definiciones y hechos básicos estilizados	8
B. ¿Fomenta la globalización financiera el crecimiento de los países en desarrollo? ...	9
C. ¿Cuál es el efecto de la globalización financiera en la volatilidad macroeconómica?	10
D. La función de las instituciones y del gobierno en los efectos de la globalización..	11
E. Resumen	12
II. Hechos básicos estilizados	13
A. La medición de la integración financiera.....	13
B. Los flujos de capital norte-sur.....	17
C. Factores que originan el aumento de los flujos de capital norte-sur	20
III. La integración financiera y el crecimiento económico	25
A. Ventajas teóricas de la globalización financiera	25
B. Pruebas empíricas.....	28
C. Sinopsis	36
IV. Globalización financiera y volatilidad macroeconómica	40
A. Volatilidad macroeconómica	41
B. Las crisis como casos especiales de volatilidad	47
C. ¿Contribuye la globalización financiera a intensificar la transmisión de la volatilidad?.....	49
D. Factores que incrementan la vulnerabilidad a los riesgos de la globalización.....	54
V. Beneficios y riesgos de la globalización: Capacidad de absorción y gestión pública	55
A. Los efectos “umbral” y la capacidad de absorción	55
B. La calidad de gobierno como elemento importante de la capacidad de absorción ..	56
C. La calidad de gobierno de los países y la volatilidad de los flujos internaciones de capital.....	61

Nota: El índice de opacidad es un indicador compuesto que abarca corrupción, opacidad legal, opacidad económica, opacidad contable y opacidad reglamentaria (PricewaterhouseCoopers, 2000).

D. Resumen.....	63
-----------------	----

Cuadros

1. Volatilidad de los diferentes tipos de entradas de capital	21
2. Economías con tasas de crecimiento más rápido y más lento durante 1980–2000 y su estado de apertura financiera	30
3. Investigaciones recientes sobre integración financiera y crecimiento económico	34
4. Volatilidad de las tasas anuales de crecimiento de un conjunto de variables	44
5. Beneficios de la integración financiera internacional	69
6. Resumen de los estudios del aumento de bienestar producido por la distribución internacional del riesgo	77
7. ¿Son distintos los Estados pequeños? Algunas estadísticas resumidas (1960–2000).....	82

Gráficos

1. Indicadores de integración financiera	16
2. Flujos brutos de capital	18
3. Flujos netos de capital privado	19
4. Restricciones a la propiedad extranjera	23
5. Mejora del crecimiento económico por medio de la integración financiera.....	26
6. Aumento de la apertura financiera y crecimiento del PIB real per cápita Correlación simple, 1982–97	32
7. Aumento de la apertura financiera y crecimiento del PIB real per cápita: Relación condicional, 1982–1997.....	33
8. Disparidad de los efectos de la integración financiera y comercial en las mejoras de salud	39
9. Volatilidad del aumento del ingreso y del consumo	45
10. La corrupción y la inversión extranjera directa	58
11. Diferencia entre las colocaciones efectivas de los fondos internacionales de inversión colectiva y la referencia MSCI: Países transparentes y países opacos	59
12. Comportamiento de manada y opacidad.....	62
13. La corrupción altera la composición de los flujos de capital incrementando el endeudamiento frente a bancos extranjeros	64
14. Aumento del bienestar producido por la distribución internacional del riesgo	73

Recuadro

1. Efectos de los distintos tipos de flujos de capital en el crecimiento	35
2. Efectos de la integración financiera y del comercio en el desarrollo económico: Pruebas basadas en la esperanza de vida y la mortalidad infantil.....	38
3. Efectos de la globalización en la inestabilidad: Análisis de pruebas empíricas	43
4. Efecto de manada y efecto momentum entre los inversionistas internacionales	53
5. La transparencia y los fondos mutuos internacionales	60

Apéndices

I. La primera época de integración financiera internacional, 1870–1913.....	65
II. Estimación de los beneficios de la integración financiera internacional para el nivel de ingreso de los países en desarrollo según el modelo económico neoclásico.....	67
III. Cálculo de los posibles aumentos del bienestar que se obtendrían de la distribución internacional del riesgo	71
IV. Títulos contingentes para la distribución internacional del riesgo	78
V. Los Estados pequeños y la globalización financiera.....	80
VI. Datos utilizados en este estudio	83
Bibliografía	84

Prefacio

La globalización financiera es un tema vasto y complejo; asimismo, es muy importante entender cómo afecta en particular a los países en desarrollo. Se lo ha debatido con frecuencia, pero la información utilizada como base ha sido desigual y ambigua. En este documento se intenta realizar un examen sistemático y crítico de datos empíricos obtenidos recientemente, entre ellos los resultados de algunas investigaciones nuevas. Las principales conclusiones son las siguientes:

- *A pesar de contar con una hipótesis aparentemente sólida, cuesta detectar una relación causal firme y fehaciente entre la integración financiera y el crecimiento.*
- *Al contrario de lo que indican las predicciones teóricas, parece que la integración financiera a veces guarda relación con una intensificación de la inestabilidad del consumo en algunos países en desarrollo, al menos a corto plazo.*
- *En ambas relaciones parece haber un efecto umbral, posiblemente a causa de la capacidad de absorción. Ciertos datos recientes indican que la gestión de gobierno incide tanto cuantitativa como cualitativamente en lo ocurrido en materia de globalización financiera de los países en desarrollo.*

Este estudio estuvo a cargo de Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei y M. Ayhan Kose del Fondo Monetario Internacional. También colaboraron Eduardo Borensztein, Robin Brooks, R. Gastón Gelos, Paolo Mauro y Marco Terrones. Se recibieron comentarios y sugerencia útiles de Tamim Bayoumi, Andrew Berg, Peter Clark, Hali Edison, Aasim Husain, Olivier Jeanne, Manmohan Kumar, Ashoka Mody, James Morsink, Carmen Reinhart, David J. Robinson, Ratna Sahay, Miguel Savastano y muchos otros colegas de este y otros departamentos del FMI. Priya Joshi, Young Kim, Pedro Rodríguez y Yi Wu contribuyeron con eficiencia en la investigación. Hali Edison y Gian Maria Milesi-Ferretti gentilmente compartieron con el equipo la información que tenían. Por último, María Orihuela, y en especial Marlene George y Dawn Heaney, ayudaron en la preparación del estudio.

Se presentó una versión anterior del documento en un seminario informal del Directorio Ejecutivo realizado el 3 de marzo de 2003, en el que se vertieron comentarios que han sido recogidos en esta versión. No obstante, los puntos de vista aquí expresados pertenecen al personal del FMI y no representan necesariamente la opinión de las autoridades nacionales o los directores ejecutivos de la institución.

Kenneth Rogoff
Consejero Económico y Director
Departamento de Estudios

Resumen

En este estudio se examinan datos empíricos recientes, entre ellos los surgidos de algunas investigaciones nuevas, acerca de los efectos que tiene la globalización financiera en los países en desarrollo. El trabajo se centra en tres interrogantes:

- i) ¿Fomenta la globalización financiera el crecimiento económico de los países en desarrollo?
- ii) ¿Cuál es el efecto en la volatilidad macroeconómica en dichos países?
- iii) ¿Qué factores permiten aprovechar más las ventajas de la globalización financiera?

Las vinculaciones financieras de los países en desarrollo con la economía mundial se han incrementado considerablemente en las últimas décadas, pero ha sido un grupo relativamente pequeño el que ha captado el grueso de los flujos de capital privado provenientes de los países industriales, que se multiplicaron en los años noventa. Si bien últimamente estos flujos “norte-sur” han cambiado abruptamente de dirección, es probable que, a mediano y largo plazo, varias fuerzas estructurales provoquen una reactivación y una continuación de la globalización financiera.

Los modelos teóricos han identificado diversos canales por medio de los cuales la integración financiera puede promover el crecimiento económico de los países en desarrollo. Sin embargo, un análisis sistemático de los datos revela que es difícil distinguir una firme relación causal. Dicho de otro modo, si es verdad que la integración financiera ejerce un efecto positivo sobre el crecimiento, no se tiene aún una prueba inequívoca y sólida de que tal efecto tenga una significación cuantitativa.

Hay ciertos indicios de la aparición de un “efecto umbral” en la relación entre la globalización financiera y el crecimiento económico. Hay más probabilidad de detectar los beneficios de este proceso de globalización si los países en desarrollo tienen cierta capacidad de absorción. Los datos preliminares también respaldan la opinión de que una política macroeconómica acertada y una mejora de la gestión de gobierno y de las instituciones influyen mucho en la capacidad de un país para atraer flujos de capitales menos volátiles, y en su vulnerabilidad ante las crisis.

En principio, la integración financiera internacional debería ayudar a los países a reducir la volatilidad macroeconómica pero, según la información que se tiene, los países en desarrollo no han logrado materializar plenamente este posible beneficio. En realidad, en algunos casos, al tiempo que se liberalizaba la cuenta de capital, parecía aumentar la vulnerabilidad ante las crisis. La globalización ha exacerbado estos riesgos porque las vinculaciones financieras entre países amplifican los efectos de varias perturbaciones y los transmiten con mayor rapidez a través de las fronteras. Aquí también se nota un tipo de efecto umbral: las reducciones de la volatilidad se observan solo después de que los países han logrado un cierto grado de integración financiera.

Los datos presentados en este estudio indican que la integración financiera debería abordarse con precaución, dando importancia a la calidad de las instituciones y del marco

macroeconómico. Sin embargo, el análisis de los datos disponibles no sirve de guía clara en cuanto al ritmo y el orden óptimos que ha de seguir la integración. Por ejemplo, hay un conflicto sin resolver entre el establecimiento de sólidas instituciones antes de emprender la liberalización del mercado de capitales y la idea de que dicha liberalización puede de por sí ayudar a importar prácticas óptimas e impulsar el mejoramiento de las instituciones internas. La mejor manera de abordar estos temas es en el contexto de las circunstancias y las características institucionales específicas de cada país.

I. PANORAMA GENERAL

La ola de globalización financiera que se inició a mediados de los años ochenta ha estado caracterizada por un incremento de los flujos de capital entre los países industriales y, notoriamente, entre los países industriales y los países en desarrollo. Si bien estos flujos han traído consigo elevadas tasas de crecimiento en algunos países en desarrollo, otros han vivido cada tanto un derrumbe de sus tasas de crecimiento y graves crisis financieras durante el mismo período, crisis que han tenido un alto costo macroeconómico y social. Ha surgido así un intenso debate en círculos académicos y económicos en torno a los efectos que la integración financiera acarrea para las economías en desarrollo. Pero gran parte de ese debate se ha basado exclusivamente en datos empíricos incidentales y limitados.

El objeto principal de este estudio es evaluar los datos empíricos sobre los efectos de la globalización financiera en las economías en desarrollo, para lo cual se prestará especial atención a tres interrogantes: i) ¿Fomenta la globalización financiera el crecimiento económico de los países en desarrollo? ii) ¿Cuál es el efecto de la volatilidad macroeconómica en dichos países? iii) ¿Qué factores permiten aprovechar más las ventajas de la globalización financiera?

Las principales conclusiones que se desprenden del análisis fuerzan a la reflexión, pero, desde el punto de vista de la política económica, son muy reveladoras. Es cierto que muchas economías en desarrollo con un buen grado de integración financiera han registrado tasas de crecimiento más altas. También es cierto que, en teoría, hay muchos canales por medio de los cuales la apertura financiera podría facilitar el crecimiento. Sin embargo, tras analizar sistemáticamente los datos, se nota que es difícil distinguir una sólida dependencia causal entre el grado de integración financiera y la evolución del aumento del producto. Desde el punto de vista de la estabilidad macroeconómica, el consumo es un indicador más adecuado del bienestar que el producto; por lo tanto, sus fluctuaciones se consideran negativas para el bienestar económico. Hay pocos indicios de que la integración financiera haya ayudado a los países en desarrollo a estabilizar mejor las variaciones del aumento del consumo, a pesar de las ventajas teóricamente importantes que esos países podrían obtener en tal sentido. En efecto, los nuevos datos que se presentan en este estudio indican que si el nivel de integración financiera es bajo o moderado, es factible que en algunos países la inestabilidad del consumo sea incluso mayor que la del producto. De ahí que, aunque los datos no demuestran que la globalización financiera haya impulsado el crecimiento, sí hay señales de que en algunos países el fenómeno puede haber ocasionado una mayor inestabilidad del consumo.

El objetivo fundamental de este estudio es presentar datos empíricos, no derivar un conjunto de implicaciones concretas sobre política económica, pero eso no impide que del análisis se desprendan ciertos principios generales acerca de la forma en que los países pueden explotar mejor las ventajas de la globalización y controlar sus riesgos. Concretamente, la calidad de las instituciones del país parece incidir en tal sentido: un creciente número de datos revela que tienen un efecto cuantitativamente importante tanto en su capacidad para captar inversión extranjera directa como en su vulnerabilidad ante las crisis. Aunque los diferentes indicadores de la calidad institucional sin duda están correlacionados, van en aumento los datos que apuntan a las ventajas de sólidos marcos jurídicos y de supervisión, bajos niveles de corrupción, gran transparencia y buen gobierno de las empresas.

El presente estudio no se ocupa del régimen apropiado de tipo de cambio, pero cabe señalar que la flexibilidad de facto de este régimen podría también ser un factor determinante de las ventajas y los riesgos que conlleva la globalización financiera para un país en desarrollo. En efecto, es posible que los regímenes fijos, o fijos de facto¹, tengan algunas ventajas, pero suelen derrumbarse en forma abrupta y perturbadora, algo que parece haber incidido gravemente, por ejemplo, en la crisis de Asia a finales de los años noventa. Esta cuestión seguirá analizándose sistemáticamente.

No obstante, el examen de los datos disponibles no indica una trayectoria clara para los países que se han embarcado o desean embarcarse en el proceso de integración financiera. Por ejemplo, hay un conflicto sin resolver entre el establecimiento de buenas instituciones antes de emprender la liberalización del mercado de capitales y la idea de que dicha liberalización de por sí puede ayudar a importar prácticas óptimas e impulsar el mejoramiento de las instituciones internas. Por otro lado, ni las hipótesis ni los datos empíricos han aportado respuestas básicas y bien definidas a temas conexos como la conveniencia y la eficacia de los controles selectivos de capital. A la larga, estos temas pueden tratarse solo en el contexto de las circunstancias y las características institucionales específicas de cada país.

En el resto de esta sección se brinda un panorama general de la estructura de este estudio. En síntesis, la sección II comienza documentando algunas de las principales características de la integración financiera mundial desde el punto de vista de los países en desarrollo. En las secciones III y IV se analizan los datos sobre las repercusiones de la globalización financiera en el crecimiento y la volatilidad, respectivamente, en los países en desarrollo. En la sección V se examina la relación entre la calidad de las instituciones y las ventajas y los riesgos que implica la integración financiera.

¹Reinhart y Rogoff (2002) documentan que muchos regímenes de flotación nominalmente dirigida son regímenes fijos de facto y que, en realidad, muchos otros de tipo de cambio “fijo” son sistemas de flotación de facto si se tienen en cuenta la dimensión y la actividad de los mercados paralelos.

A. Definiciones y hechos básicos estilizados

La globalización y la integración financieras son, en principio, dos conceptos distintos. La globalización financiera es un concepto agregado que se refiere a la multiplicación de las vinculaciones mundiales por medio de los flujos financieros transnacionales. La expresión integración financiera alude a las vinculaciones de cada país con los mercados internacionales de capital. Por supuesto, ambos conceptos guardan una estrecha relación. Por ejemplo, la mayor globalización está forzosamente relacionada con el aumento de la integración en promedio. En este estudio, las dos expresiones se usan indistintamente.

Para el objetivo que nos interesa, es más pertinente la distinción entre la integración financiera de jure, que está ligada a las medidas de liberalización de la cuenta de capital, y los flujos de capital en sí. Por ejemplo, en las publicaciones se han utilizado con suma frecuencia mediciones que indican el alcance de las restricciones oficiales que se aplican a los flujos transfronterizos de capital. Según dichas mediciones, muchos de los países de América Latina deberían considerarse cerrados a los flujos financieros. Pero por otro lado, el volumen de los capitales que efectivamente atraviesan sus fronteras ha sido importante en comparación con el promedio de los flujos a la totalidad de los países en desarrollo. Por lo tanto, estos países están, de facto, bastante abiertos a las corrientes financieras mundiales. En cambio, algunos países africanos imponen pocas restricciones oficiales a las transacciones de la cuenta de capital, pero tampoco han registrado flujos sustanciales. El presente estudio se centrará principalmente en las mediciones de facto de la integración financiera, dado que en la práctica es casi imposible comparar la eficacia de las distintas restricciones complejas que aplican los diferentes países. En definitiva, el meollo del tema es el grado real de apertura, pero también se tratará la relación entre las mediciones de jure y de facto.

Algunas de las características destacadas de los flujos internacionales de capital están relacionadas con los aspectos fundamentales del estudio. Primero, el volumen de los flujos transfronterizos de capital se ha incrementado sustancialmente en los últimos diez años y no solo entre países industriales, sino también entre estos y los países en desarrollo. Segundo, el aumento de los flujos hacia los países en desarrollo es el resultado de factores de atracción y de rechazo. Los primeros se originan en los cambios de las políticas y otros aspectos relacionados con el proceso de apertura de los países en desarrollo, como la liberalización de la cuenta de capital y de los mercados bursátiles, y los programas de privatización en gran escala. Entre los factores de rechazo cabe mencionar las coyunturas del ciclo económico y los cambios en las políticas macroeconómicas de los países industriales. Desde una perspectiva a largo plazo, este último conjunto de factores comprende la mayor importancia que han adquirido los inversionistas institucionales en los países industriales y las variaciones demográficas (por ejemplo, el envejecimiento relativo de la población en esos países). La importancia de estos factores indica que, a pesar de las interrupciones temporales provocadas por las crisis o las fases de contracción de la economía mundial, los últimos 20 años se han caracterizado por presiones de larga data a favor de un aumento de los flujos de capital hacia el mundo en desarrollo.

Otra característica importante de los flujos internacionales de capital es que la volatilidad de sus componentes es marcadamente diferente. En concreto, los préstamos bancarios y los flujos de inversión de cartera son bastante más volátiles que la inversión extranjera directa. A pesar de la advertencia de que no resulta fácil clasificar con exactitud los flujos de capital, los datos revelan que la composición de estos puede influir notablemente en la vulnerabilidad de un país frente a las crisis financieras.

B. ¿Fomenta la globalización financiera el crecimiento de los países en desarrollo?

En esta sección se resumirán las ventajas teóricas de la globalización financiera para el crecimiento económico y, posteriormente, se analizarán los datos empíricos. En principio, la globalización podría ayudar a elevar la tasa de crecimiento de los países en desarrollo a través de varios cauces, algunos que inciden directamente en los factores determinantes del crecimiento económico (aumento del ahorro interno, disminución del costo del capital, transferencia de tecnología de los países avanzados a los países en desarrollo y progreso del sector financiero interno) y otros que lo hacen indirectamente y que, en ciertos casos, podrían ser incluso más importantes que los directos, entre ellos un mayor grado de especialización de la producción gracias a una gestión más eficaz del riesgo y la mejora de la política macroeconómica y de las instituciones inducida por las presiones competitivas o el “efecto disciplina” de la globalización.

¿En qué medida se han materializado en el mundo en desarrollo las ventajas anunciadas del crecimiento económico? Este estudio revela que el ingreso medio per cápita correspondiente al grupo de economías (en desarrollo) de mayor apertura financiera efectivamente aumenta a mejor ritmo que el del grupo de economías menos abiertas. Sin embargo, queda por determinar si esto es verdaderamente señal de una relación causal y si tal correlación es suficientemente fuerte como para neutralizar otros factores. Los trabajos sobre el tema, a pesar de abundar, no dan un panorama nítido. Unos pocos estudios indican que la integración financiera tiene un efecto positivo en el crecimiento, pero la mayoría no revela efecto alguno o, en el mejor de los casos, un efecto híbrido. Por lo tanto, si se examina de manera objetiva la vasta labor de investigación realizada hasta la fecha, se observa que la hipótesis de que la globalización financiera de por sí genera una tasa más alta de crecimiento económico carece de un sustento firme, sólido y uniforme.

Quizás esto no debería llamar la atención. Tal como lo han señalado varios autores, la mayoría de las diferencias que hay entre el ingreso per cápita de los países no se derivan de desigualdades en la razón capital/trabajo, sino de las diferencias en la productividad total de los factores que podrían atribuirse a elementos “blandos”, como la gestión de gobierno y el Estado de derecho. En tal caso, la globalización financiera puede traducirse en mayores entradas de capital, pero no es probable que de por sí sola produzca una aceleración del crecimiento. Además, algunos de los países que han liberalizado la cuenta de capital han visto derrumbarse su producto en razón de los altos costos de las crisis bancarias o monetarias, aspecto sobre el cual se profundiza más adelante. Como ya se mencionó, otra posibilidad es que la globalización financiera sirva para fomentar mejores instituciones y políticas internas, pero que estas vías indirectas escapen a los marcos de regresión habituales.

En resumen, si bien la globalización financiera puede en teoría ayudar a estimular el crecimiento económico a través de varios canales, todavía no se ha obtenido una prueba empírica sólida que indique que esta relación causal tiene gran importancia cuantitativa, una observación que destaca un contraste interesante entre la apertura financiera y la apertura del comercio, dado que según una gran mayoría de las investigaciones, esta última influye positivamente en el crecimiento económico.

C. ¿Cuál es el efecto de la globalización financiera en la volatilidad macroeconómica?

En teoría, la globalización financiera puede ayudar a los países en desarrollo a controlar mejor la inestabilidad del producto y del consumo. Varias teorías afirman que la inestabilidad del consumo en relación con la del producto debería disminuir conforme aumenta el grado de integración financiera; la esencia misma de la diversificación financiera internacional es que un país pueda trasladar una parte del riesgo del ingreso a los mercados mundiales. En vista de que la estructura del producto y de la dotación de factores es más bien especializada en la mayoría de los países en desarrollo, estos podrían obtener ventajas incluso mayores que las de los países desarrollados mediante la distribución internacional del riesgo de consumo, es decir, en la práctica, vendiendo una participación de su producto interno a cambio de una participación en el producto mundial.

¿En qué medida se han materializado las posibles ventajas de un mejor control de la inestabilidad del consumo? Esta pregunta resulta muy oportuna para entender si la integración financiera ha protegido a los países en desarrollo contra la inestabilidad del consumo, a pesar de la inestabilidad del producto que se observa en aquellos que han atravesado crisis financieras. Las nuevas investigaciones recogidas en este estudio pintan un panorama preocupante. Concretamente, si bien la inestabilidad del aumento del producto disminuyó, en promedio, en los años noventa en comparación con las tres décadas anteriores, la inestabilidad del aumento del consumo en relación con la del aumento del ingreso se *incrementó* en promedio en las economías de mercados emergentes durante el mismo período, que fue precisamente cuando despegó la globalización financiera. En otras palabras, tal como se ahondará más adelante, puede decirse que el acceso procíclico a los mercados internacionales de capital parece haber tenido un efecto pernicioso en la inestabilidad relativa del consumo para las economías en desarrollo financieramente integradas.

Es interesante que, cuando se examinan los datos en busca de otros matices, se nota la posible presencia de un efecto umbral. Si la integración financiera es escasa, un aumento de esta va ligado a una mayor inestabilidad relativa del consumo. Sin embargo, una vez que el nivel de integración supera cierto umbral, se da la relación opuesta. Es decir, para los países que tienen suficiente apertura financiera, la inestabilidad relativa del consumo empieza a disminuir. Esta observación podría ser compatible con la idea de que la integración financiera internacional puede servir para fomentar el desarrollo del sector financiero interno, lo cual a su vez puede ayudar a moderar la volatilidad macroeconómica interna, pero hasta el momento estos beneficios parecen haber llegado principalmente a los países industriales.

En tal sentido, la proliferación de crisis financieras y monetarias en las economías en desarrollo suele considerarse como una consecuencia natural de los “dolores de crecimiento” que acompañan a la globalización financiera, y que pueden ser de distinto tipo. Primero, los inversionistas internacionales tienden a realizar transacciones siguiendo el efecto momentum y el efecto de manada que pueden ser desestabilizadoras para las economías en desarrollo. Segundo, es posible que los inversionistas internacionales (junto con los residentes) participen en ataques especulativos contra las monedas de los países en desarrollo, provocando una inestabilidad injustificada conforme a los factores básicos de la economía y de las políticas de dichos países. Tercero, el riesgo de contagio es una amenaza grave contra países que en todo otro sentido son sólidos, dado que los inversionistas internacionales podrían retirar su capital de estos países por razones ajenas a factores internos. Cuarto, puede que un gobierno, aun si fue elegido democráticamente, no asigne peso suficiente a los intereses de las generaciones futuras, lo cual se convierte en un problema cuando los intereses de las generaciones futuras y de las actuales son divergentes y hacen que el gobierno contraiga demasiadas deudas. Al facilitar el endeudamiento de los gobiernos, la globalización financiera podría agravar el problema de sobreendeudamiento. Estas cuatro hipótesis no son necesariamente independientes y pueden reforzarse entre sí.

Algunos datos empíricos corroboran estos efectos hipotéticos. Por ejemplo, se ha comprobado que los inversionistas internacionales efectivamente actúan conforme a los efectos momentum y de manada en los mercados emergentes, todavía más que en los países desarrollados. Investigaciones recientes también sugieren que hay un fenómeno de contagio en los mercados financieros internacionales. Además, algunos países en desarrollo que liberalizan sus mercados de capital aparentemente acumulan niveles insostenibles de deuda externa.

En síntesis, una de las ventajas teóricas de la globalización financiera, aparte de estimular el crecimiento, es que permite a los países en desarrollo controlar mejor la volatilidad macroeconómica, en especial mediante la reducción de la inestabilidad del consumo frente a la del producto. Pero en cambio, los datos parecen indicar que los países que se encuentran en las primeras etapas de la integración financiera han estado expuestos a riesgos apreciables en términos de mayor inestabilidad, tanto del producto como del consumo.

D. La función de las instituciones y del gobierno en los efectos de la globalización

Si bien cuesta encontrar una relación simple entre la globalización financiera y la inestabilidad del crecimiento o del consumo, ciertos datos revelan no linealidad o efectos umbral en la relación, lo que equivale a decir que la globalización financiera, combinada con acertadas políticas macroeconómicas y una buena gestión de gobierno, parece propiciar el crecimiento. Por ejemplo, los países que tienen buen capital humano y gestión de gobierno suelen captar más y mejor la inversión extranjera directa (IED), que es particularmente favorable para el crecimiento. Más concretamente, ciertas investigaciones recientes confirman que la corrupción influye muy negativamente en las entradas de IED. Paralelamente, la transparencia de las operaciones del Estado, que es otro aspecto de una

buena gestión de gobierno, tiene un claro efecto positivo en las entradas provenientes de fondos comunes internacionales de inversión.

La vulnerabilidad de un país en desarrollo a los “factores de riesgo” derivados de la globalización financiera también está relacionada con la calidad de las políticas macroeconómicas y la gestión de gobierno. Por ejemplo, las investigaciones han demostrado que las crisis monetarias suelen estar precedidas por un tipo de cambio sobrevalorado y un auge excesivo del financiamiento interno. Además, se ha determinado que la falta de transparencia está relacionada con una intensificación del efecto de manada entre los inversionistas internacionales que puede desembocar en una desestabilización de los mercados financieros de un país en desarrollo. Por último, se ha comprobado que un alto grado de corrupción puede afectar a la composición de los capitales que recibe un país, haciéndolo más vulnerable a los riesgos de embates especulativos o al contagio.

De ahí que la capacidad de un país en desarrollo para beneficiarse de la globalización financiera y su vulnerabilidad relativa ante la volatilidad de los flujos internacionales de capital puedan verse afectadas sustancialmente por la calidad del marco macroeconómico y de las instituciones.

E. Resumen

La finalidad del presente estudio, antes que hacer nuevas propuestas en materia de política, es servir de guía para debatir las compensaciones entre ventajas y riesgos potenciales y reales derivados de la globalización financiera, para lo cual se examinan los datos empíricos disponibles y las experiencias de los países. Las principales conclusiones son que, hasta el momento, ha resultado difícil encontrar decididas pruebas en favor del argumento de que la integración financiera ayuda a los países en desarrollo a intensificar el crecimiento y a reducir la volatilidad macroeconómica.

Claro que la ausencia de datos contundentes sobre estos aspectos no significa necesariamente que la globalización no trae beneficios sino solo grandes riesgos. De hecho, la mayoría de los países que han emprendido la integración financiera no han abandonado esa ruta, a pesar de sufrir reveses pasajeros. Esta observación coincide con la idea de que las ventajas indirectas de la integración financiera, que quizá sean difíciles de captar en un análisis de regresión, podrían ser importantes. Además, es posible que las ventajas a largo plazo, aún no concretadas en ciertos casos, superen con creces los costos a corto plazo. Por ejemplo, la Unión Económica y Monetaria europea sufrió crisis graves y costosas a comienzos de los años noventa en el marco de la transición hacia la moneda única que hoy en día circula en gran parte de Europa.

No es fácil extraer del examen de los datos recomendaciones novedosas en materia de política, pero parece haber una base empírica para formular algunas proposiciones generales. Como lo demuestra la experiencia, la calidad de las instituciones y de la gestión de gobierno es importante no solo de por sí, sino porque también ayuda a los países en desarrollo a aprovechar las ventajas de la globalización. Asimismo, la estabilidad macroeconómica parece

ser un importante requisito previo para garantizar que la integración financiera beneficie a los países en desarrollo. En tal sentido, es decisiva la labor del FMI a favor de la promulgación de códigos y normas sobre prácticas óptimas de transparencia y supervisión financiera, y también lo es contar con un marco macroeconómico sólido. Quizás estos aspectos ya tienen una aceptación general; el aporte de este estudio es presentar ciertos datos empíricos sistemáticos que van en su apoyo. Además, el análisis indica que, ante la globalización financiera, conviene proceder con cautela y establecer como condición previa la firmeza de las instituciones y de los marcos macroeconómicos.

II. HECHOS BÁSICOS ESTILIZADOS

Las restricciones de jure impuestas a los flujos de capital en general y a los que efectivamente cruzan las fronteras de los países sirven para medir el grado de integración financiera de un país con la economía mundial. Las diferencias entre estos dos indicadores son importantes para comprender los efectos de esta integración. Sea cual fuere el indicador, las vinculaciones financieras de los países en desarrollo con la economía mundial se han acrecentado en los últimos años². No obstante, un grupo relativamente pequeño de estos países ha captado el grueso de los flujos de capital privado provenientes de las naciones industriales, que se multiplicaron en los años noventa. Es probable que ciertos factores estructurales, como las variaciones demográficas en los países industriales, sirvan de impulso para estos flujos “norte-sur” a mediano y largo plazo.

A. La medición de la integración financiera

La liberalización de la cuenta de capital suele considerarse un precursor importante de la integración financiera. La mayor parte de las investigaciones empíricas formales que analizan los efectos de dicha liberalización ha utilizado una medida basada en las restricciones oficiales impuestas a los flujos de capital, tal como las notifican las autoridades nacionales al FMI. Este indicador binario mide directamente los controles de capital pero no capta las diferencias de intensidad que pueden tener³. Una medida más directa de la apertura financiera se basa en los saldos brutos estimados de los activos y pasivos externos como porcentaje del PIB. La información sobre los saldos constituye, para nuestros fines, un indicador más apropiado de la integración que los flujos que los originan, ya que son menos

²Véase en el apéndice I una perspectiva histórica sobre la integración financiera internacional.

³Estas mediciones de la restricción se hicieron hasta 1995, fecha en que se adoptó un nuevo indicador perfeccionado, pero no compatible con los anteriores. Mody y Murshid (2002) ampliaron la información hasta 1998.

volátiles de un año al otro y menos propensos a errores de medición (suponiendo que tales errores no se correlacionan con el tiempo)^{4, 5}.

Estos dos indicadores de la integración financiera están relacionados, pero denotan dos aspectos distintos: el de las restricciones de la cuenta de capital refleja los impedimentos de jure que pesan sobre los flujos, mientras que el de la apertura financiera explica la integración de facto en función de movimientos efectivos de capital. Esta distinción es muy importante para el análisis que se realiza en este estudio e implica un conjunto de combinaciones de 2x2 de estos dos aspectos de la integración. Muchos países industriales han alcanzado un alto grado de integración financiera según ambos indicadores. Algunos países en desarrollo en los que hay restricciones a la cuenta de capital han descubierto que éstas en la práctica no sirven para controlar los flujos. Los episodios de fuga de capitales en algunos países de América Latina en los años setenta y ochenta son ejemplos de esa integración financiera involuntaria y de facto en economías que están cerradas de jure a las corrientes financieras (es decir, integración sin liberalización de la cuenta de capital). Paralelamente, algunos países de África imponen pocas restricciones a la cuenta de capital, pero los flujos de capital son ínfimos (es decir, liberalización sin integración)⁶. Y, por supuesto, no es difícil encontrar ejemplos de países con cuentas de capital cerradas que también están efectivamente cerrados en lo que se refiere a los flujos.

¿Cómo ha evolucionado la integración financiera con el tiempo para los diferentes grupos de países según los distintos indicadores?⁷ Cualquiera sea el que se use, la diferencia

⁴Lane y Milesi-Ferretti (2001) elaboraron los datos sobre saldos. Desde el punto de vista de las operaciones, esta medición implica calcular los niveles brutos de IED y la cartera de activos y pasivos valiéndose de la acumulación de las entradas y las salidas correspondientes, y haciendo los ajustes pertinentes de la valoración. Chanda (2000) y O'Donnell (2001) consideraron un indicador similar basado en los mismos datos de los saldos básicos.

⁵Otros indicadores del grado de integración del mercado de capital son las correlaciones ahorro/inversión y varias condiciones de paridad de intereses (Frankel, 1992). Es difícil usar estos indicadores con los períodos prolongados y el gran número de países de la muestra utilizada en este estudio.

⁶Aquí puede venir al caso una analogía de los trabajos sobre comercio internacional. Por estar muy alejados de los principales mercados mundiales u otras razones geográficas poco propicias, en algunos países los flujos comerciales son escasos a pesar de tener muy pocas barreras, incluso si se compensan varios otros factores. Análogamente, por estar muy lejos de los principales centros financieros, ya sea en términos de distancia o de relaciones históricas, es posible que ciertos países reciban flujos limitados a pesar de tener cuentas de capital relativamente abiertas (véase Loungani, Mody y Razin (2003)).

⁷La muestra utilizada en este estudio está compuesta por 76 países industriales y en desarrollo (salvo indicación contraria) y va desde 1960 hasta 1999. Como el período es tan
(continuación)

de apertura financiera entre los países industriales y en desarrollo es bastante marcada. Las economías industriales registraron un enorme aumento, especialmente en los años noventa. En esa misma década, el indicador también subió en el caso de las economías en desarrollo, pero el nivel sigue siendo muy inferior al de las industriales.

En el caso de estos últimos países, los promedios no ponderados de los dos indicadores son imágenes idénticas y, en conjunto, confirman que han experimentado una rápida integración financiera desde mediados de los años ochenta (gráfico 1)⁸. Para los países en desarrollo, el indicador de la restricción media señala que, tras un período de liberalización en los años setenta, la tendencia hacia la apertura retrocedió en la década siguiente, reanudándose a comienzos de los noventa pero a un ritmo más lento. Por otro lado, el indicador de la apertura financiera media de estos países, basado en flujos reales, muestra un incremento moderado en los años ochenta, seguido de uno pronunciado en los noventa. Este aumento denota una integración de facto más rápida que la que señala el indicador de la restricción de la cuenta de capital, que es relativamente rudimentario.

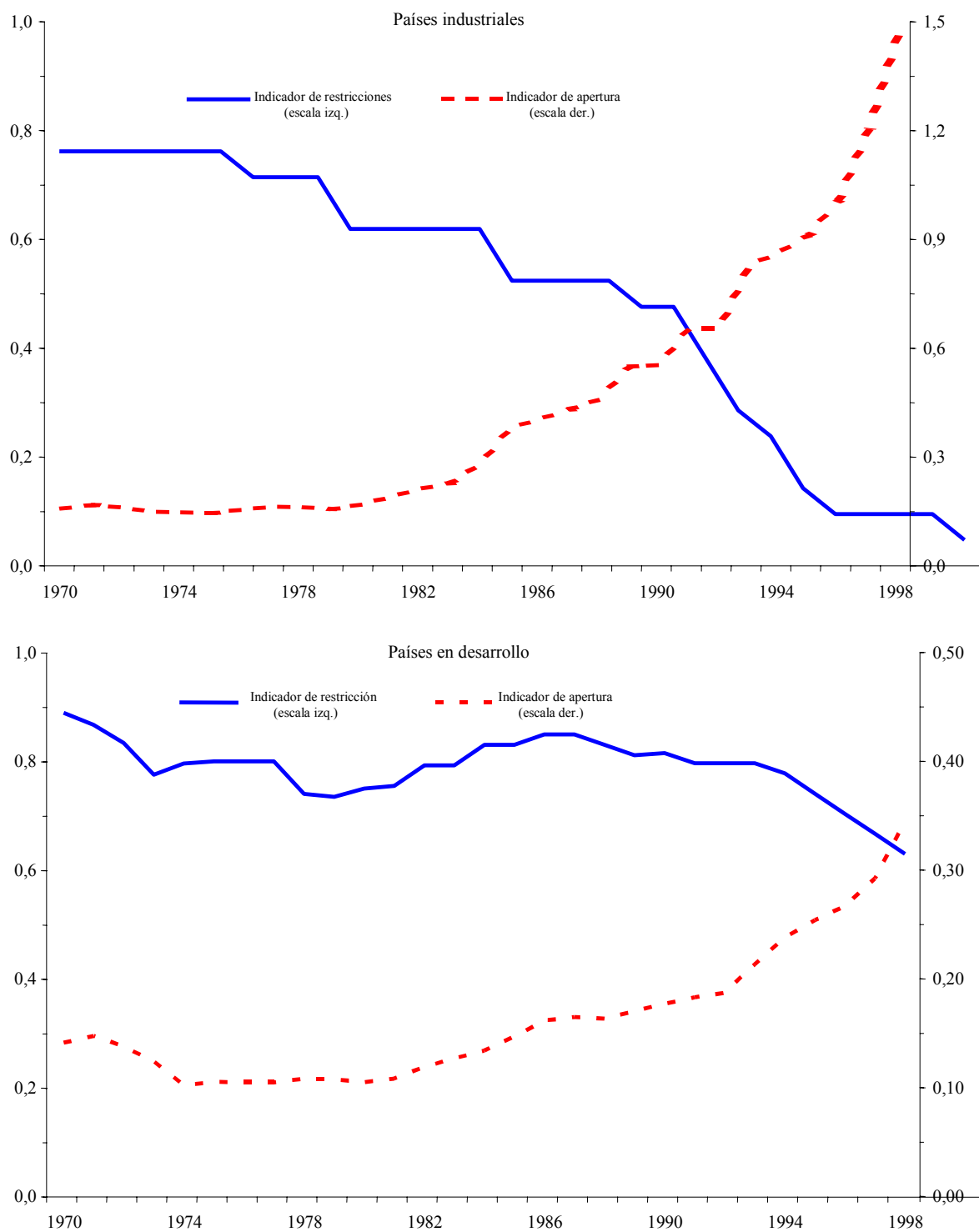
Sin embargo, los efectos de la integración financiera en términos de mayores flujos de capital se han propagado de manera muy desigual en los países en desarrollo⁹. Para examinar el alcance de las desigualdades, conviene primero clasificar de una manera muy general a los países en desarrollo de la muestra en dos grupos de acuerdo con el promedio del indicador de apertura financiera correspondiente a las últimas cuatro décadas (así como una evaluación de otros indicadores de integración financiera).

prolongado, algunos de los países que ahora se consideran industriales (por ejemplo, Corea y Singapur) figuran en el grupo de países en desarrollo. Se hicieron las siguientes exclusiones: la mayoría de los países pobres muy endeudados (que en su mayoría reciben corrientes oficiales), las economías en transición de Europa oriental y la antigua Unión Soviética (por falta de datos), economías muy pequeñas (con menos de 1,5 millones de habitantes) y los países exportadores de petróleo de Oriente Medio. La lista y otros detalles de la muestra figuran en el apéndice sobre datos.

⁸En los años ochenta hubo una reducción particularmente rápida de los controles, cuando los miembros de la Comunidad Europea, ahora la Unión Europea, eliminaron los que aplicaban al capital. Hubo un gran aumento de los flujos transfronterizos.

⁹Ishii y otros (2002) examinan en detalle las experiencias de varios países en desarrollo.

Gráfico 1. Indicadores de integración financiera



Fuente: *Perspectivas de la economía mundial*, Lane y Milesi-Ferreti (2003).

El primer grupo, que comprende 22 países, se denomina en lo sucesivo de **mayor integración financiera**, y el segundo, que abarca 33 países, se denomina de **menor integración financiera**¹⁰. En esta fase, la distinción debe interpretarse con cierto cuidado. Cabe subrayar, en especial, que el criterio es un indicador de la integración de facto que se basa en flujos reales de capital, y no precisamente una medida de la solidez de las políticas que buscan promover la integración financiera. De hecho, algunos de los países de mayor integración financiera tienen cuentas de capital relativamente cerradas en un sentido de jure. En general, como se sostiene más adelante, las decisiones de políticas sí determinan el grado y la naturaleza de la integración financiera pero, a los efectos del presente análisis, el grado de apertura financiera basado en los flujos reales de capital es un indicador más adecuado.

Cabe señalar que las conclusiones principales de este documento no dependen crucialmente de los detalles de la clasificación de los países en desarrollo en grupos de mayor y menor integración financiera. Se trata, obviamente, de una clasificación estática y no tiene en cuenta las diferencias que hay entre los países en el grado de integración o en el momento en que ocurre. Se la utiliza en algunos de los análisis descriptivos que figuran más adelante, pero solo con el fin de ilustrar las conclusiones de los estudios econométricos más exhaustivos aquí recogidos, y distinguiremos claramente los aspectos en que esta clasificación produzca resultados que difieran de los obtenidos por medio de análisis econométricos más formales. Los resultados de la regresión que se presentan se derivan del indicador de flujos brutos de capital descrito anteriormente, que sí tiene en cuenta las diferencias entre países y los cambios del grado de integración financiera.

En el gráfico 2 se aprecia que la gran mayoría de los flujos brutos de capital internacional privado de los países en desarrollo, sobre todo en los años noventa, corresponde al grupo relativamente reducido de economías de mayor integración financiera¹¹. En cambio, los flujos de capital privado hacia y desde las economías de menor integración han sido muy reducidos durante la última década, y ciertos tipos de flujos han disminuido incluso respecto de los niveles de finales de los años setenta.

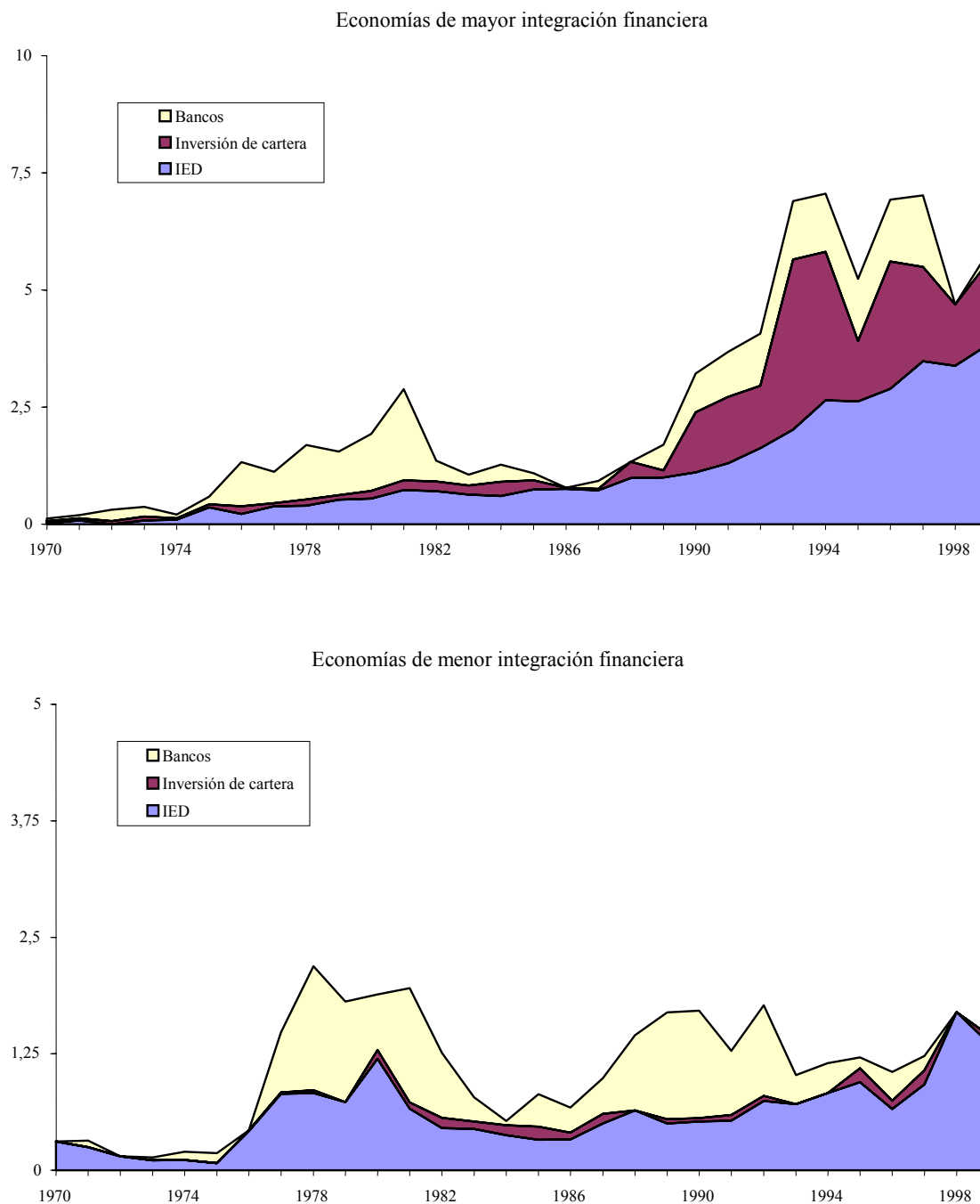
B. Los flujos de capital norte-sur

Una de las características fundamentales de la globalización financiera internacional a lo largo de la última década ha sido el aumento espectacular de los flujos netos de capital privado desde los países industriales (el “norte”) hacia los países en desarrollo (el “sur”). En el gráfico 3 los niveles de estos flujos están desglosados por cuatro categorías principales. El

¹⁰Como es de suponer, esta clasificación crea un conjunto de economías de mayor integración financiera que en términos generales coincide con las del índice bursátil MSCI de mercados emergentes. La diferencia principal es que en nuestro caso no incluimos las economías en transición por escasez de datos, pero sí la RAE de Hong Kong y Singapur.

¹¹La escala del gráfico superior es el doble que la del gráfico inferior.

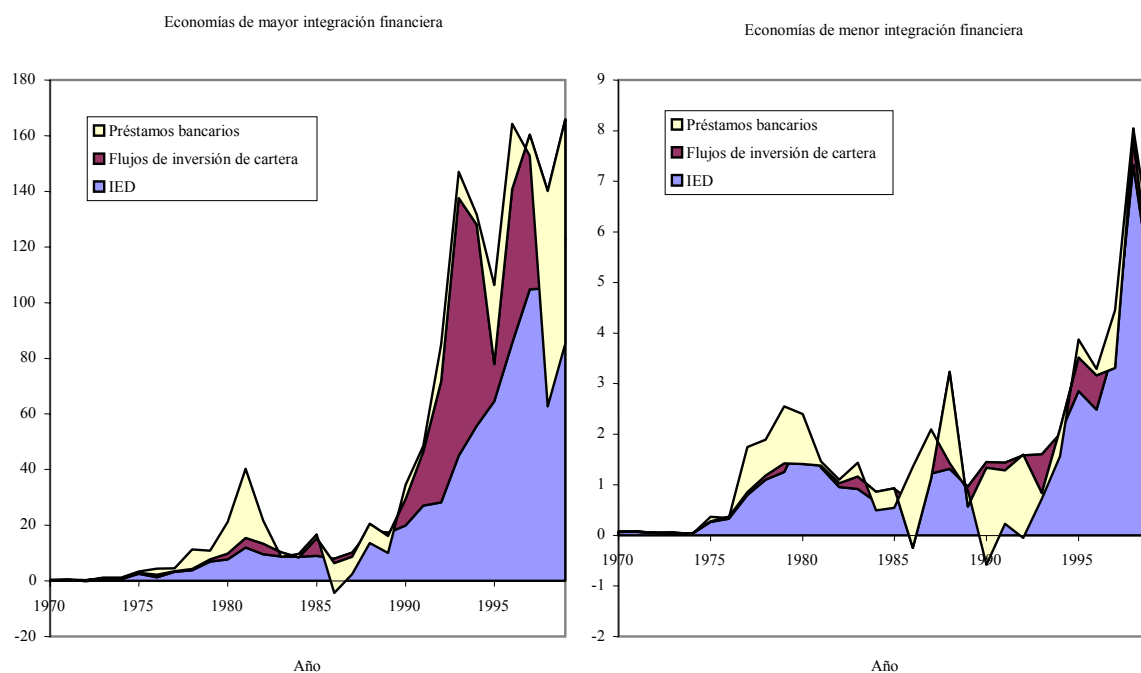
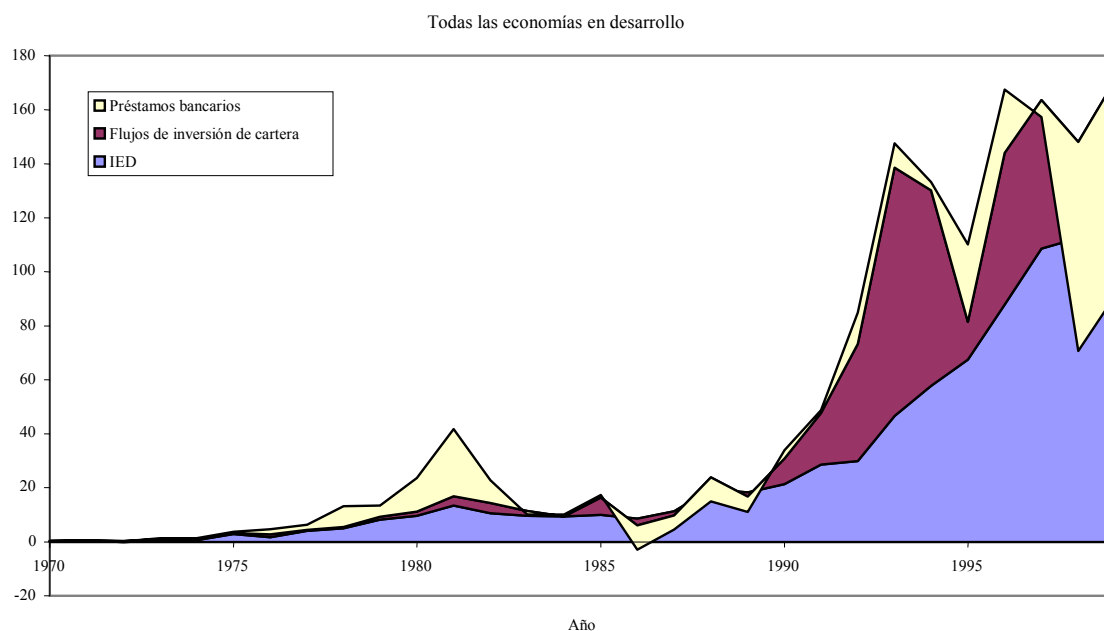
Gráfico 2. Flujos brutos de capital
(Porcentaje del PIB)



Fuentes: *Perspectivas de la economía mundial*, *Estadísticas financieras internacionales*.

Las escalas de la izquierda en ambos paneles son diferentes.

Gráfico 3. Flujos netos de capital privado
(Miles de millones de dólares de EE.UU.)



Fuente: *Perspectivas de la economía mundial*.

Nota: Los préstamos bancarios a las economías de mayor integración financiera fueron negativos entre 1997 y 1999.

aumento más importante se ha producido en IED y flujos de inversión de cartera, mientras que la importancia relativa de los préstamos bancarios ha disminuido un poco. De hecho, los préstamos bancarios netos fueron negativos durante algunos años en la época de la crisis de Asia.

La mayor parte del aumento de los flujos netos de IED de las economías avanzadas se ha destinado a las economías de mayor integración financiera, y apenas una pequeña fracción ha ido a las de menor integración (gráfico 3, paneles inferiores). Los flujos netos de cartera muestran una tendencia similar, a pesar de que ambos tipos de flujos a las economías de mayor integración financiera sufrieron una acentuada merma tras la crisis asiática y no han variado demasiado desde entonces. Las economías de menor integración financiera han dependido mucho más de los préstamos bancarios (y, aunque aquí no se indica, de corrientes oficiales, como créditos y donaciones). A finales de los años setenta y comienzos de los noventa hubo un repunte de los préstamos bancarios a este grupo de países.

Otra característica importante de estos flujos es que difieren mucho en materia de volatilidad. En el cuadro 1 se muestra la volatilidad de la IED, los flujos de inversiones de cartera y los préstamos bancarios dirigidos a las economías en desarrollo. La IED es la menos volátil de las diferentes categorías de flujos de capital privado hacia las economías en desarrollo, algo previsible dado su carácter a largo plazo y relativamente fijo. En comparación con la IED, los flujos de inversión de cartera tienden a ser mucho más volátiles y propensos a vuelcos abruptos. Estas tendencias se mantienen si se examinan por separado ambos tipos de economías. Incluso en el caso de las de menor integración financiera, la volatilidad de la IED es muy inferior a la de otros tipos de flujos¹². Esta diferencia en la volatilidad relativa de las distintas categorías tiene implicaciones importantes que se analizarán posteriormente en más detalle.

C. Factores que originan el aumento de los flujos de capital norte-sur

El aumento de los flujos netos de capital privado hacia las economías de mayor integración financiera, así como las variaciones de su composición, pueden dividirse en factores de atracción y de rechazo (Calvo, Leiderman y Reinhart (1993)), que se relacionan, respectivamente, con i) políticas y otros acontecimientos en estos países y ii) cambios en los mercados financieros mundiales. La primera categoría comprende factores que han estimulado las entradas del exterior, como la liberalización del mercado bursátil y la

¹²Corroborando estos resultados, Taylor y Sarno (1999) determinan que las corrientes de IED son más persistentes que otras. Hausmann y Fernandez-Arias (2000) obtienen una confirmación menos contundente de este resultado y señalan también que, si bien la volatilidad de la IED ha ido en aumento con el tiempo, sigue siendo menor que la de otros tipos de flujos. Al interpretar los resultados surge una inquietud válida respecto de un posible error de clasificación de los diferentes tipos de flujos de capital. Puesto que la mayoría de los estudios citados aquí se basan en fuentes de datos similares, el problema no puede solucionarse fácilmente examinando sus conclusiones.

Cuadro 1. Volatilidad de los diferentes tipos de entradas de capital

	IED/PIB	Préstamos/PIB	Inv. cartera/PIB
Desviaciones típicas (mediana de cada grupo)			
Economías de mayor integración financiera	0,007	0,032	0,009
Economías de menor integración financiera	0,010	0,036	0,002
Coefficientes de variación (mediana de cada grupo)			
Economías de mayor integración financiera	0,696	1,245	1,751
Economías de menor integración financiera	1,276	1,177	2,494
Coefficientes de variación de algunas economías de mayor integración financiera			
Corea	0,591	2,039	1,338
Filipinas	0,921	0,956	1,979
Indonesia	0,820	0,717	1,722
Malasia	0,490	4,397	3,544
México	0,452	2,048	2,088
Tailandia	0,571	0,629	1,137

Fuente: Wei (2001). Cálculos correspondientes al período 1980–96. En la muestra solo se han tomado los países que tienen por lo menos ocho observaciones válidas durante el período para las tres variables y una población de por lo menos un millón de habitantes en 1995. Los totales de entradas de IED, préstamos bancarios e inversiones de cartera del exterior se obtuvieron de distintas ediciones del *Anuario de estadísticas de balanza de pagos* del FMI.

privatización de empresas estatales. La segunda abarca la importancia cada vez mayor de los certificados de depósito y las cotizaciones en varias bolsas así como el surgimiento de los inversionistas institucionales entre los participantes clave de los flujos de capital internacional hacia los mercados emergentes.

Las oportunidades de inversión que brinda la liberalización de los mercados bursátiles —que, entre otras cosas permite el acceso de los inversionistas externos— han hecho crecer los flujos de capital que van hacia las economías de mayor integración financiera. Si se quiere averiguar la medida en que han variado las limitaciones al acceso de los inversionistas externos a las bolsas de estos países, conviene examinar un nuevo indicador de la liberalización bursátil que mide las restricciones relativas a la propiedad de capitales nacionales por parte de extranjeros. Este indicador, elaborado por Edison y Warnock (2001), es obviamente solo un componente de los controles de capital, pero sirve para elaborar modelos de estos flujos. En el gráfico 4 se puede apreciar que los mercados bursátiles de las economías de mayor integración financiera de distintas regiones se han liberalizado a buen ritmo, tanto en intensidad como en rapidez¹³.

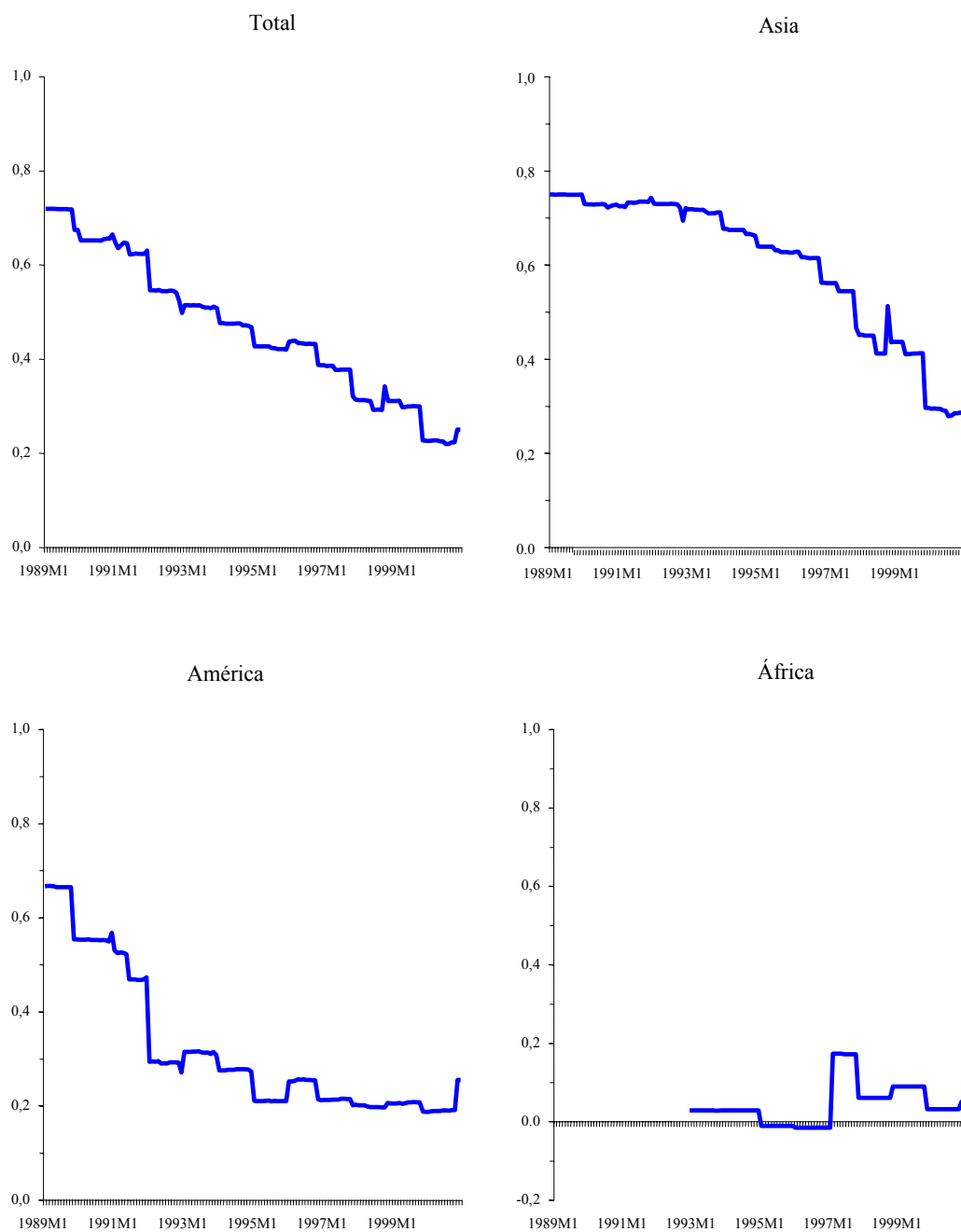
Las fusiones y adquisiciones, sobre todo las resultantes de la privatización de empresas estatales, fueron un importante factor subyacente del incremento de los flujos de IED hacia los países de mayor integración financiera durante los años noventa. La suavización de las restricciones a la participación extranjera en el sector financiero de estas economías también ha dado un impulso notable a este factor¹⁴.

Los inversionistas institucionales en los países industriales (como los fondos mutuos de inversión, los fondos de pensiones, los fondos de inversión de alto riesgo y las compañías

¹³El índice de liberalización bursátil está basado en dos índices que prepara la Corporación Financiera Internacional (CFI) para cada país: el índice global (IFCG) y el índice de valores de inversión (IFCI). El primero representa la totalidad del mercado mientras que el segundo representa la parte del mercado que está a disposición de los inversionistas extranjeros, disponibilidad que determina la CFI a partir de criterios jurídicos y de liquidez. Edison y Warnock (2001) proponen utilizar la relación entre la capitalización de mercado del IFCG y la del IFCI como un indicador de la liberalización del mercado bursátil. Se trata de un indicador cuantitativo del grado de acceso que tienen los inversionistas extranjeros a los mercados de capital de un país; puede interpretarse que 1 menos esta relación es un indicador de la intensidad de los controles de capital en este contexto.

¹⁴El informe *Global Development Finance* de 2001 del Banco Mundial señala que la IED en el sector financiero de América Latina se ha producido a través de adquisiciones de bancos privados del país, haciendo subir el porcentaje de activos bancarios bajo control extranjero de 8% en 1994 a 25% en 1999. En Asia oriental, los inversionistas extranjeros adquirieron bancos locales que atravesaban dificultades financieras, con lo cual dicho porcentaje subió de 2% en 1994 a 6% en 1999.

Gráfico 4. Restricciones a la propiedad extranjera
(Economías en desarrollo de mayor integración financiera)



Fuente: Edison y Warnock (2001).

Nota: Este índice mide la intensidad de las restricciones impuestas al acceso de los inversionistas extranjeros a los mercados de capital de países determinados.

de seguros) han cumplido una función importante encauzando los flujos de capital de las economías industriales hacia las que se encuentran en desarrollo. Han ayudado a los inversionistas particulares a superar las barreras de información y los costos de transacción que en el pasado limitaban las asignaciones de cartera a los mercados emergentes. Concretamente, los fondos mutuos de inversión han sido instrumentos importantes para la diversificación de carteras personales mediante tenencias en países en desarrollo¹⁵. A pesar de dedicar apenas una fracción de sus carteras a las tenencias en países de mayor integración financiera, los inversionistas institucionales internacionales tienen una presencia importante en estas economías, dado el tamaño relativamente reducido de sus mercados de capital. Los fondos que se concentran exclusivamente en los mercados emergentes controlan en promedio entre el 5% y el 15% de la capitalización de mercado de Asia, América Latina y las economías en transición.

A pesar de la desaceleración de los flujos de capital norte-sur a raíz de las crisis recientes de los mercados emergentes, es probable que ciertas fuerzas estructurales provoquen una reactivación a mediano y largo plazo. Los cambios demográficos representan un impulso importante para tales flujos y los aumentos previstos de las tasas de dependencia por envejecimiento de la población son un reflejo de las profundas modificaciones que están ocurriendo en los países industriales. Es probable que esta tendencia se haga más pronunciada en las próximas décadas, a causa de los avances de la tecnología médica que han alargado el promedio de vida y la disminución de la tasa de fecundidad. El financiamiento de las necesidades de consumo posteriores a la jubilación de una población que envejece rápidamente exigirá aumentos de las actuales tasas de ahorro, tanto público como privado, en estas economías. Pero aun si dichos aumentos se hacen realidad, es probable que den lugar a un retroceso de la tasa de rendimiento del capital en las economías avanzadas, sobre todo en relación con la de los países del Sur, en los que el capital es escaso. El resultado será una tendencia natural del capital a fluir hacia los países que ofrezcan mayores rendimientos potenciales¹⁶.

¹⁵La presencia de fondos mutuos de inversión en los países de mayor integración financiera aumentó sustancialmente durante los años noventa. Por ejemplo, los fondos de inversión dedicados exclusivamente a los mercados emergentes tenían US\$21.000 millones en acciones de América Latina a finales de 1995. A finales de 1997, esa cifra había subido a US\$40.000 millones. El auge de estos fondos en Asia fue menos pronunciado, pero su presencia sigue siendo importante en muchos países de esa región. Véase un estudio detallado sobre los fondos de inversión de alto riesgo en Eichengreen y Mathieson (1998).

¹⁶Lo apropiado sería, obviamente, comparar las tasas de rendimiento del capital *ajustadas en función de los riesgos* de los países. Brooks (2002) examina la incidencia de las tendencias demográficas en los flujos de capital norte-sur, utilizando, entre otras cosas, proyecciones de las tasas de fecundidad en diferentes grupos de países. Attanasio y Violante (2000) sostienen que si se fomentaran dichos flujos, se lograrían efectos muy importantes en el bienestar
(continuación)

Todas estas fuerzas indican de manera implícita que, a pesar de los recientes cambios bruscos de dirección de los flujos de capital norte-sur, los países en desarrollo volverán a enfrentar el equilibrio delicado de oportunidades y riesgos que entraña la globalización financiera. A continuación se intentará determinar si las ventajas de la integración financiera compensan los costos de una mayor exposición a los vaivenes de los flujos de capital internacionales.

III. LA INTEGRACIÓN FINANCIERA Y EL CRECIMIENTO ECONÓMICO

Los modelos teóricos han identificado varios cauces a través de los cuales la integración financiera internacional puede ayudar a fomentar el crecimiento económico en el mundo en desarrollo, pero empíricamente ha sido difícil encontrar una dependencia causal sólida entre la integración financiera y el crecimiento.

A. Ventajas teóricas de la globalización financiera

Existen, en teoría, varios canales directos e indirectos que permiten a la globalización financiera potenciar el crecimiento en los países en desarrollo. En el gráfico 5 se hace un resumen de los posibles canales —que están en cierta forma interrelacionados— utilizando un esquema que es útil para examinar los datos empíricos relativos a la importancia cuantitativa de cada uno.

Canales directos

Aumento del ahorro interno

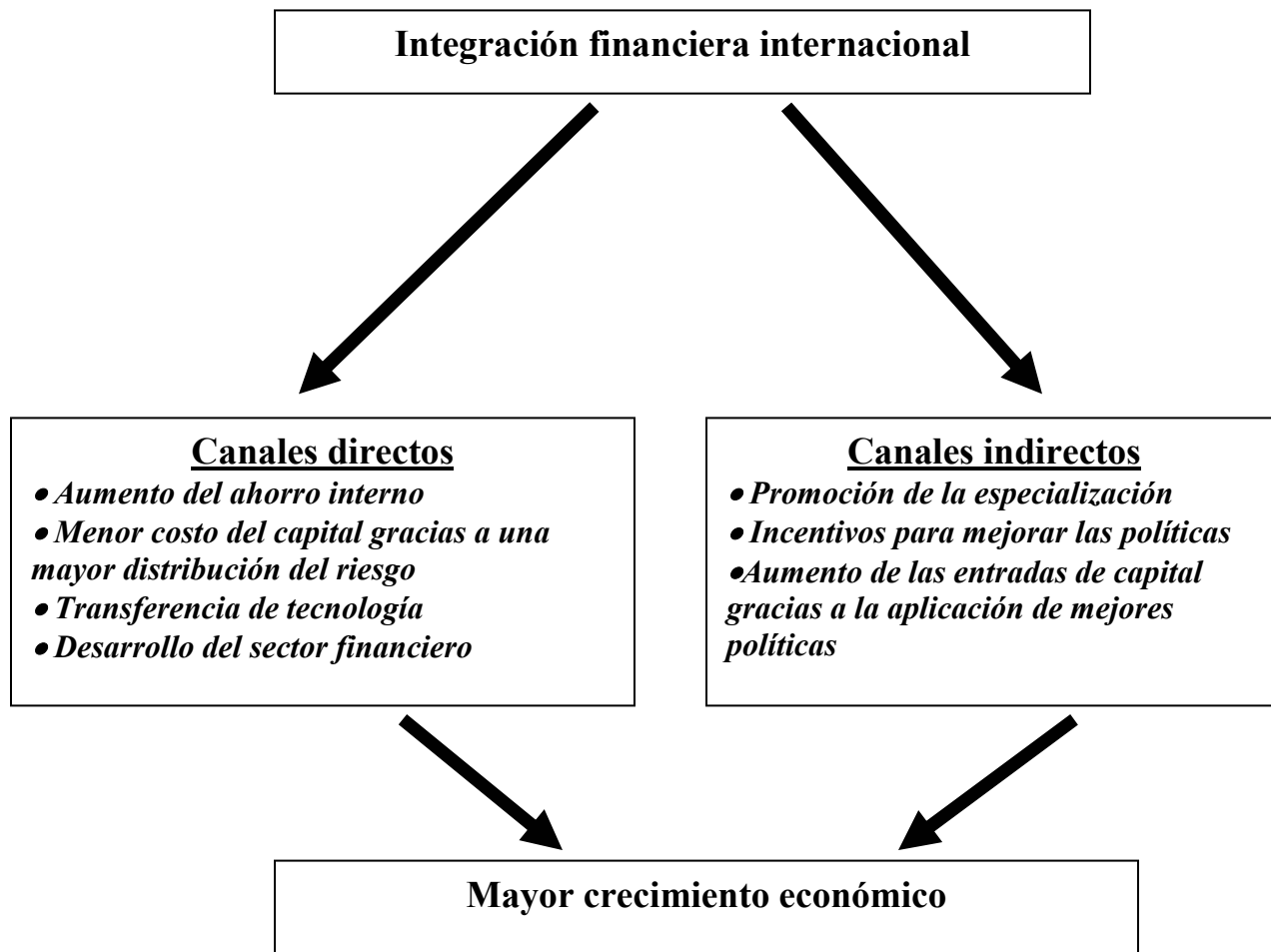
En principio, los flujos de capital norte-sur benefician a ambos grupos: permiten un aumento de la inversión en los países en los que escasea el capital y, a la vez, brindan un rendimiento más alto que el que ofrecen los países en los que abunda, lo que reduce la tasa libre de riesgo en los países en desarrollo.

Reducción del costo del capital por medio de una mejor distribución del riesgo

Los modelos de determinación de precios de los activos internacionales indican que la liberalización de los mercados bursátiles mejora la asignación del riesgo (Henry (2000a) y Stulz (1999a,b)). Primero, al haber más oportunidades de distribuir el riesgo entre inversionistas externos e internos, sería más fácil diversificarlo. A su vez, esto alienta a las empresas a incrementar la inversión total, y esto redundaría en un mayor crecimiento. Además, conforme aumentan los flujos de capital, también lo hace la liquidez del mercado bursátil del país, lo cual serviría para reducir aún más la prima de riesgo del capital y, por ende, el costo de obtener capital de inversión.

mundial. Esto supone la ausencia de una fuerte movilidad laboral sur-norte, que podría atenuar los cambios demográficos e influir en las tasas relativas de rendimiento del capital.

Gráfico 5. Mejora del crecimiento económico por medio de la integración financiera



Transferencia de conocimientos tecnológicos y administrativos

Las economías financieramente integradas parecen atraer un porcentaje desproporcionado de IED, que podría tener un efecto tecnológico secundario y permitir la transmisión de mejores prácticas administrativas así como el aumento de la productividad agregada y del crecimiento económico (Borensztein, De Gregorio y Lee (1998), G. D. A. MacDougall (1960), “The Benefits and Costs of Private Investment from Abroad: A Theoretical Approach”, *Economic Record* (marzo), págs. 13–35, y Grossman y Helpman (1991)).

Estímulo del sector financiero interno

Se ha señalado ya que los flujos internacionales de inversión de cartera pueden incrementar la liquidez de los mercados bursátiles internos. También pueden obtenerse otras ventajas si aumenta el número de bancos locales de propiedad extranjera (Levine (1996); Caprio y Honohan (1999)). En primer lugar, la participación de los bancos extranjeros puede facilitar el acceso a los mercados financieros internacionales. Segundo, puede ayudar a mejorar el marco normativo y de supervisión del sector bancario del país. Tercero, los bancos extranjeros suelen introducir una variedad de instrumentos y técnicas financieras y promover avances tecnológicos en los mercados locales. La llegada de estos bancos tiende a incrementar la competencia, lo cual a su vez redundará en un mejoramiento de la calidad de los servicios financieros internos y un aumento de la eficiencia de la asignación.

Canales indirectos

Fomento de la especialización

Por intuición se sabe que la especialización de la producción puede aumentar la productividad y el crecimiento. Sin embargo, si se carece de un mecanismo para la gestión del riesgo, una estructura productiva muy especializada provocará gran inestabilidad del producto y, por ende, del consumo. Las inquietudes que suscita la exposición a esta mayor volatilidad pueden disuadir a los países de emprender una especialización a favor del crecimiento; la mayor volatilidad también conllevará por lo general tasas globales más bajas de ahorro e inversión. En principio, la globalización financiera podría cumplir un papel útil ayudando a los países a participar en la distribución del riesgo a escala internacional y, consiguientemente, a reducir la inestabilidad del consumo. Este aspecto volverá a tratarse en la siguiente sección. Por el momento, basta señalar que la distribución del riesgo estimularía de forma indirecta la especialización, lo cual se traduciría en un aumento de la tasa de crecimiento. Este razonamiento lo explican Brainard y Cooper (1968), Kemp y Liviatan (1973), Ruffin (1974) e Imbs y Wacziarg (2002). Entre los países desarrollados y en ciertas regiones de estos países, se observan en efecto algunos indicios de que la mejor distribución del riesgo está asociada con un mayor grado de especialización (Kalemi-Ozcan, Sorensen y Yosha (2001)).

Aplicación de mejores políticas económicas

La integración financiera internacional podría aumentar la productividad de una economía a través de su efecto en la capacidad del gobierno para adherir en forma creíble a un rumbo futuro de la política económica. Más concretamente, el efecto disciplinario de la integración financiera podría cambiar la dinámica de la inversión interna en una economía, en la medida en que lleve a una reasignación de capital hacia actividades más productivas como respuesta a modificaciones de la política macroeconómica. En ocasiones, las autoridades nacionales se sienten inclinadas a aplicar medidas tributarias abusivas al capital físico, y semejante perspectiva tiende a desalentar la inversión y disminuir el crecimiento. La apertura financiera, aparte de sustentarse a sí misma, evita que el gobierno recurra a tales medidas en el futuro, dado que sus repercusiones negativas son, en este caso, mucho más graves. El modelo teórico de Gourinchas y Jeanne (2002) ilustra este concepto.

Señales

La voluntad de un país de proceder hacia la integración financiera podría interpretarse como una señal de que en el futuro se adoptarán políticas más favorables para la inversión extranjera. Bartolini y Drazen (1997a) sostienen que la eliminación de las restricciones a las salidas de capital puede actuar como señal y producir un aumento de las entradas. Muchos países, entre ellos Colombia, Egipto, España, Italia, México, Nueva Zelandia, el Reino Unido y Uruguay, han registrado importantes entradas de capital después de eliminar las restricciones a las salidas¹⁷.

B. Pruebas empíricas

A simple vista, parece haber una relación positiva entre la participación en el proceso de globalización financiera y el grado de desarrollo económico. En general, los países industriales están más integrados financieramente a la economía mundial que las naciones en desarrollo, de modo que aceptar la globalización parece ser parte de haber progresado en lo económico.

En el mundo en desarrollo también se nota que en los últimos 30 años las economías de mayor integración financiera crecieron a un ritmo más rápido que las de menor integración. Entre 1970 y 1999, el producto medio per cápita prácticamente se triplicó en el grupo de economías en desarrollo de mayor integración financiera, un aumento casi seis veces mayor que el registrado en las economías en que esta integración es menor. Esta tendencia a un mayor crecimiento que exhibe el primer grupo se repite en cada una de las tres décadas y caracteriza también al crecimiento del consumo y la inversión.

¹⁷ Véanse Mathieson y Rojas-Suarez (1993) y Labán y Larrain (1997).

Sin embargo, si la conclusión a partir de estos datos es que la integración financiera tiene un efecto positivo en el crecimiento, se plantean dos problemas. Primero, un examen más a fondo de la tendencia puede revelar su fragilidad. Segundo, estas observaciones denotan tan solo una relación entre la integración financiera internacional y los resultados económicos, y no necesariamente una dependencia causal. Dicho de otro modo, las observaciones no descartan la posibilidad de que exista una causalidad inversa, es decir, puede ser que los países que logran un crecimiento sólido también decidan participar en la integración financiera incluso si la globalización no contribuye directamente a un crecimiento más rápido y cuantitativamente sustancial.

Para formarse una idea de la relación que existe entre la apertura financiera y el crecimiento, en el cuadro 2 se presentan sendas listas de las economías en desarrollo de crecimiento más rápido y de crecimiento más lento (o declinación más rápida) durante el período 1980–2000. Algunos de los países se integraron financieramente en ese lapso, sobre todo en el último quinquenio de los años noventa¹⁸. Por lo tanto, cualquier resultado basado en el total de variaciones ocurridas durante este largo período debería interpretarse con cuidado. No obstante, cabe destacar algunas de las características del cuadro.

Una observación que se desprende claramente del cuadro es que la integración financiera *no es una condición necesaria* para lograr tasas de crecimiento altas. China e India las han logrado a pesar de que la liberalización de su cuenta de capital ha sido algo limitada y selectiva. Por ejemplo, si bien China se abrió bastante a la inversión extranjera directa, no lo hizo demasiado en el caso de la mayoría de los otros tipos de flujos de capital transfronterizos. Mauricio y Botswana pudieron alcanzar tasas de crecimiento muy sólidas durante el período, pero manteniéndose relativamente cerrados a los flujos financieros.

Una segunda observación es que la integración financiera *tampoco es una condición suficiente* para lograr una tasa de crecimiento económico rápido. Por ejemplo, durante el período en cuestión, Jordania y Perú se abrieron bastante a los flujos de capital extranjero, y sin embargo sus economías se contrajeron en lugar de crecer. Por otro lado, el cuadro 2 también indica que las economías en declinación tienden a ser más cerradas en el aspecto financiero, pero, como ya se explicó, no se advierte con claridad la dirección de la causalidad.

¹⁸En el cuadro 2 se presentan las tasas de crecimiento del PIB real per cápita en unidades constantes de moneda local. Es posible que las tasas de crecimiento y el orden exactos de los países varíen si se utilizan otros indicadores, como el PIB per cápita en dólares o en base a la PPA.

Cuadro 2. Economías con tasas de crecimiento más rápido y más lento durante 1980–2000 y su estado de apertura financiera

	Economías de crecimiento más rápido, 1980–2000	Variación porcentual total del PIB per cápita	¿Mayor integración financiera?		Economías de crecimiento más lento, 1980–2000	Variación porcentual total del PIB per cápita	¿Mayor integración financiera?
1	China	391,6	Sí/No		Haití	-39,5	No
2	Corea	234,0	Sí		Níger	-37,8	No
3	Singapur	155,5	Sí		Nicaragua	-30,6	No
4	Tailandia	151,1	Sí		Togo	-30,0	No
5	Mauricio	145,8	No		Côte d’Ivoire	-29,0	No
6	Botswana	135,4	No		Burundi	-20,2	No
7	RAE de Hong Kong	114,5	Sí		Venezuela	-17,3	Sí/No
8	Malasia	108,8	Sí		Sudáfrica	-13,7	Sí
9	India	103,2	Sí/No		Jordania	-10,9	Sí
10	Chile	100,9	Sí		Paraguay	-9,5	No
11	Indonesia	97,6	Sí		Ecuador	-7,9	No
12	Sri Lanka	90,8	No		Perú	-7,8	Sí

Nota: Tasa de crecimiento del PIB real per cápita, en unidades constantes de moneda local.

Fuente: Cálculos del personal según la base de datos de los *Indicadores del desarrollo mundial* del Banco Mundial.

Esta manera de analizar países con resultados extremos en materia de crecimiento es informativo solo hasta cierto punto; tiene que complementarse con un examen más exhaustivo de lo sucedido en un conjunto más grande de países utilizando un método más sistemático para medir la apertura financiera. Con el fin de ilustrar la relación con una óptica más amplia, en el gráfico 6 puede verse un diagrama de dispersión de la tasa de crecimiento del PIB real per cápita frente al aumento de la integración financiera entre 1982 y 1997. Básicamente estas variables no están relacionadas. En el gráfico 7 se muestra un diagrama de dispersión de estas dos variables una vez neutralizados los efectos del ingreso inicial, la escolaridad inicial, la relación inversión media/PIB, la inestabilidad política y la ubicación regional de un país. Una vez más, el gráfico no denota una relación positiva entre la integración financiera y el crecimiento económico. De hecho, esta observación no se limita al período ni a la cobertura de países, como lo revela un análisis amplio de otros estudios al respecto.

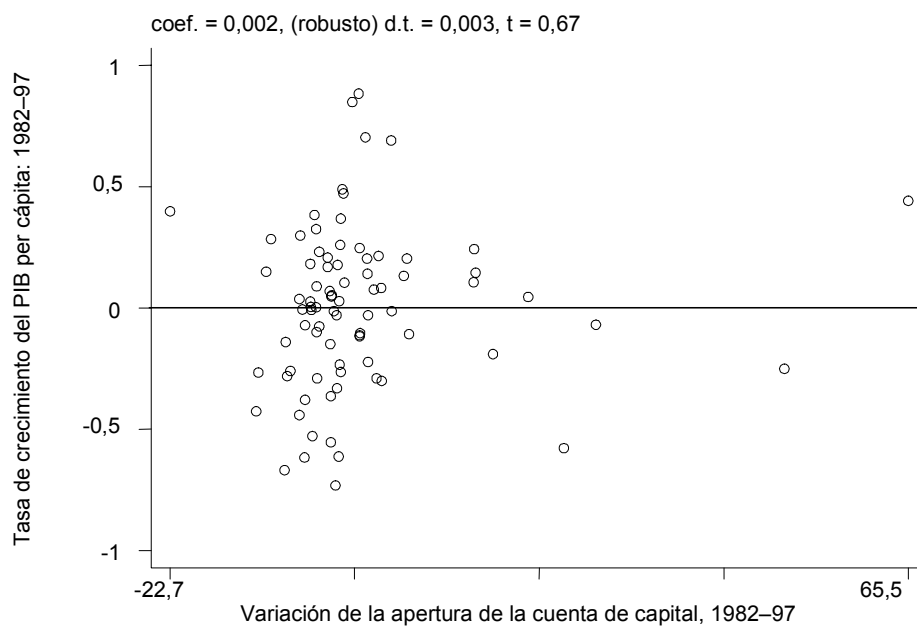
En varios estudios empíricos se ha tratado de examinar sistemáticamente si la integración financiera contribuye al crecimiento, utilizando distintos métodos para resolver el difícil problema de probar la causalidad. En el cuadro 3 se resumen los 14 estudios más recientes sobre el tema¹⁹. Tres de ellos dan cuenta de un efecto positivo de la integración financiera en el crecimiento. Sin embargo, la mayoría no encuentra efecto alguno o bien determina un efecto híbrido en el caso de los países en desarrollo. Se infiere entonces que, si la integración financiera incide positivamente en el crecimiento, el efecto probablemente no es claro ni sólido²⁰.

De los estudios resumidos en el cuadro 3, el de Edison, Levine, Ricci y Sløk (2002) es quizás el más completo y exhaustivo en lo que se refiere a indicadores de integración financiera y especificaciones empíricas. Los autores miden el grado de integración de un país basándose en las restricciones que el gobierno impone a las transacciones de la cuenta de capital tal como se registran en el informe anual sobre regímenes de cambio y restricciones cambiarias (AREAER) del FMI, y en el volumen observado de flujos de capital que cruzan la frontera, normalizados según el tamaño de la economía. El conjunto de datos del estudio abarca hasta 2000, el año más reciente analizado en todos los estudios sobre el tema. Además, los autores también emplean una metodología estadística que les permite abordar una eventual causalidad inversa; es decir, la posibilidad de que cualquiera de las relaciones observadas entre la integración financiera y el crecimiento pueda ser el resultado del mecanismo que las economías de crecimiento más dinámico tenderían a adoptar para liberalizar sus cuentas de capital. Después de realizar una serie de análisis estadísticos, el estudio llega a la conclusión de que, en general, la integración financiera no ejerce un efecto firmemente significativo sobre el crecimiento económico.

¹⁹ Se trata de una ampliación del estudio presentado en la edición de octubre de 2001 de *Perspectivas de la economía mundial*, y Edison, Klein, Ricci y Sløk (2002).

²⁰ Hay algunas pruebas de que distintos tipos de flujos de capital pueden incidir de manera distinta en el crecimiento (véase el recuadro 1).

Gráfico 6. Aumento de la apertura financiera y crecimiento del PIB real per cápita
Correlación simple, 1982–97

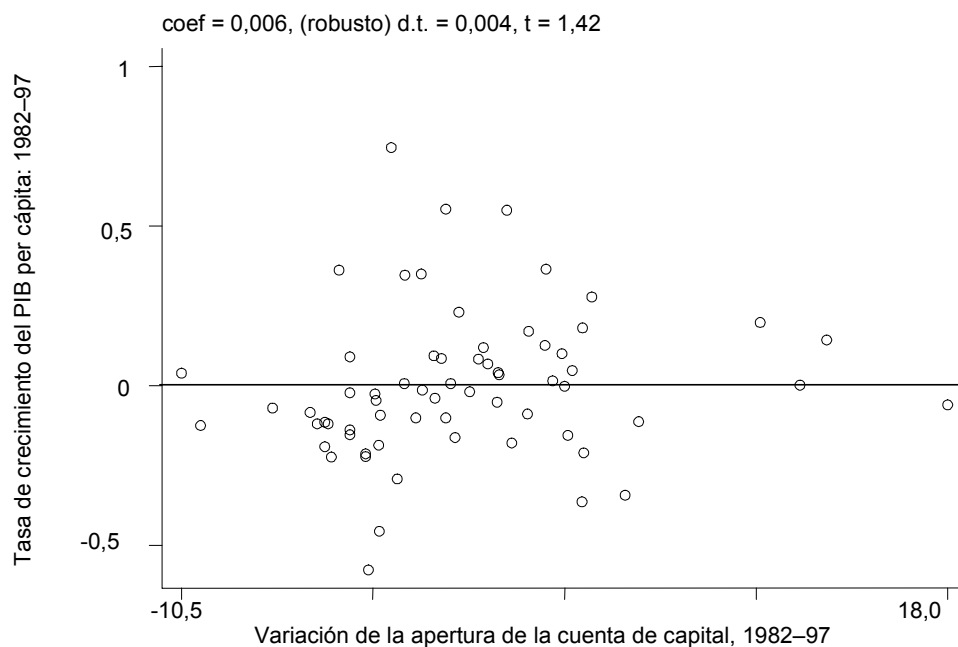


Nota: La apertura de la cuenta de capital se calcula como (entradas brutas de capital privado + salidas brutas de capital privado) / PIB.

Fuente: Cálculos del personal basados en los datos presentados en Wei y Wu (2002b).

Gráfico 7. Aumento de la apertura financiera y crecimiento del PIB real per cápita:
Relación condicional, 1982–1997

Condiciones: Ingreso inicial, escolaridad inicial, inversión media /PIB, inestabilidad política (revoluciones y golpes de Estado) y variables ficticias regionales, 1982–97



Nota: La apertura de la cuenta de capital se calcula como (entradas brutas de capital privado + salidas brutas de capital privado) / PIB.

Fuente: Cálculos del personal basados en los datos presentados en Wei y Wu (2002b).

Cuadro 3. Investigaciones recientes sobre integración financiera y crecimiento económico

Estudio	Número de países	Años de cobertura	Efecto en el crecimiento
Alesina, Grilli y Milesi-Ferretti (1994)	20	1950–89	Nulo
Grilli y Milesi-Ferretti (1995)	61	1966–89	Nulo
Quinn (1997)	58	1975–89	Positivo
Kraay (1998)	117	1985–97	Nulo / híbrido
Rodrik (1998)	95	1975–89	Nulo
Klein y Olivei (2000)	Hasta 92	1986–95	Positivo
Chanda (2001)	116	1976–95	Híbrido
Arteta, Eichengreen y Wyplosz (2001)	51-59	1973–92	Híbrido
Bekaert, Harvey y Lundblad (2001)	30	1981–97	Positivo
Edwards (2001)	62	Años ochenta	Nulo para los países pobres Nulo, o híbrido en el mejor de los casos
O'Donnell (2001)	94	1971–94	Híbrido
Reisen y Soto (2001)	44	1986–97	Híbrido
Edison, Klein, Ricci y Sløk (2002)	Hasta 89	1973–95	Híbrido
Edison, Levine, Ricci y Sløk (2002)	57	1980–2000	Nulo

Fuente: Ampliado por el personal en relación con la edición de octubre de 2001 de *Perspectivas de la economía mundial*, y Edison, Klein, Ricci y Sløk (2002).

Recuadro 1. Efectos de los distintos tipos de flujos de capital en el crecimiento

Los datos que se han ido acumulando en las publicaciones sobre el tema no apoyan firme y definidamente la idea de que los flujos de capital, cualesquiera sean, significan un estímulo importante para el crecimiento económico, sino que, en varios estudios, se ha sugerido que los distintos tipos de flujos pueden tener diferentes efectos.

Usando datos de los años ochenta, De Mello (1999) comprueba que los flujos de IED parecen promover el crecimiento económico en los países tanto en desarrollo como de la OCDE. Borenzstein, De Gregorio y Lee (1998) determinan que es posible detectar el efecto positivo de este tipo de inversión cuando los países receptores tienen un nivel de capital humano suficientemente alto.

La IED y otros tipos de flujos de capital hacia los países en desarrollo comenzaron a cobrar auge en la década de 1990 y, en consecuencia, es muy conveniente examinar lo comprobado con datos más recientes. Reisen y Soto (2001) estudian seis tipos distintos de flujos de capital —la inversión extranjera directa, la inversión en cartera de valores, la inversión en cartera de bonos, los créditos bancarios a largo plazo, los créditos bancarios a corto plazo y las corrientes financieras oficiales— empleando como marco una regresión de panel dinámica para tratar los problemas potenciales de endogeneidad y de variables faltantes, y abarcan 44 países durante el período 1986–97. De estos seis tipos de flujos de capital, solo dos, a saber la IED y la inversión en cartera de valores, tienen una vinculación positiva con las tasas ulteriores de crecimiento económico.

En otros estudios se han examinado los efectos de los distintos tipos de flujos de capital en la inversión en el país (y por lo tanto, en forma indirecta, en el crecimiento). Bosworth y Collins (1999) analizaron esas relaciones usando datos del período 1979–95 y prestando especial atención a las variaciones dentro de los países antes que entre países. Primero eliminaron de los datos los valores medios de los países y luego efectuaron una regresión de la parte que les corresponde a la inversión y al ahorro en varias formas de entradas de capital (en relación con el PIB). Determinaron así que una parte mayor de la IED y de los créditos bancarios guarda una asociación positiva con el aumento de la inversión interna. En cambio, la asociación entre las entradas de capital de cartera y la inversión interna, aunque positiva, carece de significación estadística. Estos autores trataron de examinar la posibilidad de que los movimientos de capital sean endógenos, vale decir que los flujos de capital y la inversión interna puedan ser determinados simultáneamente por un tercer factor común.

En el informe *Global Development Finance* (2001), del Banco Mundial, se repitió el estudio de Bosworth-Collins usando datos de un mayor número de países que cubrían un período más prolongado (1972–98), y se encontró que la asociación entre la IED (u otras entradas a largo plazo de capital o créditos bancarios) y la inversión interna es más fuerte que entre la deuda a corto plazo y la inversión interna. La asociación entre capital de cartera e inversión interna no tiene significación estadística.

En síntesis, según los distintos estudios que se mencionan aquí, la IED es una forma de entrada de capital que, en general y casi uniformemente, tiene una asociación positiva con la inversión interna y el crecimiento del país. Otros tipos de entradas de capital también podrían mostrar una relación positiva, pero sus efectos tienden a ser menos sólidos o menos fuertes.

C. Sinopsis

Es extraño que, a pesar de contar con una base teórica que luce muy firme, resulte tan difícil encontrar pruebas claras y firmes de que la integración financiera tiene un efecto en el crecimiento económico de los países en desarrollo, pero a lo mejor este resultado sí tiene cierta lógica. Varios investigadores ya han determinado que la mayoría de las diferencias del ingreso per cápita entre los países no se deben a distintas razones capital/trabajo, sino más bien a diferencias de la productividad total de los factores, que a su vez podrían atribuirse a factores “blandos” o de “infraestructura social”, como la gestión de gobierno, el Estado de derecho y el respeto a los derechos de la propiedad²¹.

En este caso, es posible que la integración financiera abra las puertas a mayores entradas de capital extranjero, pero es poco probable que, de por sí, dé un impulso apreciable al crecimiento. De hecho, si la gestión interna de gobierno no tiene suficiente firmeza, la integración financiera podría provocar un éxodo del capital nacional y, por tanto, desacelerar la tasa de crecimiento de la economía.

Este razonamiento se puede ilustrar con los resultados obtenidos por Senhadji (2000). Entre 1960 y 1994, la tasa media de crecimiento del producto per cápita correspondiente a los países de África subsahariana fue la más baja entre los grupos regionales de países en desarrollo. Las diferencias en acumulación de capital físico y humano explican solo en parte las diferencias en las tasas de crecimiento de los distintos países. La brecha de la productividad total de los factores es el principal elemento al que se atribuyen las diferencias en las tasas de crecimiento.

²¹Véanse los trabajos de Hall y Jones (1999); Senhadji (2000); Acemoglu, Johnson y Robinson (2001); Easterly y Levine (2001) y Rogoff (2002) sobre cómo la diferencia de productividad justifica las diferencias de ingreso entre países. Gourinchas y Jeanne (2003) es el único estudio en el que se comparan directamente las ventajas obtenidas de la integración financiera internacional y las vinculadas a un aumento de la productividad. Valiéndose de un modelo calibrado, los autores demuestran que las mejoras de bienestar derivadas de una integración financiera perfecta se aproximan a un incremento permanente de un 1% en el consumo de una economía típica ajena a la OCDE. En cambio, un aumento de la productividad de la magnitud registrada en Corea después de la guerra genera una mejora del bienestar cien veces más importante. Las mejoras menos sustanciales que se obtienen de la integración financiera se deben al hecho de que, en promedio, los países menos adelantados no se encuentran muy lejos de su nivel potencial de capital. Los países que no pertenecen a la OCDE son menos desarrollados, pero no por escasez de capital, sino porque la calidad de las instituciones, la política económica y otros factores frenan la productividad (véase el apéndice II).

Otra posible causa de las dificultades para detectar un efecto de la integración financiera en el crecimiento son las costosas crisis bancarias que algunos países en desarrollo han sufrido durante el proceso de integración financiera. Según Kaminsky y Reinhart (1999), la liberalización financiera interna, si va acompañada de una liberalización de la cuenta de capital y sigue una secuencia imperfecta, hace más probable que se produzcan crisis bancarias o cambiarias, las cuales suelen acarrear caídas del producto. Por lo tanto, puede ser que las ventajas de la integración financiera no se vean reflejadas en las observaciones²².

Resulta interesante contrastar los estudios empíricos sobre los efectos de la integración financiera con los relativos a los efectos de la integración del comercio. Salvo algunos escépticos (Rodríguez y Rodrik (2001)), una abrumadora mayoría de los estudios empíricos llegan a la conclusión de que la apertura del comercio ayuda a promover el crecimiento económico. Dichos estudios utilizan técnicas diversas, como estudios de casos y regresiones comparativas de países. En un examen reciente de las principales investigaciones empíricas sobre este tema, Berg y Krueger (2002) determinan que “distintas pruebas corroboran la opinión de que la apertura comercial contribuye sustancialmente al crecimiento”. Además, “regresiones comparativas entre países del nivel de ingreso en varios factores determinantes indican en general que la apertura es la variable más importante de política”.

La disparidad de efectos entre la integración financiera y la del comercio también se repite en otras investigaciones empíricas (véase el recuadro 2). Como alternativa del análisis del efecto en el crecimiento económico o en el nivel de ingreso, puede examinarse la influencia de la apertura comercial y financiera en el estado de salud de una sociedad. Usando datos correspondientes a 79 países en desarrollo, Wei y Wu (2002) presentan varias pruebas en el sentido de que un aumento más rápido de la apertura del comercio —especialmente si se lo mide en función de la reducción de los aranceles— está ligado a un incremento más rápido de la esperanza de vida y una reducción más pronunciada de la mortalidad infantil, incluso si se tienen en cuenta el efecto del ingreso, las instituciones y otros factores. La mayor integración financiera, por el contrario, no está vinculada a una mejora más rápida de la salud de una sociedad, lo que revela que, tanto en el ámbito de la salud como en los trabajos sobre crecimiento, es más difícil encontrar una influencia positiva de la integración financiera que de la integración del comercio en el caso de los países en desarrollo.

²²Al respecto, véanse los casos de países en Ishii y otros (2002).

**Recuadro 2. Efectos de la integración financiera y del comercio en el desarrollo económico:
Pruebas basadas en la esperanza de vida y la mortalidad infantil**

A modo de opción distinta para examinar el efecto de la apertura en el crecimiento económico, en este recuadro preguntamos: ¿Ayudan la apertura financiera y la del comercio a aumentar la esperanza de vida y reducir la mortalidad infantil en los países en desarrollo? ¿Son distintos sus efectos?

Hay tres razones para analizar estos interrogantes. Primero, puesto que la esperanza de vida y la mortalidad infantil son aspectos importantes del bienestar de una sociedad, son temas que interesa considerar por derecho propio. Segundo, los datos sobre el nivel de ingreso o el crecimiento provienen de las cuentas nacionales. Así pues, todos los estudios del crecimiento económico tienen que utilizar variaciones de fuentes de datos similares. En comparación, las estadísticas demográficas provienen de una fuente totalmente distinta (a saber, los registros de nacimientos y defunciones) y habitualmente las preparan organismos públicos diferentes. Por lo tanto, permiten verificar de modo independiente y complementario el efecto de la apertura en los medios de vida de las personas. Tercero, para comparar los niveles de ingreso o las tasas de crecimiento de los distintos países, es necesario efectuar ciertos ajustes del ingreso nominal en función de la paridad de poder adquisitivo (PPA). Los ajustes PPA disponibles hoy en día quizá no sean confiables (Deaton (2001)). En cambio, las definiciones de vida y de muerte son las mismas en todos los países, de modo que el grado de comparabilidad es mayor que el de los datos de pobreza, del ingreso o de su distribución.

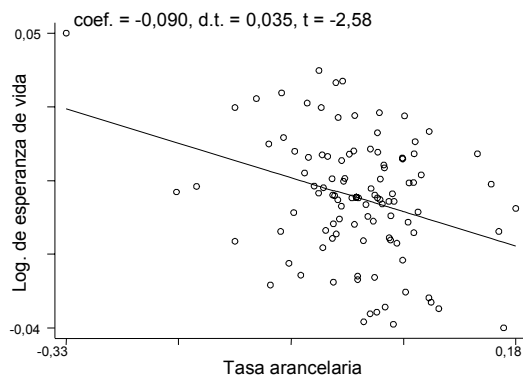
Se examinan los datos de 79 países en desarrollo del período 1962–97, un conjunto que abarca todos aquellos para los que se tienen los datos pertinentes, en los cuales las variaciones de la mortalidad infantil y la esperanza de vida no están dominadas por guerras generalizadas, genocidios, hambrunas o estallidos de la epidemia del SIDA. Las regresiones de panel, tanto con efectos fijos por país como las dinámicas, se emplean para explicar otros factores que pueden afectar a la salud y la posible endogeneidad de las variables de apertura.

Los resultados, que se resumen en el gráfico 8, parecen indicar que los efectos de la apertura financiera son distintos de los de la apertura del comercio. No hay asociación positiva y sólida alguna en los países en desarrollo entre un aumento más rápido de la integración financiera y una mejora acelerada de la salud de una sociedad. En comparación, hay varias pruebas aisladas que sugieren que una mayor integración del comercio está vinculada con una mayor celeridad del aumento de la esperanza de vida y de la reducción de la mortalidad infantil. Por ejemplo, una reducción de 11 puntos porcentuales en el arancel reglamentario medio —aproximadamente igual a una desviación estándar de la variación de esta tasa arancelaria en el período 1962–97— significa la muerte de 3 a 6 niños menos por mil nacidos vivos, incluso después de compensar los efectos de las variaciones del ingreso per cápita, el promedio de educación de las mujeres y otros factores.

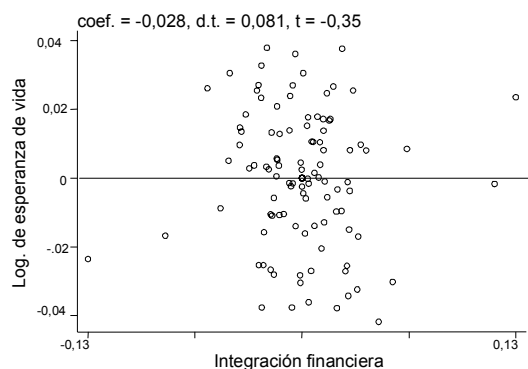
Fuente: Wei y Wu (2002b).

Gráfico 8. Disparidad de los efectos de la integración financiera y comercial en las mejoras de salud

A diferencia de un aumento de la integración financiera, una barrera comercial más baja está vinculada a una esperanza de vida más larga.

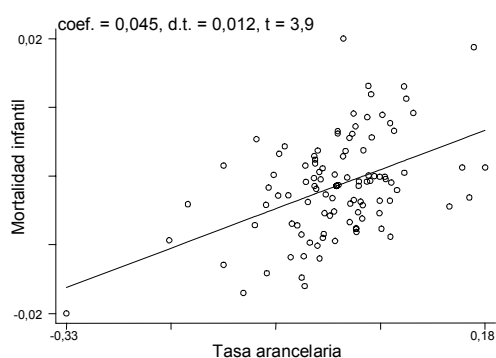


Nota: sujeto a ingreso per cápita, años de escolaridad, médicos por cada 1.000 habitantes, democracia y efectos fijos del país.

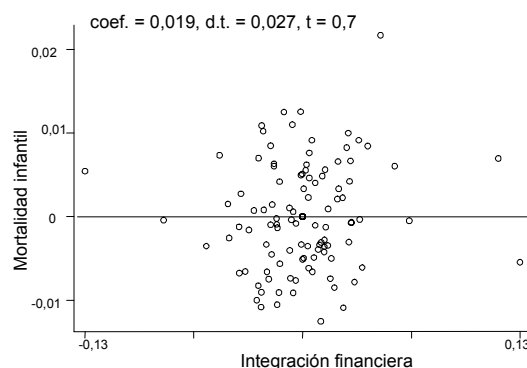


Nota: sujeto a tasa arancelaria, ingreso per cápita, años de escolaridad, médicos por cada 1.000 habitantes, democracia y efectos fijos del país.

A diferencia de un aumento de la integración financiera, una barrera comercial más baja está vinculada a una menor mortalidad infantil.



Nota: sujeto a ingreso per cápita, años de escolaridad, médicos por cada 1.000 habitantes, democracia y efectos fijos del país.



Nota: sujeto a tasa arancelaria, ingreso per cápita, años de escolaridad, médicos por cada 1.000 habitantes, democracia y efectos fijos del país.

Notas: Los ejes verticales de los gráficos superiores indican el logaritmo de esperanza de vida al nacer (en años). Los ejes verticales de los gráficos inferiores indican la mortalidad infantil, definida como el número de niños menores de un año que mueren por cada 1.000 nacidos vivos. La tasa arancelaria es el promedio de la que fija la ley. La integración financiera se mide con (entradas brutas de capital privado + salidas brutas de capital privado) / PIB.

Fuente: Cálculos del personal basados en Wei y Wu (2002b).

El contraste entre la apertura financiera y comercial puede enseñar mucho en materia de política. Al contrario de la apertura comercial, cuyos beneficios parecen obtenerse con pocos requisitos previos, el aprovechamiento de los beneficios de la integración financiera exige varias condiciones. En la sección V se trata esta cuestión más a fondo.

Cabe señalar que la apertura del comercio y la financiera pueden ser complementarias²³. Por ejemplo, si un país protege algunos de sus sectores ineficientes con fuertes barreras comerciales, es posible que las entradas de capital acaben beneficiando a dichos sectores y agravando la ineficaz asignación de recursos. De esta manera, la apertura financiera sin apertura del comercio podría en realidad *disminuir* la eficiencia de un país.

Sin duda, el hecho de que la integración financiera no tenga un efecto fuerte y definido en el crecimiento económico no significa necesariamente que las teorías que plantean tal vínculo están erradas. Podría decirse que las teorías se ocupan de los efectos a largo plazo, y la mayoría de ellas evitan el detalle del fortalecimiento institucional y de la gestión de gobierno y otros factores “blandos” necesarios para que los canales que se supusieron surtan efecto. De hecho, puede ser que a los países en desarrollo no les quede otra alternativa a la larga que consolidar las vinculaciones financieras para mejorar su potencial de crecimiento a largo plazo. El problema es cómo controlar los riesgos a corto plazo que parecen acompañar a la globalización financiera. La integración, sin un conjunto adecuado de condiciones previas, podría generar pocos beneficios en lo que se refiere al crecimiento y más inestabilidad del producto y del consumo a corto plazo, tema que se analiza a continuación.

IV. GLOBALIZACIÓN FINANCIERA Y VOLATILIDAD MACROECONÓMICA

En principio, la integración financiera internacional debería ayudar a los países a reducir la volatilidad macroeconómica. En la siguiente sección se presenta un análisis, complementado con nuevas pruebas empíricas, que parece indicar que los países en desarrollo, en particular, no se han beneficiado de dicha integración. Con frecuencia, el proceso de liberalización de la cuenta de capital ha ido acompañado de una mayor vulnerabilidad a las crisis. La globalización ha acrecentado estos riesgos ya que las vinculaciones financieras pueden amplificar los efectos de perturbaciones tanto reales como financieras.

²³ En la edición de septiembre de 2002 de *Perspectivas de la economía mundial* se hace hincapié en este concepto.

A. Volatilidad macroeconómica²⁴

Uno de los beneficios de la globalización es que en teoría puede ofrecer mejores oportunidades para reducir la volatilidad mediante la diversificación del riesgo. Presuntamente, esos beneficios son aun mayores en los países en desarrollo, de por sí expuestos a una volatilidad más aguda porque sus estructuras de producción están menos diversificadas que las de los países industriales. Sin embargo, las recientes crisis que se han registrado en algunos países de mayor integración financiera parecen indicar que, en realidad, la integración financiera puede incrementar la volatilidad.

¿Cuáles son las pruebas que se han podido acumular acerca del efecto de la globalización sobre la volatilidad macroeconómica? Al examinar este tema, es importante distinguir entre la volatilidad del producto y la del consumo. En los modelos teóricos, los efectos directos de la integración mundial sobre la volatilidad del producto son ambiguos. Por una parte, el acceso al capital que proporciona la integración financiera puede ayudar a los países en desarrollo desprovistos de capital a diversificar su base de producción. Por otra parte, la creciente integración financiera también puede dar lugar a una mayor especialización de la producción basada en las ventajas comparativas, con lo cual las economías se vuelven más vulnerables a las perturbaciones propias de ciertos sectores (Razin y Rose (1994)).

Independientemente de los efectos en la volatilidad del producto, la teoría apunta a que la integración financiera reduce la volatilidad del consumo. La posibilidad de reducir las fluctuaciones del consumo se considera un factor importante del bienestar económico. El acceso a los mercados financieros internacionales ofrece a los países mejores oportunidades para compartir el riesgo macroeconómico y, por ende, evitar fluctuaciones excesivas del consumo. La idea de fondo es que, puesto que la correlación entre las fluctuaciones del producto de los países no es perfecta, el comercio de activos financieros puede utilizarse para deshacer el vínculo entre los niveles de consumo nacional y los componentes de estas fluctuaciones del producto propios de cada país (véase Obstfeld y Rogoff (1998), capítulo 5). En el apéndice II este tema se analiza en profundidad y se demuestra que las ventajas para los países en desarrollo de reducir las fluctuaciones extremas del consumo pueden ser muy considerables²⁵.

Pese a la importancia que reviste este tema, las pruebas empíricas acerca de los efectos de la globalización sobre la volatilidad macroeconómica son bastante escasas; sobre todo, las que se han acumulado sobre la forma en que la integración financiera incide en la

²⁴Esta subsección se basa en gran medida en Kose, Prasad y Terrones (2003a).

²⁵En el apéndice III se examinan la posibilidad y las limitaciones de emplear títulos contingentes, como bonos indexados según el PIB, para ayudar a reducir la volatilidad del ingreso, sobre todo la que traen consigo las crisis de la deuda.

volatilidad son limitadas y ambiguas (véase el recuadro 3). Además, los estudios especializados se han limitado en gran medida a analizar los efectos de la integración financiera sobre la volatilidad del producto, y han prestado poca atención a la volatilidad del consumo. Por consiguiente, en el presente trabajo se ofrece nueva información empírica al respecto.

En el cuadro 4 se examina cómo ha evolucionado la volatilidad de diferentes agregados macroeconómicos a lo largo de las últimas cuatro décadas. En consonancia con los datos de la edición de *Perspectivas de la economía mundial* de septiembre de 2002, las economías de mayor integración financiera presentan, en promedio, una menor volatilidad del producto que las economías de menor integración financiera. Curiosamente, tanto en los países industriales como en las economías de menor integración financiera, la volatilidad promedio del producto disminuyó significativamente en los años noventa, pero la disminución fue mucho más pequeña en las economías de mayor integración financiera. Se observa algo semejante cuando se examina un indicador más amplio del ingreso que incluye los flujos de ingreso de los factores y los efectos de la relación de intercambio, especialmente importantes en los países en desarrollo. El gráfico 9 (panel superior), en que se presenta la evolución de la volatilidad promedio del aumento del ingreso de distintos grupos de países, confirma esos resultados e indica que no varían cuando los datos se desglosan en décadas, aunque hacia el final de la muestra sí se observa una mayor volatilidad entre los países de mayor integración financiera²⁶.

Del tercer panel de este cuadro se desprende que, al igual que la volatilidad del producto, en los años noventa la volatilidad promedio del consumo disminuyó tanto en los países industriales como en las economías de menor integración financiera. En las de mayor integración financiera, en cambio, la volatilidad del consumo privado en los años noventa aumentó con respecto a los años ochenta. Es posible que la volatilidad del consumo privado no sea un buen indicador porque el consumo público podría estar ocultando grandes fluctuaciones, sobre todo en los países en desarrollo. Es cierto, como se indica en el cuarto panel del cuadro 4, que el consumo total es generalmente menos volátil que el consumo privado. Sin embargo, estos resultados confirman que, en promedio, la volatilidad del consumo de los países industriales y de las economías de menor integración financiera ha seguido una tendencia decreciente en los años noventa. En cambio, en las economías de mayor integración financiera aumentó durante ese período. En el gráfico 9 (panel inferior), que presenta la evolución de la volatilidad promedio del aumento del consumo total durante un período móvil de 10 años, se observa un fenómeno similar. ¿Es posible que esa tendencia se deba sencillamente a la mayor volatilidad del ingreso de las economías de mayor integración financiera?

²⁶ El gráfico indica la desviación estándar mediana del aumento del ingreso de cada grupo de países, sobre la base de la desviación estándar de cada país durante un período móvil de 10 años.

Recuadro 3. Efectos de la globalización en la inestabilidad: Análisis de pruebas empíricas

Abundan los trabajos de carácter experimental que se dedican a examinar el efecto de la apertura financiera en el crecimiento económico, pero, en cambio, solo hay un limitado número de estudios que analizan la vinculación entre apertura e inestabilidad macroeconómica y, además, en los que se han realizado, no ha sido posible en general documentar una vinculación clara y empírica entre ambas. Razin y Rose (1994) analizan el efecto de la apertura financiera y del comercio en la inestabilidad del producto, el consumo y la inversión para una muestra de 138 países en el período 1950–88, sin encontrar una vinculación empírica significativa entre apertura e inestabilidad de estas variables.

Easterly, Islam y Stiglitz (2001) exploran los orígenes de la inestabilidad del producto usando los datos de una muestra de 74 países durante el período 1960–97. Encuentran que a un mayor nivel de desarrollo del sector financiero interno corresponde una menor volatilidad. Por otra parte, cuando aumenta el grado de apertura del comercio también lo hace la inestabilidad del producto, sobre todo en el caso de países en desarrollo. Los resultados a los que llegan indican que ni la apertura financiera ni la volatilidad de los flujos de capital tienen un efecto significativo en la inestabilidad del producto.

Buch, Dopke y Pierdzioch (2002) emplean los datos de 25 países de la OCDE para examinar el vínculo entre apertura financiera e inestabilidad del producto y sostienen que no hay una relación empírica uniforme entre ambas. Gavin y Hausmann (1996) estudian los factores que producen inestabilidad del producto en los países en desarrollo en el período 1970–92 y encuentran una asociación positiva y significativa entre la volatilidad de los flujos de capital y la inestabilidad del producto. O'Donnell (2001) considera el efecto de la integración financiera en la inestabilidad del crecimiento del producto en el período 1971–94 usando datos de 93 países y determina que una mayor integración se relaciona con una menor inestabilidad del producto en los países de la OCDE, o con una mayor inestabilidad si los países no pertenecen a la OCDE. Los resultados a los que llega sugieren también que los países que tienen un sector financiero más desarrollado pueden disminuir la inestabilidad del producto por medio de la integración financiera.

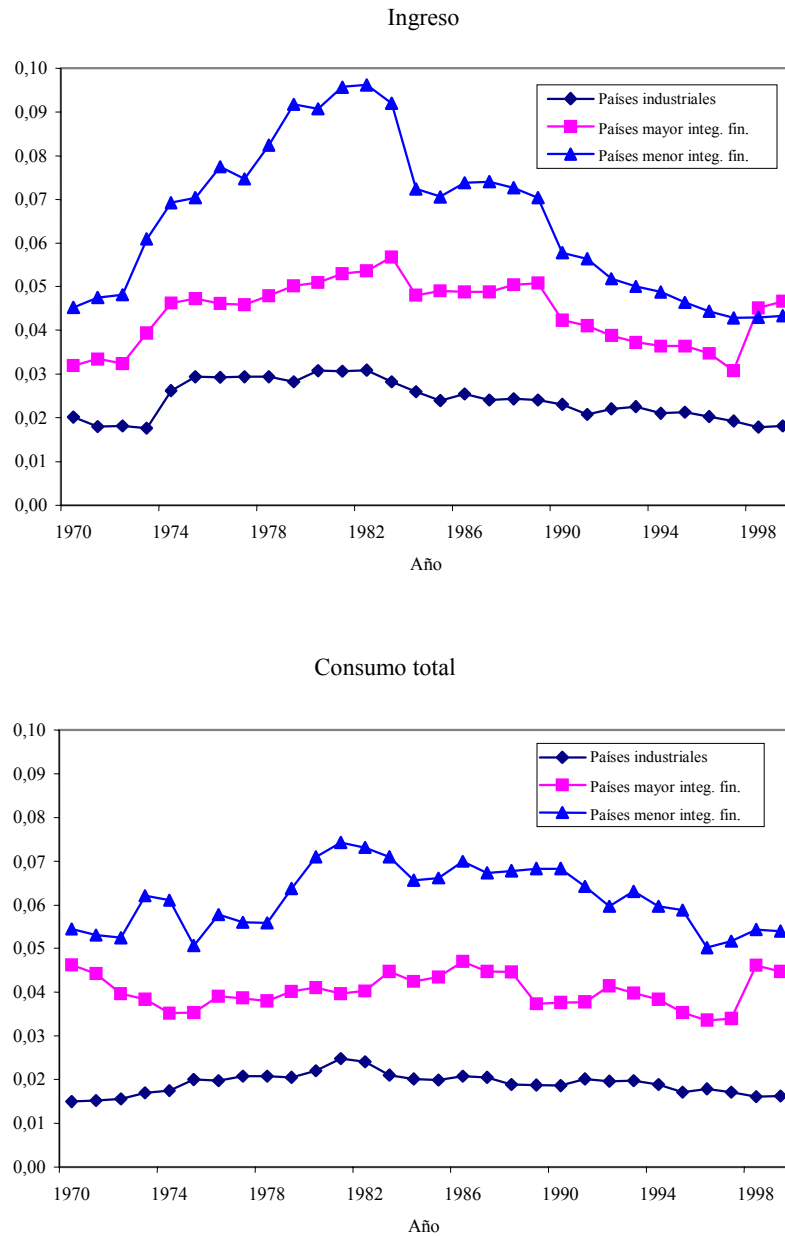
Bekaert, Harvey y Lundblad (2002) estudian el efecto de la liberalización del mercado bursátil en la inestabilidad del producto y del consumo durante 1980–2000 y hallan que, después de que se liberaliza, hay un descenso significativo de la inestabilidad tanto del producto como del consumo. La apertura de la cuenta de capital también la aminora, pero su efecto es menor que el de la liberalización del mercado bursátil. No obstante, también afirman que dicha apertura intensifica la inestabilidad del producto y del consumo en los países de mercados emergentes. En *Perspectivas de la economía mundial*, de septiembre de 2002, se mencionan algunas pruebas de que la apertura financiera se vincula con una menor inestabilidad del producto en países en desarrollo.

Cuadro 4. Volatilidad de las tasas anuales de crecimiento de un conjunto de variables
(Desviación estándar porcentual, mediana de cada grupo de países)

	<u>Muestra total</u>	<u>Década</u>			
	1960-99	Sesenta	Setenta	Ochenta	Noventa
Producto (Y)					
Países industriales	2,18 (0,23)	1,91 (0,26)	2,46 (0,28)	2,03 (0,30)	1,61 (0,14)
Economías de mayor integración financiera	3,84 (0,20)	3,31 (0,42)	3,22 (0,37)	4,05 (0,44)	3,59 (0,62)
Economías de menor integración financiera	4,67 (0,35)	3,36 (0,61)	4,88 (1,01)	4,53 (0,69)	2,70 (0,38)
Ingreso (Q)					
Países industriales	2,73 (0,34)	2,18 (0,33)	2,99 (0,40)	2,54 (0,29)	1,91 (0,30)
Economías de mayor integración financiera	5,44 (0,50)	3,60 (0,47)	5,43 (0,45)	5,45 (0,65)	4,78 (0,72)
Economías de menor integración financiera	7,25 (0,84)	4,42 (0,53)	9,64 (1,24)	7,56 (1,23)	4,59 (0,54)
Consumo (C)					
Países industriales	2,37 (0,30)	1,47 (0,27)	2,16 (0,25)	1,98 (0,28)	1,72 (0,20)
Economías de mayor integración financiera	5,18 (0,51)	4,57 (0,49)	4,52 (1,04)	4,09 (0,94)	4,66 (0,46)
Economías de menor integración financiera	6,61 (0,78)	5,36 (0,58)	7,07 (0,11)	7,25 (0,81)	5,72 (0,78)
Consumo total (C+G)					
Países industriales	1,86 (0,23)	1,38 (0,28)	1,84 (0,18)	1,58 (0,19)	1,38 (0,20)
Economías de mayor integración financiera	4,34 (0,47)	3,95 (0,51)	4,19 (0,54)	3,43 (0,84)	4,10 (0,53)
Economías de menor integración financiera	6,40 (0,56)	4,85 (0,55)	6,50 (0,93)	6,34 (0,91)	4,79 (0,82)
Razón consumo total (C+G)/ ingreso (Q)					
Países industriales	0,67 (0,02)	0,75 (0,09)	0,56 (0,03)	0,61 (0,06)	0,58 (0,06)
Economías de mayor integración financiera	0,81 (0,07)	0,92 (0,13)	0,74 (0,12)	0,76 (0,11)	0,92 (0,04)
Economías de menor integración financiera	0,80 (0,08)	0,95 (0,06)	0,68 (0,10)	0,82 (0,51)	0,84 (0,14)

Nota: A partir del panel inferior, se calcula primero la razón entre la volatilidad del aumento del consumo total y la volatilidad del aumento del ingreso de cada país. Las cifras representan la razón mediana de cada grupo. (Esa razón difiere de la razón entre la volatilidad mediana del aumento del consumo y la volatilidad mediana del aumento del ingreso.) El error estándar se indica entre paréntesis.

Gráfico 9. Volatilidad del aumento del ingreso y del consumo
(Desviación estándar durante un período móvil de 10 años;
mediana de cada grupo de países)



Fuente: Kose, Prasad y Terrones (2003a).

Llama la atención que para el grupo de países de mayor integración financiera, la volatilidad del consumo total con respecto a la del ingreso haya aumentado en los años noventa frente a períodos anteriores. El panel inferior del cuadro 4 indica la razón mediana entre la volatilidad del aumento del consumo total y la del aumento del ingreso de cada grupo de países. En las economías de mayor integración financiera, la razón aumentó de 0,76 en los años ochenta a 0,92 en los años noventa, pero se mantuvo esencialmente invariable en los otros dos grupos de países. Por lo tanto, el aumento de la volatilidad del consumo con respecto a la del ingreso en las economías de mayor integración financiera en los años noventa parece indicar que la integración financiera no ofreció a esas economías mejores oportunidades para evitar fluctuaciones extremas del consumo²⁷.

En el estudio de Kose, Prasad y Terrones (2003a), en que se presentan pruebas econométricas más formales, se emplean indicadores de las restricciones sobre la cuenta de capital y los flujos financieros brutos para captar las distintas características de la integración financiera y las diferencias en cuanto al grado de integración entre un país y otro y a lo largo del tiempo. El análisis confirma que la volatilidad relativa del consumo aumentó en los países que registran flujos financieros más grandes, incluso cuando se neutralizan variables macroeconómicas y características de los países como la apertura al comercio y la estructura industrial. Sin embargo, los autores también identifican un importante efecto umbral; a saber, más allá de un cierto nivel, la integración financiera reduce significativamente la volatilidad. Desafortunadamente, la mayoría de los países en desarrollo, incluidas las economías de mayor integración financiera, se encuentran muy por debajo de ese umbral²⁸.

¿A qué se debe que la volatilidad relativa del consumo haya aumentado precisamente en los países en desarrollo de mayor apertura a los flujos financieros? Una explicación es que las perturbaciones positivas en el aumento de la productividad y del producto que esos países registraron a fines de los años ochenta y principios de los años noventa ocasionaron auges del consumo que los inversionistas internacionales estaban dispuestos a financiar. Estos auges se vieron intensificados por el hecho de que muchos de estos países emprendieron una liberalización financiera interna al mismo tiempo que abrieron sus economías a los flujos financieros internacionales, lo cual redujo las restricciones de liquidez tanto para los particulares como para el conjunto del país. Cuando estas economías sufrieron perturbaciones negativas, sin embargo, perdieron rápidamente su acceso a los mercados internacionales de

²⁷Aunque la volatilidad del consumo privado y del consumo total de las economías de mayor integración financiera aumentó en los años noventa, sigue siendo menor en promedio que en las economías de menor integración financiera.

²⁸En el caso del indicador de integración financiera utilizado en el presente estudio, el umbral se sitúa en una razón equivalente a un 50% del PIB. Los países de la muestra cuyo grado de integración financiera es mayor son todos países industriales.

capital. En el caso del indicador de integración financiera utilizado en el presente estudio, el umbral se sitúa en una razón de un 50% del PIB. Los países de la muestra cuyo grado de integración financiera es mayor que ese umbral son todos países industriales.

En consonancia con esa explicación, un número cada vez mayor de estudios apuntan a que el carácter procíclico de los flujos de capital parece haber repercutido negativamente en la volatilidad del consumo de los países en desarrollo²⁹. Una de las manifestaciones de este efecto procíclico es el fenómeno de “bruscas detenciones” de los flujos de capital (véase Calvo y Reinhart (1999)). En términos más generales, el acceso a los mercados internacionales de capital incluye un elemento procíclico, que tiende a generar una mayor volatilidad del producto así como una excesiva volatilidad del consumo (con respecto a la del ingreso). El estudio de Reinhart (2002), por ejemplo, concluye que las calificaciones de los bonos soberanos tienen un efecto procíclico. Ya que dichas calificaciones ejercen fuerte influencia en los diferenciales de los bonos de los países en desarrollo, ello implica que el costo del endeudamiento en los mercados internacionales también es procíclico. Kaminsky y Reinhart (2002) presentan pruebas más directas del comportamiento procíclico de las entradas de capital³⁰.

B. Las crisis como casos especiales de volatilidad

Las crisis pueden considerarse episodios especialmente pronunciados de volatilidad. De hecho, la proliferación de las crisis financieras se considera con frecuencia como una de las características determinantes de la intensificación de la globalización financiera en las dos últimas décadas. Es más, el hecho de que las crisis recientes hayan afectado principalmente a las economías de mayor integración financiera ha dado lugar a que esos fenómenos se consideren la marca distintiva de la distribución desigual de los beneficios y los riesgos de la globalización. Ello plantea una serie de preguntas complejas: ¿Han cambiado las características de las crisis con el tiempo? ¿Cuáles son los factores que intensifican la vulnerabilidad a las crisis? ¿Son las crisis concomitantes inevitables de la globalización?

²⁹Esta noción del efecto procíclico se refiere a la correlación positiva entre las entradas de capital y la condición en que se encuentra el ciclo económico interno.

³⁰En el informe del Banco Mundial sobre los flujos mundiales de financiamiento para el desarrollo (*Global Development Finance Report (2001)*) también se presentan pruebas que apoyan un efecto procíclico de ese tipo. Además, según dicho informe, cuando el país en desarrollo confronta una perturbación que afecta negativamente al crecimiento del PIB, la magnitud de la reacción de las entradas de capital suele ser dos veces mayor que la que suscita una perturbación que redunde positivamente en el PIB. Ello se debe a que el reajuste a la baja de las calificaciones crediticias como consecuencia de una perturbación negativa es más rápido que el reajuste al alza tras una perturbación positiva.

Aunque ciertas características de las crisis financieras han, de hecho, cambiado con el tiempo, muchas son las mismas de siempre. Calvo (1998) califica a tales episodios de la segunda mitad de los años ochenta y los años noventa como crisis de la cuenta de capital, y los anteriores como crisis en cuenta corriente. Aunque ello parece indicar que los mecanismos de las crisis difieren, no necesariamente implica que las causas básicas sean diferentes. Kaminsky y Reinhart (1999) analizan el fenómeno de “crisis gemelas” en que se produce simultáneamente una crisis de balanza de pagos y otra en el sector bancario. Estos autores señalan que en los episodios que examinaron, las crisis monetarias suelen ser precedidas por la aparición de problemas en el sector bancario y que posteriormente la crisis monetaria exacerba la crisis bancaria, activando un espiral vicioso. Krueger y Yoo (2002), por ejemplo, sostienen que la imprudencia con que los bancos coreanos concedieron crédito a principios y mediados de los años noventa, sobre todo a los grandes conglomerados (*Chaebols*), contribuyó significativamente a la crisis monetaria de Corea en 1997. Por consiguiente, la apertura a los mercados de capital puede agravar distorsiones internas y tener consecuencias catastróficas (Aizenman (2002)).

Una diferencia clave en la evolución de las crisis es que, si bien los años setenta y ochenta se caracterizaron por crisis que afectaron tanto a las economías industriales como a los países en desarrollo, desde mediados de los años noventa las crisis se han transformado en dominio casi exclusivo de las economías en desarrollo³¹. Ello parece indicar que las economías avanzadas han logrado protegerse mejor por medio de políticas acertadas o que las causas básicas de la crisis han cambiado con el tiempo, incrementando por ende la vulnerabilidad relativa de las economías en desarrollo. En este contexto, cabe destacar que si bien la afluencia de capitales de los países industriales hacia las economías de mayor integración financiera ha aumentado acusadamente, los flujos de capital entre las economías industriales se han intensificado incluso más rápidamente en los últimos años. Por lo tanto, a juzgar por el volumen de los flujos de capital, no es evidente que, por sí sola, la evolución de la integración financiera haya sido la causa de las crisis en las economías de mayor integración financiera.

¿Es razonable aceptar la crisis como una característica natural de la globalización, del mismo modo que el ciclo económico se considera un fenómeno natural en las economías de mercado? Una diferencia clave entre estos fenómenos es que los costos macroeconómicos globales de las crisis financieras suelen ser muy elevados y mucho más persistentes. Calvo y Reinhart (2000, 2002) explican que las crisis monetarias en los mercados emergentes, que suelen ir acompañadas de detenciones súbitas o cambios de sentido de las entradas de capital

³¹De hecho, la crisis del MTC en los años noventa fue la única crisis significativa de los países industriales. En cierto sentido la prolongada recesión en Japón es también una crisis aunque la persistencia del declive en ese país, en que no se registraron súbitas reducciones del producto, no se ajusta a la definición convencional de una crisis.

externo, traen consigo efectos negativos considerables para el producto³². Además, después de una devaluación (o una gran depreciación) estas recesiones parecen ser mucho más graves en los mercados emergentes que en economías desarrolladas. Además, el costo social de las crisis, que suelen tener consecuencias distributivas significativas, aumenta pronunciadamente de no contarse con redes de protección social eficaces (véase, por ejemplo, Baldacci, de Mello e Inchauste (2002)).

C. ¿Contribuye la globalización financiera a intensificar la transmisión de la volatilidad?

¿A qué se debe la creciente vulnerabilidad de las economías en desarrollo a las crisis financieras? El riesgo de bruscas detenciones y de cambios de sentido de los flujos internacionales de capital hacia los países en desarrollo se ha acrecentado ya que actualmente son numerosos los países en desarrollo que dependen mucho de préstamos de bancos extranjeros o de la inversión de cartera de inversionistas extranjeros. Esos flujos de capital son sensibles no solo a la coyuntura en los países beneficiarios sino también a la situación macroeconómica en los países industriales. Mody y Taylor (2002), por ejemplo, han detectado casos de “escasez de capital internacional” utilizando un marco econométrico de desequilibrio explícito, en que los flujos de capital hacia los países en desarrollo se ven limitados por contracciones del lado de la oferta que obedecen a la situación en los países industriales³³. Estas vinculaciones financieras norte-sur, conjugadas con las vinculaciones reales descritas en secciones anteriores, representan otro cauce por el cual los ciclos económicos y otras perturbaciones de los países industriales pueden afectar a los países en desarrollo.

Las condiciones macroeconómicas en los países industriales (entre ellas, la fase en que se encuentra el ciclo económico y las tasas de intereses) inciden de distintas formas en los distintos tipos de flujo de capital dirigido hacia los mercados emergentes. Reinhart y Reinhart (2001) observan una fuerte correlación positiva entre la IED neta hacia las economías de mercados emergentes y el ciclo económico en Estados Unidos. Por otra parte,

³²Las crisis monetarias también pueden afectar a las empresas directamente y, al exacerbar los problemas del sector bancario, ocasionar una escasez de crédito aun mayor, incluso para empresas productivas y solventes. Mishkin (1999) sostiene que la escasez de crédito resultante de las fuertes contracciones del crédito bancario interno tras una crisis financiera ha sido una de las causas centrales de la intensificación de las crisis y de la reducción de inversión y la actividad económica. Rodrik y Velasco (2000) señalan que durante episodios de crisis, el hecho de que el crédito a corto plazo sea más difícil de renovar ejerce rápidamente presiones sobre la disponibilidad de liquidez, y trae consecuencias inmediatas para la inversión y el producto.

³³En ese estudio se examinan los flujos correspondientes a bonos, acciones y préstamos de consorcios hacia Brasil, Corea, México y Tailandia durante el período 1990–2000.

la correlación entre el crédito bancario a esas economías y el ciclo económico en Estados Unidos es negativa. Edison y Warnock (2001) concluyen que existe una correlación negativa entre los flujos de inversión de cartera en acciones procedentes de Estados Unidos y destinados a los principales países de mercados emergentes, y las tasas de interés y el aumento del producto en ese país. Ello se observa especialmente en el caso de los flujos hacia América Latina y, en menor grado, en la afluencia de capital hacia Asia. En consecuencia, la fuente de las entradas de capital que recibe una determinada economía de mayor integración financiera puede afectar significativamente a la índole de su vulnerabilidad frente a la volatilidad de los flujos de capital atribuible a conmociones en los países industriales³⁴.

Asimismo, el aumento de las correlaciones entre los mercados financieros de distintos países indica que los mercados emergentes corren el riesgo de verse atrapados en burbujas financieras. En este sentido, la intensificación del movimiento conjunto entre los mercados bursátiles de los países industriales y de mercados emergentes, sobre todo durante la burbuja bursátil de fines de los años noventa, es motivo de inquietud. Este riesgo es especialmente pronunciado para los mercados bursátiles relativamente poco desarrollados y diversificados de algunas economías de mercados emergentes. Por ejemplo, como se indicó anteriormente, la fuerte correlación entre los mercados bursátiles de los países industriales y de mercados emergentes durante el período de la burbuja refleja la preponderancia de las acciones del sector de la tecnología y las telecomunicaciones. Evidentemente, es difícil determinar en forma inequívoca si este fenómeno se habría producido incluso si no existiera globalización financiera, ya que en muchos casos la liberalización del mercado bursátil en esos países coincidió con la apertura a los flujos de capital.

Aunque el creciente desarrollo de los mercados bursátiles en las economías emergentes podría atenuar parte de este riesgo, al mismo tiempo podría acrecentar los efectos reales de esas perturbaciones financieras. Al respecto, Dellas y Hess (2002) sostienen que cuanto mayor sea el grado de desarrollo financiero mayor será la vulnerabilidad de los mercados bursátiles emergentes a influencias externas (tanto financieras como macroeconómicas). Agregan que ese efecto es fuerte incluso cuando se neutralizan los controles de capital y las vinculaciones comerciales³⁵. Por lo tanto, los efectos de las perturbaciones externas podrían transmitirse al sector real interno a través del mercado bursátil.

³⁴Cabe recordar, sin embargo, que si bien los tipos de sensibilidad al ciclo económico de los países industriales varían, los flujos de IED son generalmente menos volátiles y menos sensibles a los factores analizados en este estudio que los flujos de cartera o el crédito bancario.

³⁵Esos autores utilizan indicadores convencionales del desarrollo del sector privado basados en la estructura competitiva y la magnitud del sector de intermediación financiera en cada país.

Incluso los efectos de las perturbaciones reales suelen transmitirse más rápidamente y amplificarse por medio de los cauces financieros. Son numerosos los estudios que demuestran cómo la productividad, la relación de intercambio y las perturbaciones fiscales y otras conmociones reales se transmiten a través del comercio exterior³⁶. La reacción de los flujos transnacionales de inversión frente a perturbaciones específicas en los países ha sido tradicionalmente bastante fuerte³⁷. Los cauces financieros son otra vía por la cual pueden transmitirse los efectos de esas perturbaciones reales. Además, ya que la transmisión por dichos cauces es más rápida que por los cauces reales, las vinculaciones financieras incrementan considerablemente tanto la velocidad como la magnitud de los efectos de contagio internacionales provocados por las perturbaciones reales³⁸.

La intensificación de las vinculaciones financieras también ha generado efectos de contagio. Es probable que estos efectos adquieran creciente importancia a medida que aumenten las vinculaciones financieras y que los inversionistas busquen mayores rendimientos y mejores oportunidades de diversificación incrementando la proporción de tenencias internacionales en sus carteras y, como consecuencia de las reducciones de los costos de información y transacción, tengan una gama más amplia de oportunidades de inversión transfronteriza³⁹.

En los estudios especializados se definen dos categorías amplias de contagio: el basado en las variables fundamentales y el “puro”. La primera categoría se refiere a la transmisión transfronteriza de perturbaciones a través de vinculaciones reales o financieras.

³⁶Véanse Kouparitsas (1996); Blankenau, Kose y Yi (2001); Kose y Riezman (2001); y Kose (2002).

³⁷Véase Glick y Rogoff (1997), en que se presenta un análisis empírico de cómo las perturbaciones de la productividad específicas de distintos países afectan a la inversión nacional y a la cuenta corriente. Estos autores demuestran que la reacción a esas perturbaciones depende fundamentalmente de la persistencia de la perturbación. Kose, Otrok y Whiteman (2003) examinan el efecto que desempeñan factores nacionales e internacionales en las fluctuaciones del producto, el consumo y la inversión.

³⁸Por ejemplo, aunque una perturbación que afecte al aumento del PIB de un país pueda transmitirse gradualmente por el comercio exterior, podría tener un efecto mucho más rápido en la actividad económica de otro país debido a la correlación de las fluctuaciones del mercado bursátil. Si los países se caracterizasen por una integración perfecta gracias a sus vinculaciones comerciales y financieras, este resultado podría, por supuesto, reflejar una distribución óptima del riesgo.

³⁹Al margen de los efectos de contagio, Kose, Prasad y Terrones (2003b) sostienen que el aumento de las vinculaciones financieras tiene solamente un efecto reducido sobre las correlaciones del producto y del consumo entre los países.

En otras palabras, aunque un país tenga variables fundamentales frágiles, puede sucumbir a una crisis financiera si los inversionistas deciden reexaminar el riesgo que han asumido en el país o si optan por reequilibrar sus carteras tras producirse una crisis en otro país.

Análogamente, el crédito bancario puede dar lugar a efectos de contagio si un banco que ha asumido un riesgo considerable frente a un país en crisis se ve obligado a reequilibrar su cartera reajustando el crédito que otorga a otros países. Esta vía de transmisión bancaria, estudiada por Van Rijckeghem y Weder (2000) y Kaminsky y Reinhart (2001), puede ser especialmente virulenta ya que una proporción importante del crédito bancario a los mercados emergentes corresponde a préstamos a corto plazo. Si bien el contagio basado en las variables fundamentales solía manifestarse sobre todo a nivel regional, la crisis de Rusia demostró que puede tener un alcance internacional (Kaminsky y Reinhart (2002))⁴⁰.

El contagio puro, en cambio, representa otro tipo de riesgo ya que no reacciona fácilmente, al menos a corto plazo, a las políticas internas. Son numerosos los casos de vuelcos bruscos de los flujos internacionales de capital que no están claramente vinculados a cambios de las variables fundamentales. Durante estos episodios, el comportamiento de los inversionistas, que a veces se caracteriza por un efecto de manada o momentum, es difícil de explicar en el contexto de los modelos de optimización con información común y completa. Las asimetrías de la información, especialmente numerosas en los mercados emergentes, parecen desempeñar una importante función en este fenómeno (véase el recuadro 4). En estudios sobre temas relacionados, se sostiene que el contagio puro posiblemente refleje un cambio en la propensión de los inversionistas a asumir riesgos, pero no cabe la menor duda de que es difícil distinguir entre un cambio de actitud con respecto al riesgo en general y un cambio en los riesgos subyacentes (Kumar y Persaud (2002)). Por lo tanto, la integración financiera expone a los países en desarrollo no solo a la posibilidad de “contagio puro” sino también al riesgo de que los inversionistas provoquen un efecto desestabilizador pero no como reacción a las variables económicas fundamentales⁴¹.

⁴⁰Kim, Kose y Plummer (2001) examinan los efectos que tuvieron en la crisis de Asia el contagio basado en las variables fundamentales y el contagio puro.

⁴¹En Claessens y Forbes (2001) se presenta una compilación de ensayos sobre las distintas dimensiones de los efectos de contagio. Boyer, Gibson y Loretan (1999), y Forbes y Rigobon (2001) sostienen que los argumentos a favor del contagio puro son muy frágiles comparados con los que confirman la alternativa de efectos de contagio basados en las variables fundamentales. Corsetti y otros (2002) argumentan, a partir de supuestos más generales, que existen mayores pruebas del primer tipo de contagio. Bayoumi y otros (2003) afirman que existen pruebas de efectos de contagio “positivos” en el contexto del comportamiento de manada que caracteriza a la afluencia de capital hacia los mercados emergentes.

Recuadro 4. Efecto de manada y efecto momentum entre los inversionistas internacionales¹

Las crisis de los mercados emergentes de los años noventa han suscitado inquietudes acerca de la excesiva volatilidad de los flujos internacionales de capital, y los inversionistas internacionales han sido acusados de provocar desestabilización, mostrando una tendencia a actuar en manada o a operar por efecto momentum.

El **efecto de manada** suele definirse como lo que ocurre cuando los inversionistas mimetizan las acciones de los demás, a veces ignorando una información socialmente valiosa. Las racionalizaciones de este comportamiento incluyen desde el deseo de aprender de otros hasta las estructuras de incentivos para los administradores de fondos. Cuando las acciones son observables, puede producirse el deseo de aprender de otros, pero la información es, en parte, confidencial. En esos casos, tal vez lo óptimo sea depender exclusivamente de lo que hagan los demás. Si los inversionistas desconocen las capacidades de los administradores de fondos, pueden decidir compensar a éstos según su desempeño relativo, lo que a su vez sirve de incentivo para que los administradores reproduzcan las acciones de sus pares: los administradores de fondos no tienden a desviarse demasiado de los índices de referencia.

Los inversionistas se comportan también siguiendo el **efecto momentum**: estrategias que aconsejan comprar activos cuyos precios han estado en alza y vender aquellos cuyos precios han estado bajando. Este comportamiento también puede provocar desestabilización.

Todavía son pocas las pruebas empíricas acerca de estos efectos en el nivel internacional. En varios estudios se ha examinado el caso de Corea. Choe, Kho y Stultz (1999), por ejemplo, descubren pruebas de que hay caza del rendimiento y comportamiento gregario entre los inversionistas extranjeros antes de las crisis, pero no en todo el período que cubre la muestra. Kim y Wei (2002) examinan las transacciones de diferentes tipos de inversionistas de cartera en ese país antes y durante la crisis de Asia y determinan que los inversionistas institucionales no residentes adoptan con mayor frecuencia actitudes gregarias y realizan operaciones siguiendo el efecto momentum que los inversionistas extranjeros que residen en Corea.

Estos estudios comienzan a complementarse con otros de índole regional y mundial. Kaminsky, Lyons y Schmukler (2000) encontraron algunas pruebas del efecto momentum entre los fondos comunes de inversión en América Latina, que parece acentuarse durante las crisis. Griffin, Nardari y Stulz (2002) y Richards (2002) descubren que en las compras de los inversionistas extranjeros en los mercados emergentes de Asia oriental influyen mucho el rendimiento de las acciones en esos mercados y en los mercados desarrollados. Borensztein y Gelos (2002) hallan algunos indicios de estos dos efectos entre los fondos comunes de inversión de los mercados emergentes. Gelos y Wei (2002) documentan que el efecto de manada es menos pronunciado en los países que tienen tanto una política macroeconómica como un sector de empresas más transparentes.

Pese a los esfuerzos desplegados recientemente, el panorama obtenido hasta la fecha todavía es incompleto. Por ejemplo, se ha prestado una atención preferencial a los mercados de valores pero se ha acumulado muy poco conocimiento sistemático sobre la conducta de los bancos y los inversionistas de ingreso fijo.

1/ Preparado por Gastón Gelos.

D. Factores que incrementan la vulnerabilidad a los riesgos de la globalización

Según investigaciones empíricas, la composición de las entradas de capital y la estructura de vencimientos de la deuda externa están relacionadas con una mayor vulnerabilidad a los riesgos de la globalización financiera. Se ha demostrado que el peso relativo de las fuentes de financiamiento interno, que pueden emularse con las siguientes tres variables, está positivamente relacionado con la incidencia y la gravedad de las crisis monetarias y financieras: la razón entre el endeudamiento bancario u otros tipos de deuda y la inversión extranjera directa; la estructura de vencimientos de la deuda externa; y la proporción de la deuda externa denominada en moneda extranjera⁴². Detragiache y Spilimbergo (2002) encuentran sólidas pruebas de que las crisis de la deuda son más probables en países cuya deuda externa es de corto vencimiento⁴³. No obstante, la estructura de vencimientos no es siempre algo que pueda elegirse ya que, como sostienen los autores, con frecuencia los países cuyos fundamentos macroeconómicos son más frágiles se ven obligados a endeudarse con vencimientos más cortos porque no tienen acceso a préstamos a más largo plazo.

Además de las políticas macroeconómicas básicas, hay otras decisiones de política de carácter sistémico que también pueden incidir en la vulnerabilidad de las economías de mayor integración financiera. Las recientes crisis monetarias han puesto de manifiesto uno de los principales riesgos en este sentido. Los países en desarrollo que intentan mantener un régimen cambiario relativamente inflexible deben a menudo hacer frente al riesgo de que sus monedas sean objeto de ataques. Si bien las diversas modalidades de regímenes cambiarios fijos o semifijos ofrecen ciertas ventajas, la falta de políticas internas que sirvan de respaldo puede ocasionar a menudo el colapso del régimen cambiario cuando la economía sufre una perturbación negativa.

La integración financiera puede también intensificar los riesgos relacionados con la adopción de políticas fiscales imprudentes. El acceso a los mercados mundiales de capital puede dar lugar a un endeudamiento excesivo que se canaliza en gastos públicos improductivos. Posteriormente, la acumulación de elevados montos de deuda a corto plazo denominada en monedas fuertes expone a los países a perturbaciones externas o a cambios de actitud de los inversionistas. La experiencia de una serie de países de mayor integración financiera que sufrieron las consecuencias de haber acumulado deuda externa en esas

⁴²Véanse, por ejemplo, Frankel y Rose (1996), Radelet y Sachs (1998), y Rodrik y Velasco (1999).

⁴³Según algunos autores, también influye la composición monetaria de la deuda externa. Carlson y Hernández (2002) señalan que, durante la crisis de Asia, los países que tenían una mayor proporción de deuda en yenes obtuvieron resultados significativamente peores. Los autores atribuyen ese fenómeno a la asimetría entre la paridad cambiaria *de facto* y la moneda de denominación de la deuda.

condiciones apunta al mayor riesgo que entraña la falta de disciplina en la aplicación de políticas fiscales en un entorno de apertura de la cuenta de capital.

La prematura liberalización de la cuenta de capital también plantea serios riesgos cuando la reglamentación y supervisión financieras son inadecuadas⁴⁴. Si la reglamentación de los sistemas bancarios es deficiente y los mercados de capital internos presentan otras fallas, las entradas de capital extranjero pueden agravar las ineficiencias en esas economías. Por ejemplo, si las instituciones financieras nacionales tienden a canalizar el capital a empresas poco sólidas o que han asumido riesgos excesivos, la integración financiera podría conducir sencillamente a una intensificación de esos flujos⁴⁵. A su vez, desde el punto de vista de los balances del gobierno y las empresas, una afluencia de capitales prematura puede perjudicar la solidez de las instituciones financieras de producirse una perturbación macroeconómica negativa.

V. BENEFICIOS Y RIESGOS DE LA GLOBALIZACIÓN: CAPACIDAD DE ABSORCIÓN Y GESTIÓN PÚBLICA

Ciertas pruebas respaldan la tesis de que interviene un “efecto umbral” en la relación entre la integración financiera y el crecimiento económico. Es más, hay indicios preliminares que respaldan la noción de que una gestión pública de buena calidad va aparejada con una menor volatilidad y mayores beneficios de la integración financiera.

A. Los efectos “umbral” y la capacidad de absorción

Aunque es difícil establecer que la integración financiera ejerza un pronunciado y significativo efecto sobre el crecimiento económico, algunos estudios especializados sostienen que se producen diversos tipos de “efecto umbral”. Por ejemplo, hay información empírica de que el efecto de la inversión extranjera directa sobre el crecimiento depende del nivel de capital humano de los países en desarrollo. En países en que el capital humano es relativamente escaso, en el mejor de los casos se detecta un pequeño efecto positivo en los datos. En países cuya dotación de capital humano excede de determinado umbral, en cambio, hay pruebas de que la IED fomenta el crecimiento económico (Borenzstein, De Gregorio y Lee (1998)).

En términos más generales, cabría pensar que la capacidad de absorción de los países depende del capital humano, del desarrollo del mercado financiero propio y de la calidad de la gestión pública y la política macroeconómica. De la información empírica preliminar con

⁴⁴Véanse Ishii y Habermeier (2002), y Bakker y Chapple (2002).

⁴⁵Krueger y Yoo (2002) analizan de qué manera la interacción del capitalismo amiguista y la liberalización de la cuenta de capital prepararon el terreno para la crisis monetaria y financiera de Corea. Véase también Mody (2002).

que se cuenta se desprende que los flujos de capital extranjero no parecen incidir positivamente en la productividad de las empresas nacionales en países en que la capacidad de absorción es relativamente baja, pero sí se detectan efectos secundarios positivos en países en que la capacidad de absorción es relativamente alta (Aitken y Harrison (1999); Banco Mundial (2001); Bailliu (2000); Arteta, Eichengreen y Wyplosz (2001); Alfaro, Chandra, Kalemli-Ozcan y Sayek (2002)). Estos resultados respaldan la noción de que los países necesitan desarrollar su capacidad de absorción para poder aprovechar plenamente las ventajas de la globalización financiera.

En la siguiente subsección se analiza la función de la calidad de gobierno como elemento esencial de dicha capacidad. Se ha insistido repetidamente en la importancia de la gestión pública, sobre todo desde la crisis de Asia, pero hasta hace poco no se habían observado en la práctica pruebas sistemáticas de que la calidad de gobierno también está relacionada con la globalización financiera.

B. La calidad de gobierno como elemento importante de la capacidad de absorción

La expresión “calidad de gobierno” abarca una amplia gama de instituciones y normas. Si bien muchas están relacionadas entre sí y se complementan, convendría identificar al conjunto básico de dimensiones de la calidad de gobierno que son más pertinentes para el análisis de la integración financiera. Estas dimensiones son: la transparencia, el control de la corrupción, el Estado de derecho y la supervisión del sector financiero.

Según estudios recientes, la calidad de gobierno afecta a la capacidad de los países para beneficiarse de los flujos internacionales de capital. Como se explica en la sección III, de los diversos tipos de flujos de capital, la inversión extranjera directa (IED) es quizá la que más contribuye a incrementar el crecimiento económico del país receptor (Reisen y De Soto (2001))⁴⁶. Existe una relación muy estrecha entre la calidad de la gestión pública de los países y su capacidad para atraer inversión extranjera directa. Según datos recientes, y manteniendo constantes el tamaño del país, los costos de la mano de obra, las tasas impositivas, las leyes e incentivos específicamente dirigidos a empresas de participación extranjera, y otros factores, la inversión extranjera directa tiende a encauzarse hacia países con una buena gestión pública. Asimismo, el efecto cuantitativo de una gestión pública deficiente sobre la IED es considerable.

Para llegar a esa conclusión, la corrupción en los países que reciben IED puede medirse de distintas maneras, entre otras: la calificación de Transparencia Internacional, organismo no gubernamental mundial dedicado a la lucha contra la corrupción; el indicador que publican

⁴⁶Evidentemente, la inversión extranjera directa podría plantear problemas que se descubrirían en el futuro. Además, no siempre es fácil distinguir entre la IED y otros tipos de flujos de capital (Hausmann y Fernández-Arias (2000)).

conjuntamente la Universidad de Harvard y el Foro Económico Mundial en el Informe de Competitividad Mundial a partir de una encuesta internacional de empresas; y un indicador de una encuesta internacional de empresas a cargo del Banco Mundial. Los resultados que se obtienen de estos indicadores son bastante similares: la corrupción incide negativamente en el volumen de inversión extranjera directa que reciben los países⁴⁷. El efecto cuantitativo de la corrupción también es significativo cuando se lo compara con el efecto negativo que tiene el impuesto sobre la renta de las sociedades sobre la IED. Un aumento de una desviación estándar, por ejemplo, de la corrupción del país receptor puede llegar a representar un aumento de 30 puntos porcentuales de la tasa impositiva, desde el punto de vista de su efecto negativo sobre la IED (véanse el gráfico 10 y un análisis más detallado en Wei (1997, 2000a y 2000b))⁴⁸.

A partir de datos sobre la inversión extranjera en Europa central y oriental recopilados a nivel de las empresas, se sostiene en otro estudio que, además de reducir la cantidad de IED que reciben los países, las deficiencias en la gestión de gobierno local perjudican la calidad de la IED al desalentar actividades de empresas tecnológicamente más avanzadas de propiedad exclusivamente extranjera (Smarzynska y Wei (2000)).

Actualmente los gobiernos de muchos países en desarrollo tienen gran interés en atraer IED ofreciendo generosas ventajas o exenciones tributarias. De lo anterior puede deducirse que una forma más eficaz de atraer IED y fomentar la inversión interna sin tener que adoptar medidas que pudiesen reducir el ingreso tributario sería mejorar la gestión de gobierno nacional, sobre todo mediante la reducción de la corrupción.

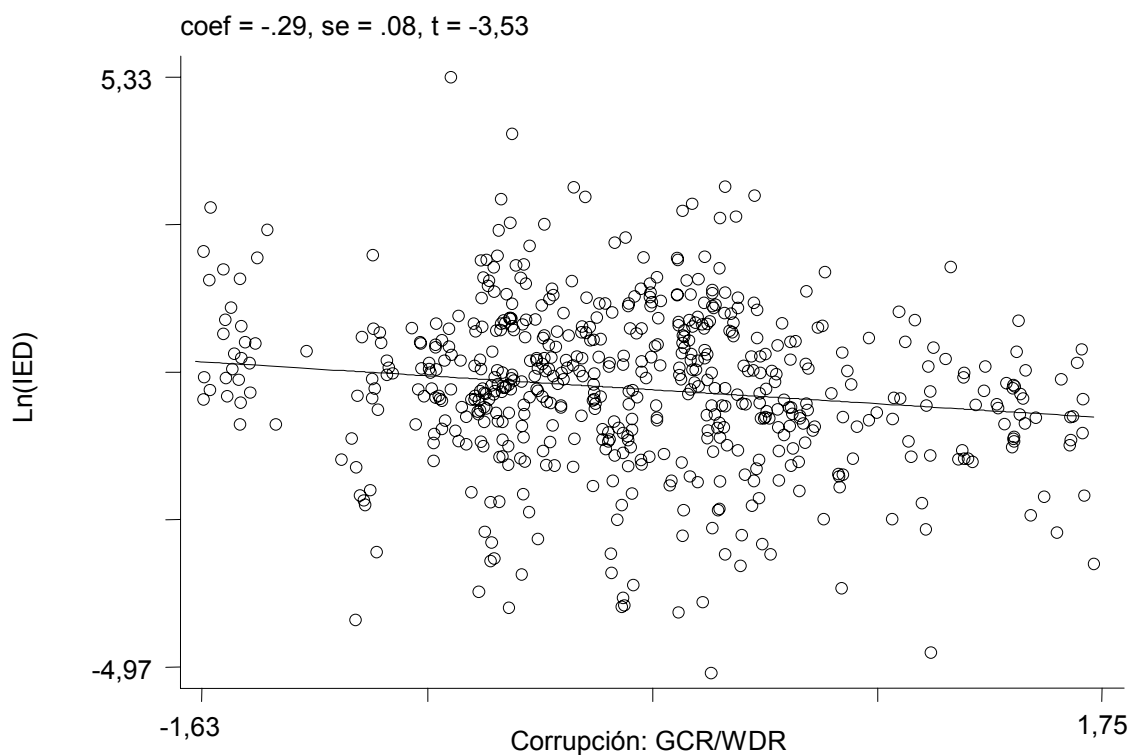
La transparencia de las operaciones públicas es otra de las dimensiones de la gestión de gobierno. Los países con los mayores niveles de transparencia tienden a recibir el mayor volumen de inversión de cartera a través de fondos internacionales de inversión colectiva (Gelos y Wei (2002) y gráfico 11). Ello es cierto incluso después de tener en cuenta la liquidez del mercado, el régimen cambiario, otros riesgos económicos y una serie de factores suplementarios (véase un análisis más detallado en el recuadro 5)⁴⁹.

⁴⁷En este contexto la expresión “corrupción” abarca las deficiencias en la gestión del sector público. Debido a que tiende a observarse una fuerte correlación entre los indicadores empíricos de las diferentes dimensiones de la gestión del sector público, es difícil identificar los efectos individuales de estos indicadores.

⁴⁸Business International clasificó a los 45 países receptores estudiados en Wei (2000a) a partir de una escala de corrupción de 1 a 10. La calificación media es 3,7 y la desviación estándar es 2,5. La tasa (marginal más alta) del impuesto sobre la renta de las sociedades de la muestra varía entre 10% y 59%. La mediana es 34% y la desviación estándar es 11%.

⁴⁹Cabe señalar que actualmente inversionistas institucionales muy influyentes, como el Fondo de Jubilación de Empleados Públicos del Estado de California (CalPERS) de Estados Unidos, vinculan explícitamente sus estrategias de inversión a indicadores de la calidad de gobierno.

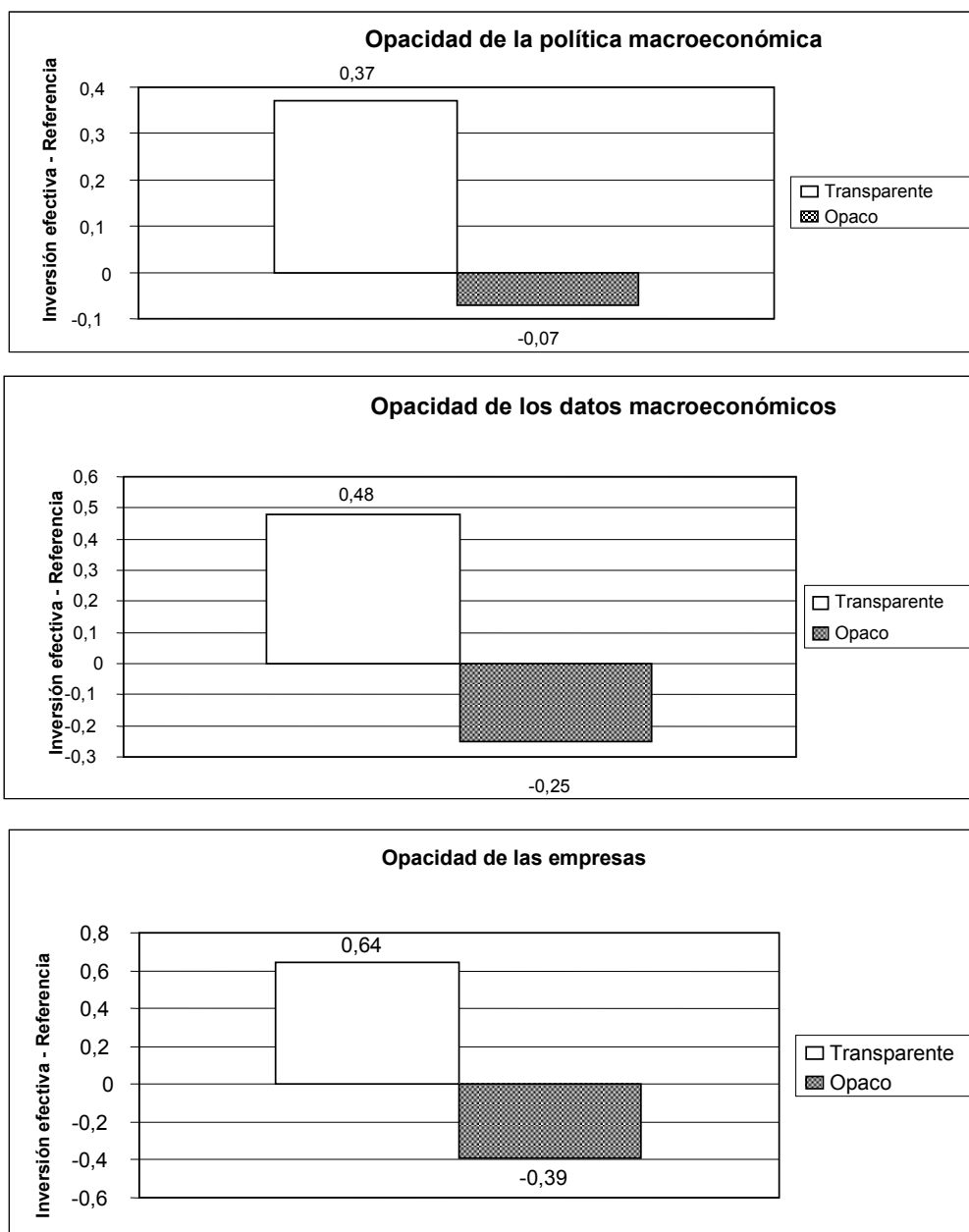
Gráfico 10. La corrupción y la inversión extranjera directa



Nota: Promedio de la inversión extranjera directa bilateral procedente de 14 de los principales países fuente hacia 41 países receptores durante el período 1996–1998. El índice de la corrupción del país receptor se calcula combinando los indicadores del Informe de Competitividad Mundial (GCR) (Foro Económico Mundial y Universidad de Harvard, 1997) y el *Informe sobre el desarrollo mundial* (Banco Mundial, 1997). Véase el análisis más detallado en Wei (2001).

Fuente: Cálculos del personal técnico basados en Wei (2001), cuadro 2, columna 2.

Gráfico 11. Diferencia entre las colocaciones efectivas de los fondos internacionales de inversión colectiva y la referencia MSCI: Países transparentes y países opacos



Nota: En el eje horizontal se indica la diferencia entre la proporción de las colocaciones efectivas de los fondos internacionales de inversión colectiva en un país dentro de su cartera total, expresada como un promedio de todos los fondos, y la proporción de capitalización del mercado bursátil de ese país, ajustado en función de su disponibilidad ante inversionistas extranjeros, dentro de una cartera de inversión mundial, de acuerdo con el índice internacional Morgan Stanley Capital International (MSCI) (en puntos porcentuales). Véase el recuadro 5 en que se presenta información sobre la “opacidad de la macropolítica”, “opacidad de los macrodatos” y la “opacidad de las empresas”.

Fuente: Cálculos del personal técnico basados en Gelos y Wei (2002).

Recuadro 5. La transparencia y los fondos mutuos internacionales

Gelos y Wei (2002) examinan el comportamiento de los fondos internacionales de inversión de enero de 1996 a diciembre de 2000, específicamente si la distribución de sus activos en los países y la forma en que los distribuyen puede tener relación con ciertas características de la transparencia de los países.

Se consideran por un lado la transparencia del sector público y, por el otro, la de las empresas (aunque están algo relacionadas). En la del sector público, los autores examinan a su vez dos aspectos separados: la transparencia de la divulgación de datos macroeconómicos y la de la política macroeconómica.

La transparencia de los datos se mide utilizando el promedio de dos índices elaborados por el FMI sobre la frecuencia y la puntualidad de la divulgación de datos macroeconómicos por parte de las autoridades nacionales (Allum y Agca, 2001).

Oxford Analytical se ocupó de la transparencia de la política macroeconómica, en parte basándose en los informes sobre la observancia de los códigos y normas (IOCN), que son mayormente una evaluación de la medida en que las macropolíticas de un gobierno se ajustan a las normas y los códigos recomendados (a diferencia de la inflación o los déficit fiscales efectivos).

El índice de la transparencia de las empresas fue derivado por los autores conforme a la información que figura en el Informe de Competitividad Mundial que preparan el Centro para el desarrollo internacional de la Universidad de Harvard y el Foro Económico Mundial. Mide el grado de divulgación financiera y la disponibilidad de información sobre oportunidades para las empresas en un país.

El primer resultado de importancia es que la inversión en acciones a nivel internacional tiende a evitar los países donde la transparencia es menor (en relación a lo que predice un modelo internacional de precios de los activos de capital). Este resultado cualitativo es válido aun cuando los autores toman en cuenta la liquidez del mercado, el nivel de ingreso y una multitud de otros factores, y también es importante cuantitativamente. En los países donde la falta de transparencia supera la mediana de la muestra, habría una reducción de su ponderación en los fondos internacionales de 7 a 39 puntos porcentuales (en relación con su peso real en la cartera del mercado mundial).

El segundo resultado relevante es que la tendencia de los fondos internacionales a mostrar un comportamiento gregario, modalidad que a veces es considerada culpable de influir en la inestabilidad de los mercados financieros de los países en desarrollo, de hecho se relaciona con las características de la transparencia en el país. Hay algunas pruebas que señalan que, en el caso de los fondos internacionales, el efecto de manada cobra mayor intensidad en los países menos transparentes.

En tercer lugar, hay también algunas pruebas de que, durante una crisis financiera, la fuga de capitales se agudiza en los países en desarrollo donde la transparencia es menor.

En conjunto, los datos parecen indicar que el aumento de la transparencia podría muy bien aminorar el fenómeno de la brusca detención de los capitales especulativos y, en consecuencia, aumentar la estabilidad del mercado financiero interno de un país en desarrollo.

Fuente: Gelos y Wei (2002).

C. La calidad de gobierno de los países y la volatilidad de los flujos internacionales de capital

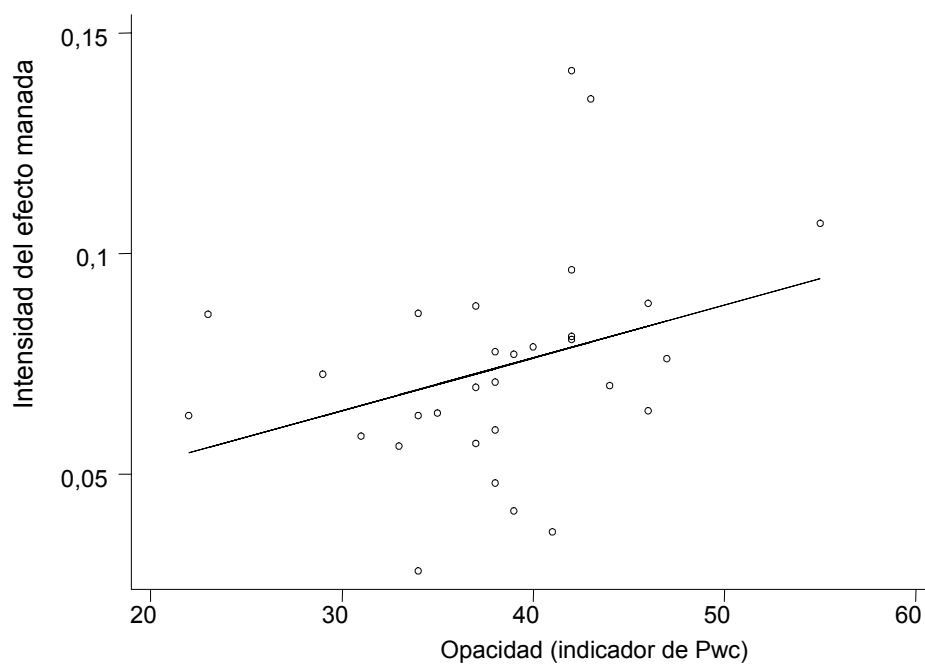
En las secciones anteriores se explicó que los flujos internacionales de capital pueden ser muy volátiles. No obstante, los países registran distintos grados de volatilidad que pueden vincularse sistemáticamente con la calidad de las políticas macroeconómicas y la gestión de gobierno. En otras palabras, con respecto a las “bruscas detenciones” o los “repentinos cambios de sentido” de los flujos internacionales de capital, los países en desarrollo no son solo receptores pasivos incapaces de ejercer influencia en las características de la afluencia de capital. En las investigaciones se ha demostrado, por ejemplo, que un tipo de cambio sobrevalorado y un auge crediticio interno sobredimensionado suelen preceder a una crisis de la cuenta de capital (Frankel y Rose (1996); Martin Schneider y Aaron Tornell (2001)). En esta subsección, la atención se centra en la información empírica acerca de la función que podría desempeñar la gestión de gobierno en los países en desarrollo para atenuar la volatilidad de las entradas de capital.

Es abundante la información empírica que apunta a que la falta de capacidad de los países en el ámbito de la reglamentación y supervisión financieras probablemente trae consigo una fuerte propensión a las crisis bancarias y monetarias (Kaminsky y Reinhart (1999), Arteta, Eichengreen y Wyplosz (2001)). Sin una adecuada supervisión de las instituciones financieras, la prematura liberalización de la cuenta de capital puede incrementar el riesgo de crisis financieras si las instituciones financieras internas asumen riesgos excesivos. Por el lado de los pasivos, es posible que se sobreendeuden en los mercados internacionales de capital. Por el lado de los activos, podrían ampliar la concesión de crédito a favor de actividades económicas excesivamente riesgosas, sobre todo si el Estado ofrece garantías explícitas o implícitas. Estos factores pueden crear fragilidad en los balances; por ejemplo, falta de asimetría en los vencimientos y descalses de las monedas en que están denominados los activos y pasivos. Asimismo, debido a las vinculaciones intersectoriales, la fragilidad de los balances del Estado y de las empresas también pueden perjudicar la solvencia de las instituciones financieras. Actualmente está ampliamente reconocido que la capacidad de supervisión y reglamentación tiene que ser suficientemente sólida antes de que un país pueda emprender una liberalización total de la cuenta de capital.

La transparencia de la política económica oficial es otra dimensión de la calidad de gobierno de los países. Según estudios recientes, el grado de transparencia puede afectar a la volatilidad de la afluencia de capital que registran los países. El comportamiento en manada de los inversionistas internacionales, por ejemplo, que supuestamente ha contribuido a la inestabilidad de los mercados financieros en los países en desarrollo, tiende a ser más pronunciado en países con bajo grado de transparencia (véanse el gráfico 12 y el recuadro 5).

En los estudios especializados sobre las crisis monetarias (por ejemplo, Frankel y Rose (1996)) se afirma que la estructura de las entradas de capital de los países está relacionada con la probabilidad de crisis. Concretamente, los países que dependen relativamente más del crédito de los bancos extranjeros y menos de la inversión extranjera directa posiblemente sean más

Gráfico 12. Comportamiento de manada y opacidad



Nota: El índice de opacidad es un indicador compuesto que abarca corrupción, opacidad legal, opacidad económica, opacidad contable y opacidad reglamentaria (PricewaterhouseCoopers, 2000).

Fuente: Gelos y Wei (2002).

vulnerables a las “bruscas detenciones” de los flujos internacionales de capital y tengan mayores probabilidades de sufrir una crisis de la cuenta de capital.

Las investigaciones recientes indican que la política macroeconómica es un factor decisivo en la composición de las entradas de capital (Carlson y Hernández (2002)). Asimismo, se han encontrado pruebas de que la calidad de gobierno de los países, medida en función de los índices de corrupción, altera la composición de las entradas de capital. Concretamente, los países con una gestión de gobierno deficiente, reflejada en una mayor convicción entre el público de que la corrupción es común, tienen mayor probabilidades de que la composición de las entradas de capital incluya un volumen relativamente reducido de IED y una proporción relativamente alta de crédito de bancos extranjeros, manteniendo los demás factores constantes. Esa relación puede apreciarse visualmente en el gráfico 13.

Aunque la calidad de gobierno no es el único elemento de la capacidad de absorción de los países, ejerce una función importante que ha sido subrayada por el Directorio Ejecutivo del FMI y los analistas de la política internacional, al menos desde la crisis financiera en Asia. Los recientes estudios sistemáticos citados en el presente informe ofrecen los fundamentos empíricos en que se apoya esa conclusión. Evidentemente, la importancia de la calidad de gobierno de los países va más allá de la función que desempeña en la globalización financiera. La calidad de gobierno afecta también al crecimiento económico y a otros objetivos sociales por medio de una serie de cauces (estudiados en Mauro (1995, 1997), y Abed y Gupta (2002)).

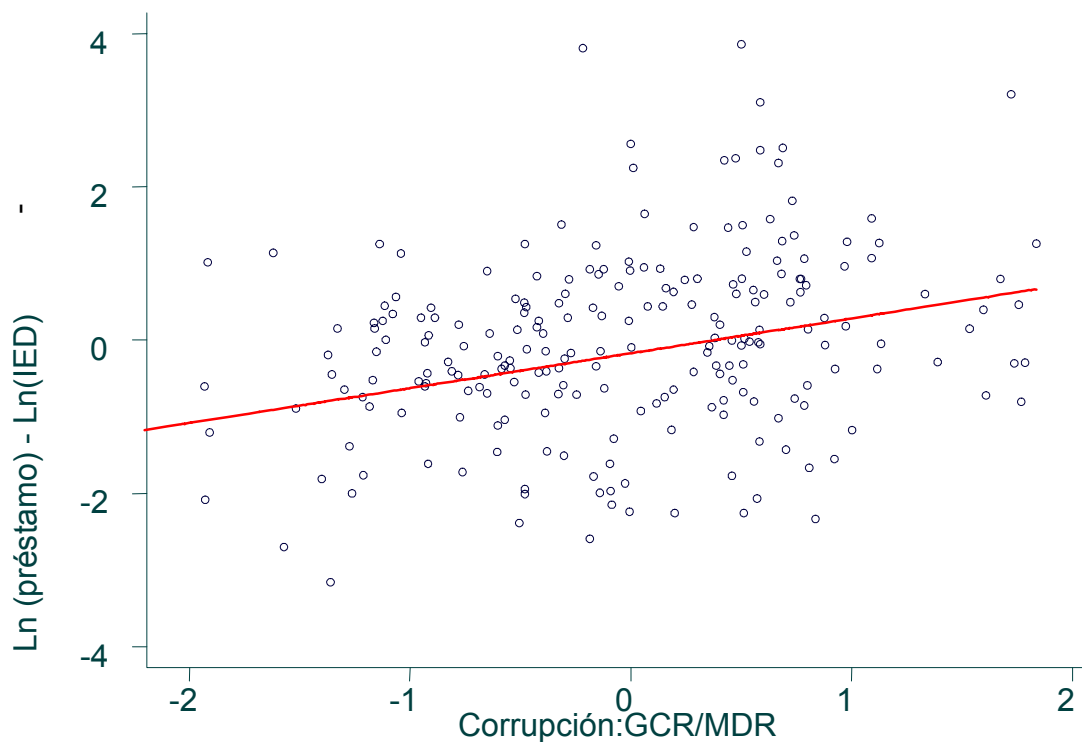
D. Resumen

La información empírica no ofrece pruebas definitivas de que la integración financiera haya acelerado el crecimiento económico en los países en desarrollo. Es más, es posible que traiga consigo una mayor volatilidad del consumo. Por lo tanto, a título experimental, parecería conveniente que los países en desarrollo variaran sus estrategias de integración financiera y el ritmo al que emprenden ese proceso. Los estudios empíricos sí apuntan a que las mejoras en la calidad de gobierno y el establecimiento de sólidos marcos macroeconómicos, así como el desarrollo de los mercados financieros de los países, son elementos importantes en dichas estrategias.

Antes de emprender la integración financiera, puede que no sea indispensable que los países establezcan la gama completa de sólidas instituciones para emular las prácticas óptimas a escala internacional. Hacerlo podría ejercer presiones sobre la capacidad del país. Un enfoque intermedio, y más práctico, sería centrar la atención en los indicadores básicos ya señalados, como la transparencia, el control de la corrupción, el Estado de derecho y la capacidad de supervisión financiera. El FMI y el Banco Mundial —a través de los PESF y los IOCN, entre otros mecanismos— ayudan a que se adopten códigos y normas sobre prácticas óptimas en el ámbito de la supervisión financiera y la transparencia para que los países puedan, con el respaldo de la asistencia técnica, efectuar los cambios que hagan falta.

Gráfico 13. La corrupción altera la composición de los flujos de capital incrementando el endeudamiento frente a bancos extranjeros

(Efectos fijos, magnitud, nivel de desarrollo, incentivos de política y restricciones sobre la IED, y vínculos geográficos y lingüísticos neutralizados)



El índice de la corrupción en los países receptores se deriva de los indicadores del Informe de Competitividad Mundial (Foro Económico Mundial y Universidad de Harvard, 1997) y del *Informe sobre el desarrollo mundial* (Banco Mundial, 1997).

Fuente: Cálculos del personal técnico basados en Wei (2001).

La primera época de integración financiera internacional, 1870–1913⁵⁰

Pese a la polémica que rodea a la creciente tendencia actual hacia la globalización, la integración financiera internacional no es mayor en nuestros días que en 1870–1913. El avance de la tecnología del transporte y las comunicaciones (como las primeras conexiones telegráficas internacionales de las décadas de 1860 y 1870) y la enorme necesidad de capital para financiar la inversión (sobre todo en líneas férreas) en las economías de frontera inauguraron la primera época de integración financiera internacional. La agudeza con que Keynes (1919) pintó la globalización anterior a la primera guerra mundial es famosa: “El habitante de Londres podría encargarse por teléfono [...] los diversos productos de la Tierra entera [...] aventurar sus riquezas en recursos naturales y nuevas empresas en cualquier rincón del mundo, y recibir parte [...] de los frutos y las ventajas que prometen [...] y ligar la seguridad de su fortuna a [...] cualquier gran municipio de cualquier continente que la imaginación o la información puedan recomendar”. Como él mismo lo explicó, la primera guerra mundial (y más adelante la gran depresión y la segunda guerra mundial) y la imposición de controles de capital produjeron la situación exactamente opuesta. La vuelta a la integración fue lenta mientras existió el sistema de Bretton Woods, pero se aceleró durante los años setenta. Se podría decir incluso que el grado de integración alcanzado en 1870–1913 no se volvió a experimentar hasta la década de 1990.

La descripción informal de Keynes ha quedado convalidada por indicadores cuantitativos de la integración financiera internacional. Obstfeld y Taylor (1997, 2002) muestran que las corrientes financieras procedentes de Gran Bretaña y de algunas de las economías más avanzadas del continente europeo y dirigidas hacia los “mercados emergentes” de entonces (como Argentina, Brasil, China, Japón, Rusia y Turquía, además de muchos países más pequeños) eran muy voluminosas. Los superávits y déficits en cuenta corriente de los países sobre los que se tienen datos representaban porcentajes del PIB mucho más grandes en 1870–1913 que en la actualidad. La capitalización total de mercado de los bonos denominados en libras esterlinas emitidos por mercados emergentes en la bolsa de Londres equivalía aproximadamente a la mitad del PIB anual británico (Mauro, Sussman y Yafeh (2002)). El mercado secundario era activo y líquido, y los resultados se publicaban diariamente. Los periódicos brindaban abundante información actualizada sobre los acontecimientos económicos y políticos de importancia en los mercados emergentes.

Muchos investigadores comparan esa primera época de integración con la actual para evaluar qué reformas podrían incorporarse a la arquitectura financiera internacional. Las crisis han sido más frecuentes desde Bretton Woods que en 1870–1913, pero por lo general han sido menos costosas desde el punto de vista de la pérdida de producto (Bordo y Eichengreen (2002)). Las crisis solían limitarse a un país, mientras que en la actualidad tienden a afectar a varios mercados emergentes simultáneamente (Mauro, Sussman y Yafeh

⁵⁰Preparado por Paolo Mauro.

(2002)). En términos más amplios, a pesar de que el grado de integración internacional es parecido en el campo del comercio y el de las finanzas, el movimiento conjunto de las variables financieras y reales es más intenso hoy que en el pasado. Los diferenciales de rendimiento entre los bonos en moneda corriente tienen, en la actualidad, un movimiento conjunto entre mercados emergentes mucho más fuerte que en el pasado. Además, las acentuadas variaciones de los diferenciales registradas durante la década de 1990 estuvieron vinculadas principalmente a acontecimientos de alcance mundial, mientras que en 1870–1913 se debieron en su mayoría a hechos de alcance nacional, tales como reformas económicas profundas o disturbios políticos. Las variables fundamentales de la economía (expresadas en términos de las exportaciones) también tienen un movimiento conjunto un poco más marcado en la actualidad (quizá porque los mercados emergentes tienen una estructura comercial más diversificada y porque individualmente se especializan en ciertas etapas de la secuencia de producción de un bien; véase la sección II.D). Sin embargo, el inversionista de hoy parece prestar menos atención a los acontecimientos de alcance nacional. Una interpretación posible es que los inversionistas institucionales, que parecen manejar ahora un porcentaje mayor de la inversión total, suelen tratar a los mercados emergentes indivisiblemente: cuando brota una crisis en un país, aparentemente retiran sus inversiones de varios mercados emergentes a la vez.

Estimación de los beneficios de la integración financiera internacional para el nivel de ingreso de los países en desarrollo según el modelo económico neoclásico⁵¹

En varios estudios se ha intentado estimar los beneficios de la integración financiera internacional mediante regresiones multinacionales. Los beneficios son mayores cuando lo que se analiza son las consecuencias de abrir el mercado bursátil a la inversión extranjera: por ejemplo, Bekaert, Harvey y Lundblad (2002), y también Henry (2003), muestran un aumento del crecimiento de 1% a 2% durante cinco años seguidos. Sin embargo, ese resultado no se traduce de manera natural desde el punto de vista del bienestar nacional. ¿La apertura de la cuenta de capital tiene un efecto permanente sobre el crecimiento? ¿Se ve afectado a largo plazo el nivel del producto? ¿Qué porcentaje del aumento del producto pasa a manos de los inversionistas extranjeros? Estas cuestiones son fundamentales para evaluar el impacto de la apertura de la cuenta de capital sobre el bienestar y la única manera de abordarlas es examinando los datos con un modelo explícito.

Gourinchas y Jeanne (2003) miden los beneficios de la integración financiera internacional según el modelo neoclásico del crecimiento. Este marco se ha utilizado con creciente frecuencia en los últimos años para estudiar el desarrollo y la convergencia con una perspectiva internacional (Hall y Jones, 1999). Los métodos de calibración creados por Hall y Jones y otros autores son los que Gourinchas y Jeanne (2003) aplican para realizar la estimación deseada.

El modelo neoclásico permite medir los beneficios de la integración desde el punto de vista de la *eficiencia en la asignación internacional*; por ejemplo, los beneficios derivados del hecho de que la libre circulación de capital facilite una asignación eficiente del ahorro a escala mundial y ayude a canalizar los recursos hacia los usos más productivos, contribuyendo así al bienestar y al crecimiento económico (Fischer, 1998). Por otra parte, este marco no capta los beneficios que podrían obtener los países con una integración encauzada a través de canales más indirectos, como la difusión de la tecnología o la disciplina que los mercados internacionales imponen a las políticas internas.

Dentro del marco neoclásico, las diferencias entre el PIB per cápita de distintos países pueden desglosarse en un momento determinado en diferencias de capital físico y humano per cápita y de productividad. La integración financiera internacional acelera el crecimiento y la convergencia de los países con escasez de recursos, ya que hace posible la entrada de capitales extranjeros. También puede acelerar la acumulación de capital humano, aumentando el salario real y el rendimiento de la educación. Pero estos efectos son pasajeros: la evolución a largo plazo del PIB per cápita está determinada totalmente por la productividad de un país, que es supuestamente exógena al régimen de la cuenta de capital.

Por lo tanto, los países pueden beneficiarse de la integración internacional en la medida en que lo permita la escasez de capital. Basándose en datos sobre la inversión

⁵¹Preparado por Olivier Jeanne.

provenientes de *Penn World Tables* y sobre el capital humano tomados de los conjuntos de datos de Barro y Lee, Gourinchas y Jeanne (2003) calcularon el nivel de capital físico, capital humano y productividad de 82 países no pertenecientes a la OCDE. Luego compararon el nivel observado de capital físico con el nivel teórico que debería observarse si los países pudieran tomar u otorgar préstamos libremente a la tasa de interés mundial. La primera columna del cuadro 5 muestra el coeficiente de capital observado respecto del nivel que debería registrarse si hubiera una integración financiera perfecta en distintos grupos de países. África, donde la relación supera la unidad, es un exportador natural de capital⁵². América Latina está cerca del punto de equilibrio y Asia parece tener escasez de capital, principalmente a causa de China e India⁵³. Por lo tanto, es de prever que América Latina se beneficie relativamente poco de la integración financiera internacional, menos que África y Asia (aquella como exportadora de capital y ésta como importadora).

Estas conjeturas se ven confirmadas en la segunda columna del cuadro, que presenta los beneficios de la integración en 1995, expresados como un incremento permanente del consumo interno, presumiendo que los países tienen un aumento de la productividad igual al de Estados Unidos. En el caso de América Latina, la apertura produce una mejora del bienestar equivalente a un incremento permanente del consumo interno de 0,32%. En Asia y África, la mejora no es mucho mayor (1,07% y 0,83%, respectivamente). La mejora es tan pequeña (pese a la escasez sustancial de capital) porque, según las proyecciones, los países que tienen poco capital terminarán acumulándolo, aun con un régimen de autarquía financiera.

En términos generales, estos beneficios parecen ser de un orden de magnitud menor que los que buscan los especialistas en desarrollo y las autoridades. A título de comparación, Gourinchas y Jeanne (2003) muestran que si la diferencia de productividad con Estados Unidos se redujera un 25% —un aumento de la productividad más pequeño que el que tuvieron Singapur, Hong Kong o Israel en la posguerra— el beneficio en términos del bienestar sería más de cien veces mayor que el de la integración financiera internacional.

Dentro de la perspectiva del marco neoclásico, la integración financiera internacional no produce un grado sustancial de convergencia entre los países desarrollados y los menos desarrollados. La razón es sencilla. Para que la integración financiera internacional tenga un efecto sustancial sobre la convergencia, la escasez de capital debería ser un determinante significativo de la desigualdad del PIB per cápita entre los países. Sin embargo, los datos

⁵²A pesar de que los países africanos tienen un nivel de capital per cápita muy inferior al de las economías desarrolladas, no tienen escasez de capital teniendo en cuenta el bajo nivel de la productividad total de los factores y también de la eficiencia con la que acumulan capital humano y físico.

⁵³Los promedios están ponderados según la población y China e India representan más de la mitad de la población de la muestra.

Cuadro 5. Beneficios de la integración financiera internacional

Países no miembros de la OCDE	Coefficiente de capital	Beneficios de la integración (Porcentaje)	Coefficiente de productividad respecto de Estados Unidos	Observado
Países no miembros de la OCDE	0,68	0,95	0,30	60
Bajo ingreso	0,66	0,96	0,28	21
Ingreso mediano bajo	0,63	1,16	0,27	21
Ingreso mediano alto	1,03	0,35	0,49	13
África	1,20	0,83	0,35	25
América Latina	1,06	0,32	0,46	22
Asia	0,55	1,07	0,27	13
Excluidos China e India	0,96	0,65	0,38	58
China e India	0,51	1,14	0,26	2

Promedios ponderados según la población, 1995. La columna 1 muestra el coeficiente de capital observado respecto del capital previsto por el modelo neoclásico con integración financiera perfecta. La columna 2 muestra el incremento porcentual permanente del consumo con el que se obtiene el mismo aumento del bienestar que pasando de la autarquía financiera a la apertura financiera. La columna 3 muestra el coeficiente de la productividad equivalente al aumento del trabajo respecto del nivel estadounidense. Este cuadro está basado en los cuadros 4, 8 y 9 de Gourinchas y Jeanne (2003).

parecen indicar lo contrario: los países menos desarrollados tienen un ingreso per cápita más bajo principalmente porque son menos productivos o porque su economía sufre distorsiones internas, no porque escasee el capital.

Para concluir con una salvedad, los resultados de Gourinchas y Jeanne (2003) no deben interpretarse necesariamente como una indicación de que los beneficios de la integración son pequeños en la práctica. Lo que plantean, en realidad, es que si los beneficios son grandes, no derivan principalmente de un aumento de la eficiencia en la asignación internacional, sino de canales más indirectos que el modelo neoclásico no capta.

Cálculo de los posibles aumentos del bienestar que se obtendrían de la distribución internacional del riesgo

La integración financiera internacional podría producir grandes aumentos del bienestar porque permite a los residentes, las empresas y el propio país moderar las fluctuaciones de su consumo/ingreso mediante la diversificación, que elimina ciertos riesgos específicos del país. Por ejemplo, en una recesión, los países pueden tomar préstamos en los mercados internacionales y atenuar el efecto adverso de la disminución del producto agregado en el consumo y en la inversión. En una expansión, pueden prestar a otras naciones o reembolsar los préstamos que tomaron durante la recesión. Las empresas y los residentes del país también pueden utilizar los mercados financieros internacionales para suavizar el consumo y obtener grandes beneficios, ya que estos mercados amplían en medida significativa el conjunto de instrumentos financieros que se tiene para distribuir el riesgo internacionalmente. Las empresas pueden invertir en plantas en el extranjero para protegerse contra las perturbaciones que se asocian con las variaciones de la productividad o de los costos internos.

Los países en desarrollo en especial pueden obtener grandes aumentos del bienestar distribuyendo los riesgos internacionalmente en vista de la muy inestable índole de la dinámica del ingreso y del consumo en estos países. En términos generales, las oportunidades para beneficiarse de este modo tienden a ser grandes cuando el aumento del consumo en un país es inestable, tiene una correlación positiva con el aumento del producto interno y carece de una correlación marcada con el consumo mundial. Ciertos estudios empíricos realizados recientemente sugieren que estos son en general rasgos de casi todos los países en desarrollo. Así ocurre, sobre todo y en promedio, en el caso de las economías que tienen menor integración financiera, ocurre un poco menos o no tanto si tienen mayor integración financiera y todavía menos para los países avanzados.

Es posible calcular los posibles aumentos del bienestar que supone distribuir internacionalmente el riesgo y, por consiguiente, reducir la inestabilidad del consumo usando un modelo sencillo (véanse los detalles más adelante)⁵⁴. En pocas palabras, el modelo compara dos escenarios. En el primero no hay distribución adicional del riesgo (en relación con lo que ya implica la conducta observada del consumo) mientras que, en el segundo, el riesgo está distribuido perfectamente de modo que cada país consume una fracción (constante) del total del consumo mundial. Puesto que este consumo tiende a ser menos inestable que el de cada país, el segundo escenario da una modalidad de consumo nacional más nivelada. El modelo también puede utilizarse para generar estimaciones cuantitativas del aumento equivalente en consumo del bienestar que se obtiene de esa disminución de la inestabilidad del consumo.

⁵⁴ Los cálculos siguen de cerca la metodología empleada en van Wincoop (1994, 1999).

En el gráfico 14 se muestra la mediana de los aumentos (en términos de consumo per cápita) de cada grupo de economías, aumentos que suelen ser inversamente proporcionales al grado efectivo de integración financiera con la economía mundial. La gran inestabilidad de las fluctuaciones del consumo que deben enfrentar las economías con menor integración financiera implica que los beneficios de esta integración y las consiguientes reducciones de la inestabilidad del consumo serían muy marcadas para estas economías. En promedio, estos beneficios tendrían el mismo efecto que un aumento permanente del 6% en el nivel del consumo per cápita⁵⁵. Incluso en las economías con mayor integración financiera, los beneficios potenciales de una mayor distribución internacional del riesgo son muy grandes.

Metodología

En esta sección se explica brevemente la metodología en que se basan los cálculos antes resumidos. Durante los últimos 10 años, se han examinado, en un número creciente de trabajos, las repercusiones que tiene en el bienestar la distribución internacional del riesgo. Algunos se centran en los aumentos tomando como base las series de consumo, otros los analizan a partir de la distribución del riesgo con datos del rendimiento del capital. En estos últimos estudios, un consumidor/inversionista puede incrementar su bienestar actual porque es capaz de reducir la inestabilidad de la utilidad marginal del consumo/riqueza que tiene durante su vida, agrupando el riesgo específico de cada país que se asocia con las fluctuaciones de su consumo/riqueza.

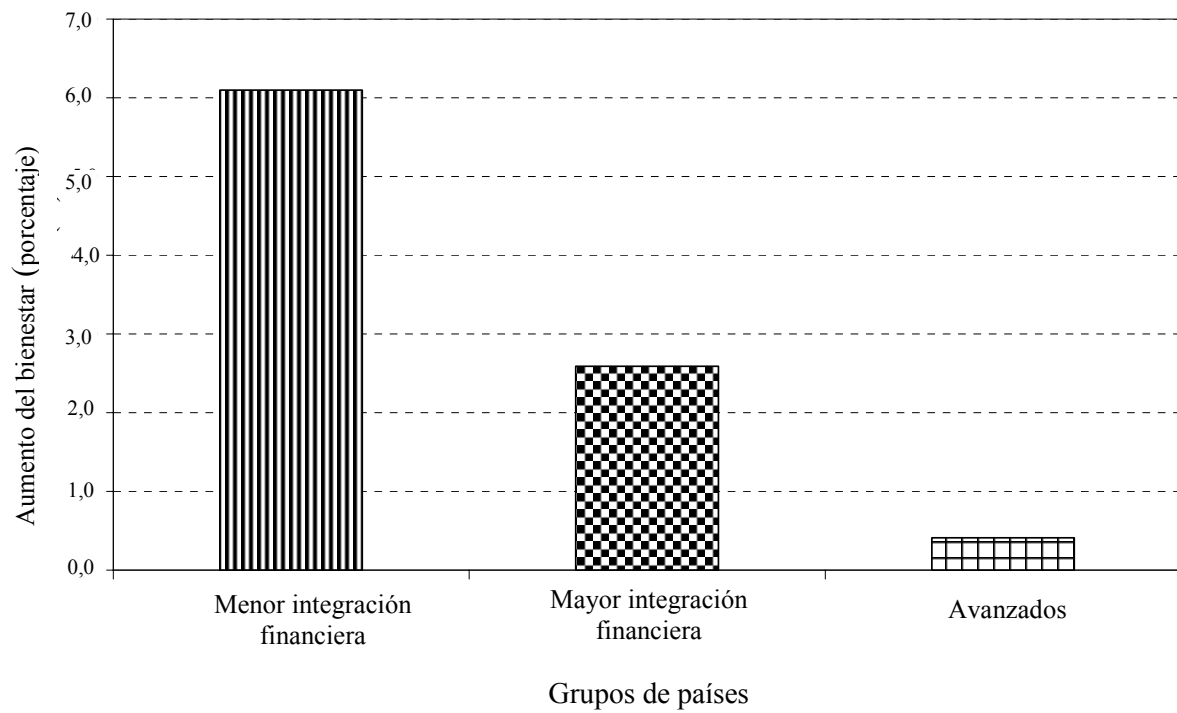
Casi todos los trabajos de este tipo emplean modelos dinámicos del agente representativo y consideran una diversidad de procesos estocásticos para las series de consumo⁵⁶. El método estándar implica determinar las asignaciones del consumo en dos entornos. En el primero, no se distribuye el riesgo, y el consumo interno es igual al producto interno. En el segundo, a menudo hay una distribución perfecta del riesgo de consumo ya que los países pueden eliminar mediante la diversificación el riesgo específico del país que se asocia con las fluctuaciones del consumo interno⁵⁷. Cuando se pasa del primer entorno al segundo, puede disminuir la volatilidad del consumo de cada país, modificarse los precios de

⁵⁵Si bien las estimaciones actuales dependen de la parametrización del modelo, la idea general de estos resultados no es afectada por la elección de valores de los parámetros.

⁵⁶Los trabajos que se basan en series de consumo/producto emplean modelos de equilibrio general en los que la utilidad depende del nivel de consumo, pero los que se basan en el rendimiento del capital en general utilizan modelos de equilibrio parcial en los que la utilidad depende directamente de la riqueza. El método que usa datos del rendimiento del capital implica formar una cartera óptima compuesta por valores nacionales y extranjeros que minimicen la varianza y maximicen el rendimiento.

⁵⁷Algunos estudios consideran también las implicaciones para el bienestar de los acuerdos de distribución imperfecta del riesgo que entrañan transacciones con bonos carentes de riesgo (véanse Kim y Kim (2002) y Kim, Kim y Levin (2002)).

Gráfico 14. Aumento del bienestar producido por la distribución internacional del riesgo



Nota: Los aumentos del bienestar se miden como porcentaje del consumo.

las corrientes de consumo de los países y aumentar las correlaciones entre países de las series de consumo. Los aumentos resultantes del bienestar están vinculados con la menor inestabilidad del consumo y/o cambios en los precios de las series de consumo. Los cálculos de estos aumentos generan una estimación del bienestar que es igual al incremento relativo permanente del nivel esperado de consumo que produciría el mismo bienestar con distribución internacional del riesgo.

Tal como se hizo en varios estudios anteriores, aquí se sigue la práctica habitual, y las asignaciones del consumo según los dos entornos se calculan utilizando una economía modelo del agente representativo simple. Los cálculos del aumento del bienestar siguen de cerca la metodología empleada en van Wincoop (1994, 1999). En la economía modelo, hay N países que pueden intercambiar créditos sobre su dotación cuando hay una distribución perfecta del riesgo de consumo. Los residentes de cada país tienen las mismas preferencias y la utilidad esperada es igual a

$$U_i = E \int_0^H e^{-\beta t} \frac{(c_{it})^{1-\gamma}}{1-\gamma} dt$$

Donde H es el horizonte (cantidad de años), γ indica la tasa de aversión al riesgo relativo, c_{it} es el consumo agregado de los residentes del país i ⁵⁸. La expresión y_{it} representa los recursos y sigue un recorrido aleatorio con deriva:

$$dy_{it} = \mu y_{it} dt + \sigma y_{it} d\eta_i$$

Donde η_{it} es un movimiento browniano estándar. $\rho = d\eta_i d\eta_k$ ($i \neq k$) representa la correlación entre las innovaciones del aumento de la dotación en dos países diferentes.

En el primer entorno, no hay una distribución adicional del riesgo en relación con lo que ya implica el comportamiento del consumo observado y el consumo interno es igual al producto interno, $c_{it} = y_{it}$. Esta asignación del consumo genera la siguiente utilidad esperada

$$U_i = \frac{1 - e^{-vT}}{v} \frac{(c_{i0})^{1-\gamma}}{1-\gamma}$$

Donde $v = \beta + (\gamma - 1)(\mu - 0.5\gamma\sigma^2)$

⁵⁸Se supone que pueden comerciarse todos los bienes de consumo. Es posible considerar una formulación de utilidad con bienes de consumo separables, comerciables y no comerciables, pero no es factible distribuir el riesgo asociado con las fluctuaciones del consumo de los bienes no comerciables y nuestro conjunto de datos no nos permite hacer una distinción entre consumo de comerciables y de no comerciables.

En el segundo entorno hay una distribución perfecta del riesgo de consumo ya que los países pueden eliminar por diversificación todo el riesgo específico del país asociado con el consumo interno. Esto implica que en cada país el consumo es igual a los recursos mundiales per cápita, que se indican con y^w . El consumo agregado de un país representativo sigue, en este caso y aproximadamente, un recorrido aleatorio con una varianza $\sigma_w^2 = \sigma^2 ((1/N) + (1-1/N)\rho)$ (véase Lewis (2000)). La medida del aumento del bienestar es el incremento porcentual permanente del nivel de consumo esperado que produce una mejora equivalente del bienestar. El aumento aproximado del bienestar para el país representativo se calcula usando la fórmula siguiente:

$$\text{Aumento del bienestar} \approx -\frac{0.5\gamma d\sigma^2}{r - \bar{\mu}} \left[1 - H(r - \bar{\mu}) \frac{e^{-H(r - \bar{\mu})}}{1 - e^{-H(r - \bar{\mu})}} \right]$$

Donde $\bar{\mu} = \mu - 0.5\gamma\sigma^2$ indica la tasa de crecimiento ajustada conforme al riesgo, $r = \beta + \gamma\bar{\mu}$ representa la tasa de interés libre de riesgo y $d\sigma^2 = \sigma_w^2 - \sigma^2$ es la modificación de la varianza del crecimiento del consumo.

Los parámetros principales del modelo también están tomados de van Wincoop (1999). Se supone, en especial, que la tasa de interés real libre de riesgo es 0,85% y el coeficiente de aversión al riesgo se fija en 3⁵⁹. Para cada país, se estiman la tasa media de crecimiento y la varianza per cápita del consumo interno, así como la correlación entre el aumento del consumo interno per cápita y el del consumo mundial y se utilizan en los cálculos los valores que se obtienen. Puesto que el conjunto de datos empleado abarca el período 1970–97, estos aumentos corresponden a un horizonte de 28 años. Una disminución de la tasa libre de riesgo se traduce en un mayor aumento del bienestar, en tanto que una disminución del coeficiente de aversión al riesgo se asocia con un aumento menor. Los aumentos del bienestar tienden a reducirse con la correlación entre consumo interno y consumo mundial, en tanto suelen aumentar en las series de inestabilidad del consumo.

Los aumentos de bienestar que figuran en el texto principal de este trabajo concuerdan con las estimaciones encontradas en algunos estudios recientes. Si bien algunos

⁵⁹ Puesto que estos cálculos aproximados ignoran el problema de precios de los créditos internacionales, no incluyen las variaciones del bienestar asociadas con los precios de las dotaciones de los países. En los países en que las fluctuaciones del consumo son muy inestables, las pérdidas de bienestar en razón de las variaciones de los precios pueden ser muy grandes. Pero cuando la inestabilidad del consumo se acentúa, crece con rapidez el aumento del bienestar que se obtiene de la distribución del riesgo y compensa las pérdidas atribuibles a los precios de las corrientes de consumo. En van Wincoop (1994) se examinan en detalle los aumentos asociados con estas variaciones de precios usando los datos de los países de la OCDE.

dan aumentos relativamente reducidos, la mayoría determina que lo que se gana distribuyendo el riesgo es mucho, sobre todo en el caso de los países en desarrollo, como puede verse en el cuadro 6. En van Wincoop (1994) se da una explicación detallada de las varias razones por las cuales los resultados de los estudios son diferentes. En estos estudios, hay cuatro parámetros principales que afectan la magnitud de los aumentos del bienestar: 1) la inestabilidad del producto interno; 2) la tasa de aversión al riesgo relativo; 3) la tasa de crecimiento ajustada en función del riesgo, y 4) la tasa de interés libre de riesgo. Es fácil entender por qué algunos de estos estudios producen un aumento relativamente reducido del bienestar ya que en ellos (Cole y Obstfeld (1991) y Obstfeld (1994a)) la tasa de interés libre de riesgo es bastante alta. En otros se suponen otros procesos estacionarios para el consumo o series de perturbaciones, que generan aumentos reducidos del bienestar por la escasa persistencia o la inestabilidad asociada con estos procesos (Tesar (1995) y Mendoza (1995)).

Algunos estudios usan los datos de países avanzados y encuentran grandes aumentos del bienestar cuando hay distribución internacional del riesgo⁶⁰. Por ejemplo, en van Wincoop (1994) se determina que para los países de la OCDE este posible aumento oscila entre 1,1% y 3,5%. En varios trabajos recientes se consideran las implicaciones de la distribución internacional del riesgo para los países en desarrollo. En Athanasoulis y van Wincoop (2000) se calculan las estimaciones del grado de incertidumbre asociado con el crecimiento potencial de una economía con distintos horizontes y los autores encuentran que el aumento del bienestar producido por la distribución del riesgo asociado con la incertidumbre del crecimiento es aproximadamente 6,5% usando los datos de 49 países desarrollados y en desarrollo. En Obstfeld (1995) se determina que la eliminación de la variabilidad del consumo por medio de la distribución del riesgo puede producir un aumento del bienestar mucho mayor en los países en desarrollo, aumento que oscila entre el 0,54% y el 5,31% en el caso de un grupo seleccionado de economías en desarrollo. En Pallage y Robe (2002) se concluye que el aumento de bienestar asociado con la nivelación de las fluctuaciones del consumo es mucho más grande en los países africanos que en Estados Unidos y, dependiendo de la parametrización de la economía modelo, en varios de ellos puede superar fácilmente el 10%.

⁶⁰ Los cálculos de los aumentos que pueden obtenerse con la distribución internacional del riesgo basados en el rendimiento de las acciones producen estimaciones mucho mayores del aumento del bienestar que las que se apoyan en los datos del consumo internacional. Lewis (1999) analiza este tema y afirma que las grandes diferencias se deben a que la volatilidad del rendimiento de las acciones es mucho mayor y a la sustitución intertemporal implícita en la utilidad marginal. Lewis (1999) sostiene que el aumento atribuible a la distribución internacional del riesgo tomando como base el rendimiento de las acciones es muy grande, del 10% al 50%. LeBaron (2002) afirma que estos aumentos han disminuido en los últimos 15 años.

Cuadro 6. Resumen de los estudios del aumento del bienestar producido por la distribución internacional del riesgo

Trabajo/ Países estudiados	Aumento del bienestar
Países avanzados	
Lucas (1987)	Reducido
Cole y Obstfeld (1991)	Reducido
Backus, Kehoe, y Kydland (1992)	Reducido
Mendoza (1995)	Reducido
Tesar (1995)	Reducido
Kim, Kim, y Levine (2002)	Reducido
Obstfeld (1994a)	Grande
Van Wincoop (1994, 1996, 1999))	Grande
Pallage y Robe (2002b)	Grande
Epaulard y Pommeret (2001)	Grande
Lewis (1996a)	Grande
Shiller y Athanasoulis (2001)	Grande
Auffret (2001)	Grande
Kim y Kim (2002)	Grande
	Grande
Países avanzados, de mayor integración financiera y de menor integración financiera	
Obstfeld (1994b, 1995)	Grande
Pallage y Robe (2002a)	Grande
Athanasoulis y Van Wincoop (1999)	Grande
De Ferranti y otros (2000)	Grande
Shiller y Athanasoulis (1995)	Grande

Notas: “Reducido” indica un aumento menor que 0,5% y “grande”, uno mayor que 0,5%.

Títulos contingentes para la distribución internacional del riesgo⁶¹

Si bien es probable que la distribución internacional del riesgo proporcione sustanciales beneficios, solo se dispone de unos pocos títulos para facilitarla. Concretamente, no existe título alguno que permita la transferencia del riesgo del PIB, es decir, el riesgo que se asocia con las fluctuaciones del ingreso agregado en el país donde uno vive y trabaja.

Para llenar este vacío, se han considerado varias ideas y muchos autores sugirieron diversos títulos cuyo rendimiento dependería de la evolución del PIB de un país. La propuesta más conocida la ha formulado Shiller (1993), quien sugirió la creación de un mercado para los créditos perpetuos contra el PIB de los países. Tomando una posición corta, las personas pueden asegurarse contra el riesgo agregado de una disminución del ingreso en su propio país, lo que acarrearía sustanciales beneficios de diversificación, porque las correlaciones de los PIB de los países son relativamente bajas. No obstante, sería menester crear a partir de cero la infraestructura de mercado para esos créditos perpetuos.

Una opción más práctica, pero menos ambiciosa, sería que los países emitiesen bonos con rendimiento indexado según su propio PIB, como propusieron varios autores después de la crisis internacional de la deuda de los años ochenta (véase un examen de estas propuestas en Borensztein y Mauro, 2002). Esto solo entrañaría agregar una cláusula de indexación (por ejemplo, de la tasa de interés nominal) a un contrato que, en todo otro aspecto, sería corriente. Como los problemas del servicio de la deuda soberana suelen ser consecuencia de una situación macroeconómica adversa, estos bonos, que permitirían el pago de un interés alto en épocas de prosperidad y bajo en tiempos difíciles, podrían ayudar a aminorar el peligro de que se desencadene una crisis de la deuda. También darían más margen a la política fiscal para actuar conforme a la situación económica interna. Estos bonos indexados serían equivalentes a una combinación de un bono “corriente y moliente” y un crédito contra el PIB de un país, con el mismo vencimiento. Para los países, significarían el beneficio de un seguro sustancial y probablemente no tendrían que pagar una prima abultada —en comparación con la de los bonos “corrientes y molientes”— para que formen parte de las tenencias de los inversionistas internacionales. En realidad, desde el punto de vista de estos últimos, el riesgo del PIB que se asocia con cada país puede diversificarse casi en su totalidad.

Hasta la fecha no se ha trabajado mucho con los bonos indexados por el PIB; solo hubo unas pocas emisiones limitadas en el contexto de reestructuraciones estilo Brady. Bosnia y Herzegovina, Bulgaria y Costa Rica han incorporado cláusulas en sus bonos Brady que estipulan un reembolso mayor una vez que el PIB o el PIB per cápita llegan a cierto nivel. Con estas cláusulas se procura, principalmente, que los inversionistas puedan compartir una potencial mejora de la capacidad de reembolso de los países deudores, antes que contar con un recurso que haga menos probable el incumplimiento de los pagos. En otros

⁶¹Preparado por Eduardo Borensztein y Paolo Mauro.

bonos semejantes, se ha estipulado un aumento del valor del crédito (“recuperación del valor”) si se dan ciertas condiciones favorables —como grandes exportaciones o altos precios del petróleo— sobre todo en el caso de México y Venezuela.

Este tipo de valores no se ha usado mucho por varias razones. Los valores que no se usan habitualmente o que son difíciles de entender suelen tener escaso mercado y una prima por iliquidez. Desarrollar instrumentos nuevos es costoso, pero es posible imitarlos sin demasiado gasto. También cabría preguntarse si un instrumento que conlleva un seguro amplio contra los riesgos puede significar un menor incentivo para invertir y para reformar las políticas y, una posibilidad más tangible, si los inversionistas pueden no sentirse tranquilos con un instrumento cuyo rendimiento depende de estadísticas que produce el propio gobierno que lo ha emitido. Pero corresponde mencionar que los bonos indexados por la inflación se usan mucho, en economías tanto avanzadas, por ejemplo el Reino Unido, como emergentes, por ejemplo Chile.

Con frecuencia, la intervención oficial ha sido decisiva para facilitar la innovación financiera —por ejemplo la introducción de valores respaldados por hipotecas en Estados Unidos— y también podría ayudar a propiciar el desarrollo de los mercados para los bonos soberanos internacionales indexados por el PIB u otras variables relacionadas. También podrían desempeñar un papel las instituciones financieras internacionales, por ejemplo, ayudando a garantizar la confiabilidad de las estadísticas económicas nacionales.

Los Estados pequeños y la globalización financiera

No existe una definición oficial de “Estado pequeño” pero, en general, se acepta que la denominación se aplica a las economías soberanas que tienen menos de 1.500.000 habitantes; se ajustan a este criterio 45 países en desarrollo (41 de los 184 países miembros del FMI). Los Estados pequeños tienen una apertura relativamente mayor al comercio, lo que implica que, en general, dependen más de los ingresos de exportación que otros países en desarrollo. También suelen estar menos diversificados en términos de estructura de producción y base de exportación y, pese a haber desarrollado una fuerte vinculación comercial con la economía mundial, la conexión es mucho más débil en el aspecto financiero. Si bien la relación media entre el volumen de los flujos de capital y el PIB es mayor para estos Estados que para otros países en desarrollo, sigue siendo aproximadamente un 25% menor que para las economías industrializadas. La dependencia de la ayuda es un problema fundamental en varios Estados pequeños, ya que la procedente del extranjero sigue siendo una importante fuente de ingreso.

En promedio, el crecimiento del producto fue mayor en los Estados pequeños que en otras economías durante los últimos 40 años, un resultado que parece producido por dos factores principales: sus fuertes vínculos comerciales y sus tasas sustancialmente mayores de inversión. Así pues, la apertura del comercio ha tenido beneficios significativos para los Estados pequeños.

Estos Estados sufren varias desventajas que tienen su origen en la producción y la base de exportación, ambas limitadas y sin diversificación. Son vulnerables a las perturbaciones externas en razón de su apertura relativamente mayor, su gran especialización en materia de producción y estructura de exportación, y su mayor dependencia de los ingresos de exportación. Además tienen que tratar de superar una diversidad de dificultades que son propias de su ubicación: muchos de ellos están a gran distancia de los principales centros de comercio, lo que se traduce en un aumento de los costos de sus exportaciones e importaciones, pero además se encuentran en zonas proclives a los desastres naturales, como los terremotos y los huracanes que pueden afectar a todo el país al mismo tiempo con devastadoras consecuencias para la economía.

Si bien es larga la lista de dificultades que supone ser un Estado pequeño, muchas de ellas se relacionan en última instancia con el hecho de que la inestabilidad de su producto es alta, aun después de tener en cuenta el nivel de ingreso y el grado de apertura. Quizás una razón sea que tienen, en general, una menor diversificación y una mayor vulnerabilidad a las perturbaciones externas. En realidad, en estos Estados, las fluctuaciones de la relación de intercambio tienden a mostrar mayor inestabilidad y persistencia. La distribución del riesgo de consumo parece ser un desafío de especial importancia porque la relación media entre la desviación estándar del aumento del consumo y el crecimiento del producto es todavía mayor en estos países. Además, los flujos de ayuda externa que reciben muchos de ellos son muy fluctuantes y suelen guardar una correlación positiva con el PIB del país, lo que implica que tal vez acentúen más la volatilidad del ingreso.

Estos resultados sugieren que la distribución internacional del riesgo tiene significativas repercusiones en materia de bienestar en estos Estados. De hecho, los aumentos del bienestar son potencialmente muy grandes, equivalentes a los que se obtendrían con un incremento permanente del 15% en el nivel de consumo y mucho mayores que en otros países en desarrollo en vista de la inestabilidad muchísimo mayor del consumo en estos Estados en comparación con otros países en desarrollo.

Las relaciones comerciales ya han ayudado a estas economías a aumentar el tamaño de los mercados para sus productos y se benefician de las economías de escala. La apertura a los flujos de capital también daría oportunidad de diversificarse hacia nuevos sectores, aumentando la inversión y el crecimiento, y logrando una mejor distribución del riesgo. Los flujos de comercio y de capital también mejoran el ritmo de la transferencia tecnológica hacia estas economías. Además, la globalización les ofrece oportunidades para absorber y adoptar las mejores prácticas internacionales en lo que se refiere a gobierno y otras estructuras institucionales.

Las medidas estructurales y macroeconómicas tradicionales son importantes para poder beneficiarse de la globalización y reducir los riesgos que esta conlleva. Es esencial que estos Estados mejoren su marco macroeconómico a fin de tener espacio para maniobrar cuando golpea una crisis. Además, un marco estructural y macroeconómico deficiente puede acentuar los efectos de las perturbaciones externas adversas y aumentar su persistencia. Puesto que las corrientes de ayuda son muy volátiles y difíciles de predecir, es fundamental que los Estados pequeños diseñen un marco fiscal flexible. Por otra parte, se ha comprobado una y otra vez que la utilización de estas corrientes es más eficiente en los países que tienen mejores estructuras de gobierno y que la ayuda viene acompañada de un mayor volumen de inversión extranjera directa si el país aplica una acertada política macroeconómica.

Cuadro 7. ¿Son distintos los Estados pequeños? Algunas estadísticas resumidas (1960–2000)

Grupos de países	<i>Integración y dependencia de la ayuda (porcentaje del PIB)</i>			<i>Índices de volatilidad (porcentaje)</i>			
	Apertura del comercio	Apertura financiera	Dependencia de la ayuda	Producto	Consumo privado	Relación de intercambio	Aumento del bienestar (%)
Estados pequeños	111,5	7,9	19,5	5,8	12,6	5,6	15,3
Otros países en desarrollo	60,5	4,5	8,4	4,9	8,2	4,2	6,1
Países industriales	63,3	10,4	-	2,5	2,6	1,5	0,7

Fuente: Kose y Prasad (2003). La apertura financiera se calcula como la relación entre las entradas y salidas de capital y el PIB.

Datos utilizados en este estudio

A menos que se indique lo contrario, las fuentes principales de los datos utilizados en este documento son *International Financial Statistics* (Estadísticas financieras internacionales) del FMI y los *Indicadores del desarrollo mundial*, del Banco Mundial. La muestra abarca 76 países: 21 industriales y 55 en desarrollo⁶².

Países industriales

Alemania (DEU), Australia (AUS), Austria (AUT), Bélgica (BEL), Canadá (CAN), Dinamarca (DNK), España (ESP), Estados Unidos (USA), Finlandia (FIN), Francia (FRA), Grecia (GRC), Irlanda (IRL), Italia (ITA), Japón (JPN), Noruega (NOR), Nueva Zelanda (NZL), Países Bajos (NLD), Portugal (PRT), Reino Unido (GBR), Suecia (SWE) y Suiza (CHE).

Países en desarrollo

Agrupados según su integración financiera: países de mayor integración financiera (22) y países de menor integración financiera (33).

Países de mayor integración financiera

Argentina (ARG), Brasil (BRA), Chile (CHL), China (CHN), Colombia (COL), Corea (KOR), Egipto (EGY), Filipinas (PHL), Hong Kong (HKG), India (IND), Indonesia (IDN), Israel (ISR), Malasia (MYS), Marruecos (MAR), México (MEX), Pakistán (PAK), Perú (PER), Singapur (SGP), Sudáfrica (ZAF), Tailandia (THA), Turquía (TUR) y Venezuela (VEN).

Países de menor integración financiera

Argelia (DZA), Bangladesh (BGD), Benin (GEN), Bolivia (BOL), Botswana (BWA), Burkina Faso (BFA), Burundi (BDI), Camerún (CMR), Costa Rica (CRI), Côte d'Ivoire (CIV), Ecuador (ECU), El Salvador (SLV), Gabón (GAB), Ghana (GHA), Guatemala (GTM), Haití (HTI), Honduras (HND), Jamaica (JAM), Kenya (KEN), Mauricio (MUS), Nicaragua (NIC), Níger (NER), Nigeria (NGA), Panamá (PAN), Papua Nueva Guinea (PNG), Paraguay (PRY), República Árabe Siria (SYR), República Dominicana (DOM), Senegal (SEN), Sri Lanka (LKA), Togo (TGO), Túnez (TUN) y Uruguay (URY).

⁶²Han sido excluidos del análisis los países pequeños (con una población inferior a 1 millón de habitantes), las economías en transición, algunos productores de petróleo y otros países que tenían datos incompletos o decididamente no fidedignos.

Bibliografía

- Abed, George, y Sanjeev Gupta, 2002, *Governance, Corruption, and Economic Performances* (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Acemoglu, Daron, Simon Johnson y James A. Robinson, 2001, “Reversal of Fortune: Geography and Institutions in the Making of the Modern World Income Distribution”, MIT Working Paper 01/38 (Cambridge, Massachusetts: MIT, Departamento de Economía).
- Aizenman, Joshua, 2002, “Volatility, Employment, and the Patterns of FDI in Emerging Markets”, NBER Working Paper No. 9397 (diciembre).
- Aitken, Brian, y Ann Harrison, 1999, “Do Domestic Firms Benefit from Direct Foreign Investment?”, *American Economic Review*, vol. 89 (junio), págs. 605–18.
- Alesina, Alberto, Vittorio Grilli y Gian Maria Milesi-Ferretti, 1994, “The Political Economy of Capital Controls”, en *Capital Mobility: The Impact on Consumption, Investment, and Growth*, Leonardo Leiderman y Assaf Razin, a cargo de la edición (Cambridge: Cambridge University Press para CEPR).
- Alfaro, Laura, Areendam Chanda, Sebnem Kalemli-Ozcan y Selin Sayek, 2002, “FDI and Economic Growth, The Role of Local Financial Markets”, Working Paper (Universidad de Houston).
- Allum, Peter, y Mehmet Agça, 2001, “Economic Data Dissemination: What Influences Country Performance on Frequency and Timeliness”, IMF Working Paper 01/173 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Arteta, Carlos, Barry Eichengreen y Charles Wyplosz, 2001, “On the Growth Effects of Capital Account Liberalization” (inédito; Berkeley: Universidad de California).
- Athanasoulis, Stefano, y Robert Shiller, 2001, “World Income Components: Measuring and Exploiting Risk-Sharing Opportunities”, *American Economic Review*, vol. 91, No. 4, págs. 1031–54.
- Athanasoulis, Stefano, y Eric van Wincoop, 1997, “Growth Uncertainty and Risksharing”, Staff Reports 30 (Banco de la Reserva Federal de Nueva York).
- Attanasio, Orazio, y Gianluca Violante, 2000, “The Demographic Transition in Closed and Open Economies: A Tale of Two Regions”, IADB Working Paper (Washington: Banco Interamericano de Desarrollo).

- Auffret, Philippe, 2001, "An Alternative Unifying Measure of Welfare Gains from Risk Sharing", World Bank Working Paper 2676 (Washington: Banco Mundial, septiembre).
- Backus, David K., Patrick J. Kehoe y Finn E. Kydland, 1992, "International Real Business Cycles", *Journal of Political Economy*, vol. 100, págs. 745–75.
- Bailliu, Jeannine, 2000, "Private Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth in Developing Countries", Bank of Canada Working Paper No. 2000–15 (Ontario, Canadá: Banco de Canadá).
- Bakker, Bas, y Bryan Chapple, 2002, *Advanced Country Experiences with Capital Account Liberalization*, IMF Occasional Paper No. 214 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Baldacci, Emanuele, Luiz de Mello y Gabriela Inchauste, 2002, "Las crisis financieras, la pobreza y la distribución del ingreso", *Finanzas y Desarrollo*, vol. 39, No. 2 (junio), págs. 24–27.
- Banco Mundial, 2001, *Global Development Finance* (Washington: Banco Mundial)
- Bartolini, Leonardo, y Allan Drazen, 1997a, "Capital-Account Liberalization as a Signal", *American Economic Review*, vol. 87, No. 1 (marzo), págs. 138–54.
- , 1997b, "When Liberal Policies Reflect External Shocks, What Do We Learn?", *Journal of International Economics*, vol. 42, págs. 249–73.
- Bayoumi, Tamim, Giorgio Fazio, Manmohan Kumar y Ronald MacDonald, 2003, "Fatal Attraction: Unising Distance to Measure Contagion in Good Times As Well As Bad".
- Beck, Thorsten, Ross Levine y Norman Loayza, 2000, "Finance and the Sources of Growth", *Journal of Financial Economics*, vol. 58 (octubre-noviembre), págs. 261–300.
- Bekaert, Geert, Campbell R. Harvey y Christian Lundblad, 2001a, "Does Financial Liberalization Spur Growth?", NBER Working Paper No. 8245 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , 2001b, "Emerging Equity Markets and Economic Development", *Journal of Development Economics*, vol. 66, págs. 465–504.
- , 2002a, "Growth Volatility and Equity Market Liberalization", Working Paper (Duke University).

- , 2002b, “Does Financial Liberalization Spur Growth?”, edición mimeografiada, Universidad de Columbia.
- Berg, Andrew, y Anne O. Krueger, 2002, “Trade, Growth, and Poverty: A Selective Survey”, estudio presentado en la *Annual Bank Conference on Development Economics*, en abril.
- Bikhchandani, Sushil, y Sunil Sharma, 2000, “Herd Behavior in Financial Markets”, *IMF Staff Papers*, vol. 47, No. 3 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Blankenau, William, M. Ayhan Kose y Kei-Mu Yi, 2001, “Can World Real Interest Rates Explain Business Cycles in a Small Open Economy?”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 25. págs. 867–89.
- Blomström, Magnus, 1986, “Foreign Investment and Productive Efficiency”, *Journal of Industrial Economics*, vol. 35 (septiembre), págs. 97–110.
- , Robert Lipsey y Mario Zejan, 1994, “What Explains Developing Country Growth?”, NBER Working Paper No. 4132 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Bordo, Michael, y Barry Eichengreen, 2002, “Crises Now and Then: What Lessons from the Last Era of Financial Globalization”, NBER Working Paper 8716 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Borensztein, Eduardo, José De Gregorio y Jong-Wha Lee, 1998, “How Does Foreign Direct Investment Affect Growth?”, *Journal of International Economics*, vol. 45 (junio), págs. 115–35.
- Borensztein, Eduardo, y R. Gastón Gelos, 2002, “A Panic-Prone Pack? The Behavior of Emerging Market Funds”, IMF Working Paper 00/198 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Borensztein, Eduardo, y Paolo Mauro, 2002, “Reviving the Case for GDP-Indexed Bonds”, IMF Policy Discussion Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- , 2002, “Reviving the Case for GDP-Indexed Bonds”, IMF Policy Discussion Paper.
- Bosworth, Barry, y Susan Collins, 1999, “Capital Flows to Developing Economies: Implications for Saving and Investment”, *Brookings Paper on Economic Activity*, vol. 1 (Washington: Brookings Institution).
- Boyer, Brian H., Michael S. Gibson y Mico Loretan, 1999, “Pitfalls in Tests for Changes in Correlations”, Junta de la Reserva Federal, IFS Discussion Paper No. 597R.

- Brainard, William C., y Richard N. Cooper (1968), "Uncertainty and Diversification of International Trade", *Food Research Institute Studies in Agricultural Economics, Trade, and Development*, vol. 8, págs. 257–85.
- Brooks, Robin, 2000 (de próxima publicación en *IMF Staff Papers*), "Population Aging and Global Capital Flows in a Parallel Universe", IMF Working Paper 00/151 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Buch, Claudia M., Jörg Döpke y Christian Pierdzioch, 2002, "Financial Openness and Business Cycle Volatility", Working Paper, Kiel Institute for World Economics.
- Calvo, Guillermo, Leonardo Leiderman y Carmen Reinhart, 1993, "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors", *Staff Papers*, Fondo Monetario Internacional, vol. 40 (marzo), págs. 108–51.
- , 1998, "Varieties of Capital-Market Crises", *IEA Conference Volume*, No. 118 (Nueva York: St. Martin's Press; Londres: Macmillan Press).
- , y Carmen M. Reinhart, 1999, "Inversión de las corrientes de capital, tipo de cambio y dolarización", *Finanzas & Desarrollo*, vol. 36 (septiembre), págs. 13–5.
- , 2000, "When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options", en *Reforming the International Monetary and Financial System*, P. Kenen y A. Swoboda, a cargo de la edición, págs. 175–201 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- , 2002, "Fear of Floating", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, No. 2 (mayo), págs. 379–408.
- Caprio, Gerard, y Patrick Honohan, 1999, "Restoring Banking Stability: Beyond Supervised Capital Requirements", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 13, No. 4 (cuarto trimestre), págs. 43–64.
- Caramazza, Francesco, Luca Ricci y Ranil Salgado, 1999, "Trade and Financial Contagion in Currency Crises" (inédito; Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Carlson, Mark A., y Leonardo Hernandez, 2002, "Determinants and Repercussions of the Composition of Capital Inflows", IMF Working Paper 02/86 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Chanda, Areendam, 2000, "The Influence of Capital Controls on Long Run Growth: Where and How Much?", documento de trabajo de la Universidad de Carolina del Norte.

- Choe, Hyuk, Bong-Chan Kho y René Stulz, 1999, “Do Foreign Investors Destabilize Stock Markets? The Korean Experience in 1997”, *Journal of Financial Economics* (Países Bajos), vol. 54, No. 2 (octubre), págs. 227–64.
- Cole, Harold L., y Maurice Obstfeld, 1991, “Commodity Trade and International Risksharing: How Much do Financial Markets Matter?”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 28, págs. 3–24.
- Corsetti, Giancarlo, Marcello Pericoli y Massimo Sbracia, 2002, “Some Contagion, Some Interdependence: More Pitfalls in Tests of Financial Contagion”, *CEPR Discussion Paper*, No. 3310 (abril), págs. 1–28.
- Deaton, Angus, 2001, “Counting the World’s Poor: Problems and Possible Solutions”, *World Bank Research Observer*, vol. 16, No. 2 (cuarto trimestre), págs. 125–47.
- Dellas, Harris, y Martin K. Hess, 2002, “Financial Development and the Sensitivity of Stock Markets to External Influences”, *Review of International Economics*, vol. 10, No. 3 (agosto), págs. 525–38.
- De Mello, Luiz, 1999, “Foreign Direct Investment-Led Growth: Evidence from Time Series and Panel Data”, *Oxford Economic Papers*, vol. 51, No. 1 (enero), págs. 133–51.
- Demirgüç-Kunt, Asli, y Enrica Detragiache, 1998, “Financial Liberalization and Financial Fragility”, IMF Working Paper 98/83 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- , 1999, “Financial Liberalization and Financial Fragility”, en B. Pleskovic y J.E. Stiglitz, a cargo de la edición, *World Bank Conference on Development Economics 1998* (Washington: Banco Mundial).
- Demirgüç-Kunt, Asli, y Vojislav Maksimovic, 1999, “Institutions, Financial Markets, and Firm Debt Maturity”, *Journal of Financial Economics*, vol. 54 (diciembre), págs. 295–336.
- Detragiache, Enrica, y Spilimbergo, Antonio, 2001, “Crisis and Liquidity—Evidence and Interpretation”, IMF Working Papers 01/2 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Dollar, David, y Aart Kraay, 2001, “Growth is Good for the Poor”, World Bank Policy Research Working Paper No. 2587 (Washington: Banco Mundial).
- Dollar, David, y Aart Kraay, 2001, “Comercio exterior, crecimiento y pobreza”, *Finanzas & Desarrollo*, vol. 38, No. 3 (septiembre), págs. 16–9.

- Dooley, M. P., S. Classens y A. Warner, 1995, "Portfolio Capital Flows" Hot or Cool?", *World Bank Economic Review*, vol. 9, No. 1, págs. 53–174; impreso también en Mike J. Howell, a cargo de la edición, 1996, *Investing in Emerging Markets* (Londres, Reino Unido: Eurocurrency Publications).
- Easterly, William, R. Islam y Joseph E. Stiglitz, 2001, "Shaken and Stirred: Explaining Growth Volatility", *World Bank Conference on Development Economics*, B. Pleskovic y N. Stern, a cargo de la edición.
- Easterly, William, y Ross Levine, 2001, "It's Not Factor Accumulation: Stylized Facts and Growth Models", *World Bank Economic Review*, vol. 15, págs. 177–219.
- Edison, Hali, y Frank Warnock, 2001, "A Simple Measure of the Intensity of Capital Controls", International Finance Discussion Paper No. 705 (Washington: Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, agosto).
- , 2003, "Cross-Border Listings, Capital Controls, and Equity Flows to Emerging Markets", de próxima publicación (Washington: Junta de Gobernadores de la Reserva Federal).
- Edison, Hali, Michael Klein, Luca Ricci y Torsten Sløk, 2002, "Capital Account Liberalization and Economic Performance: A Review of the Literature", IMF Working Paper 02/120, julio (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Edison, Hali, Ross Levine, Luca Ricci y Torsten Sløk, 2002, "International Financial Integration and Economic Growth", *Journal of International Monetary and Finance*, vol. 21, págs. 749–76.
- Edwards, Sebastian, 2001, "Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?", NBER Working Paper No. 8076 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Eichengreen, Barry J., 2001, "Capital Account Liberalization: What do Cross-Country Studies Tell Us?" (inédito; Berkeley: Universidad de California).
- , Donald J. Mathieson y Bankim Chadha, 1998, *Hedge Funds and Financial Market Dynamics*, IMF Occasional Paper No. 166 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Eichengreen, Barry J., Michael Mussa, Giovanni Dell'Ariccia, Enrica Detragiache, Gian Maria Milesi-Ferretti y Andrew Tweedie, 1998, *Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical Aspects*, IMF Occasional Paper No. 172 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

- Epaulard, Anne, y Aude Pommeret, 2003, "Recursive Utility, Endogenous Growth, and the Welfare Cost of Volatility", *Review of Economic Dynamics*, de próxima publicación.
- Fischer, Stanley, 1998, "Capital Account Liberalization and the Role of the IMF", "Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?", *Essays in International Finance, Department of Economics, Princeton University*, vol. 207, págs. 1–10.
- Frankel, Jeffery, 1992, "Measuring International Capital Mobility: A Review", *American Economic Review*, vol. 82 (mayo), págs. 197–202.
- Frankel, Jeffery A., y Andrew K. Rose, 1996, "Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment", *Journal of International Economics*, vol. 41 (3–4) (noviembre), págs. 351–66.
- Fondo Monetario Internacional, 2001, *Perspectivas de la economía mundial*, octubre.
- Fondo Monetario Internacional, 2002, *Perspectivas de la economía mundial*, septiembre.
- Forbes, Kristin, 2000, "The Asian Flu and Russian Virus: Firm-Level Evidence on How Crises are Transmitted Internationally", NBER Working Paper No. 7808 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , Robert Rigobon, 1999, "No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Comovements", *Journal of Finance*, vol. 57, No. 5 (octubre), págs. 2223–61.
- , 2001, "Measuring Contagion: Conceptual and Empirical Issues", en *International Financial Contagion*, S. Claessens y K. Forbes, a cargo de la edición (Boston, MA: Kluwer Academic Publishers).
- Gavin, Michael, y Ricardo Hausmann, 1996, "Sources of Macroeconomic Volatility in Developing Economies", IADB Working Paper (Washington: Banco Interamericano de Desarrollo).
- Gelos, Gaston, y Shang-Jin Wei, 2002, "Transparency and International Investor Behavior", NBER Working Paper No. 9260 (octubre), págs. 1–36.
- Glick, Reuven, y Kenneth Rogoff, 1995, "Global versus Country-Specific Productivity Shocks and the Current Account", *Journal of Monetary Economics*, vol. 35 (febrero), págs. 159–92.
- Gourinchas, Pierre-Olivier, y Olivier Jeanne, 2002, "On the Benefits of Capital Account Liberalization for Emerging Economies", IMF Working Paper, de próxima publicación (Washington: Fondo Monetario Internacional).

- Gourinchas, Pierre-Olivier, y Olivier Jeanne, 2003, "The Elusive Gains from International Financial Integration", NBER Working Paper 9684.
- Griffin, John M., Federico Nardari y René Stulz, 2002, "Daily Cross-Border Equity Flows: Pushed or Pulled?", NBER Working Paper No. 9000 (junio), págs. 1–57.
- Grilli, Vittorio, y Gian Maria Milesi-Ferretti, 1995, "Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls", *Staff Papers*, Fondo Monetario Internacional, vol. 42 (septiembre), págs. 517–51.
- Grossman, Gene M., y Elhanan Helpman, 1991a, *Innovation and Growth in the Global Economy* (Cambridge, Mass. y Londres: MIT Press).
- , 1991b, "Trade, Knowledge Spillovers, and Growth", *European Economic Review*, vol. 35, No. 2–3 (abril), págs. 517–26.
- Hall, Robert E., y Charles I. Jones, 1999, "Why Do Some Countries Produce So Much More Output Per Worker Than Others?", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 114, No. 1 (febrero), págs. 83–116.
- Hanson, Gordon, 2001, "Should Countries Promote Foreign Direct Investment?", documento de trabajo del G-24 No. 9 (febrero).
- Hausmann, Ricardo, y Eduardo Fernandez-Arias, 2000, "Foreign Direct Investment: Good Cholesterol?", IADB Working Paper No. 417 (Washington: Banco Interamericano de Desarrollo).
- Henry, Peter, 2000a, "Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices", *Journal of Finance*, vol. 55 (abril), págs. 529–64.
- , 2000b, "Do Stock Market Liberalization Cause Investment Booms?", *Journal of Financial Economics*, vol. 58, págs. 301–34.
- Hines, James, 1995, "Forbidden Payment: Foreign Bribery and American Business After 1977", NBER Working Paper No. 5266 (Cambridge, Massachussets: National Bureau of Economic Research).
- Imbs Jean, y Roman Wacziarg, 2003, "Stages of Diversification", *American Economic Review*, de próxima publicación.
- Ishii, Shogo, Karl Habermeier, Bernard Laurens, John Leimone, Judit Vadasz y Jorge Ivan Canales-Kriljenko, 2002, *Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability*, IMF Occasional Paper No. 211 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

- Johnson, Simon, Peter Boone, Alasdair Breach y Eric Friedman, 2000, "Corporate Governance in the Asian Financial Crisis", *Journal of Financial Economics*, vol. 58 (1-2), págs. 141-86.
- Kalemli-Ozcan, Sebnem, Bent E. Sørensen y Oved Yosha, 2001, "Risk Sharing and Industrial Specialization: Regional and International Evidence", inédito.
- Kaminsky, Graciela, Richard Lyons y Sergio Schmukler, 1999, "Managers, Investors, and Crisis: Mutual Fund Strategies in Emerging Markets", World Bank Working Paper 2399 (Washington: Banco Mundial).
- Kaminsky, Graciela, y Carmen M. Reinhart, 1999, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", *American Economic Review*, vol. 89, No. 3 (junio), págs. 473-500.
- , 2000, "On Crisis, Contagion, and Confusion", *Journal of International Economics*, vol. 51(1), págs. 145-68.
- , 2001, "Bank Lending and Contagion: Evidence from the Asian Crisis", en *Regional and Global Capital Flows: Macroeconomic Causes and Consequences*, T. Ito u A. Krueger, a cargo de la edición (Chicago: University of Chicago Press para el NBER), págs. 73-99.
- , 2002, "The Center and Periphery: The Globalization of Financial Turmoil", NBER Working Paper W9479.
- Kaufmann, Daniel, y Shang-Jin Wei, 1999, "Does 'Grease Payment' Speed Up the Wheel of Commerce?", NBER Working Paper No. 7093 (Cambridge, Massachussets: National Bureau of Economic Research).
- Kemp, Murray, y Nissan Liviatan (1973), "Production and Trade Patterns Under Uncertainty", *The Economic Record*, vol. 49, págs. 215-27.
- Keynes, John M., 1919, *The Economic Consequences of Peace* (Londres: Macmillan Press).
- Kim, Jinill, Sunghyun Henry Kim y Andrew Levin, 2003, "Patience, Persistence, and Welfare Costs of Incomplete Markets in Open Economies", *Journal of International Economics*, de próxima publicación.
- Kim, Jinill, y Sunghyun Henry Kim, 2003, "Spurious Welfare Reversals in International Business Cycle Models", *Journal of International Economics*, de próxima publicación.

- Kim, Woonchan, y Shang-Jin Wei, 2002, "Foreign Portfolio Investors Before and During a Crises", *Journal of International Economics*, vol. 56, págs. 77–96.
- Kim, Sunghyun Henry, M. Ayhan Kose y Michael Plummer, 2001, "Understanding the Asian Contagion", *Asian Economic Journal*, vol. 15, No. 2, págs. 111–38.
- King, Robert, y Ross Levine, 1993, "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 108 (agosto), págs. 717–37.
- Klein, Michael, y Giovanni Olivei, 2000, "Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth" (inédito; Medford, Mass: Tufts University).
- Kochhar, Kalpana, Prakash Loungani y Mark Stone, 1998, "The East Asian Crisis: Macroeconomic Developments and Policy Lessons", IMF Working Paper 98/128 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Kouparitsas, Michael A., 1996, "North-South Business Cycles", Working Paper, No. 96–9, Banco de la Reserva Federal de Chicago.
- Kose, M. Ayhan, 2002, "Explaining Business Cycles in Small Open Economies: How Much Do World Prices Matter?", *Journal of International Economics*, vol. 56, págs. 299–327.
- , Eswar S. Prasad, y Marco E. Terrones, 2003a, de próxima publicación, "Financial Integration and Macroeconomic Volatility", *Staff Papers*, Fondo Monetario Internacional.
- , 2003b (de próxima publicación), "How Does Globalization Affect the Synchronization of Business Cycles?", *American Economic Review Papers and Proceedings*.
- Kose, M. Ayhan, Christopher Otrok y Charles Whiteman, 2003 (de próxima publicación), "International Business Cycles: World, Region, and Country Specific Factors", *American Economic Review*.
- Kose, M. Ayhan, y Raymond Riezman, 2001, "Trade Shocks and Macroeconomic Fluctuations in Africa", *Journal of Development Economics*, vol. 65, págs. 55–80.
- Kose, M. Ayhan, y Eswar Prasad, 2003 (de próxima publicación), "Small States in a Global Economy", IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Kraay, Aart, 1998, "In Search of the Macroeconomic Effect of Capital Account Liberalization" (inédito; Washington: Banco Mundial).

- Krueger, Anne O., y Jungho Yoo, 2002, "Chaebol Capitalism and the Currency-Financial Crisis in Korea", en *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*, Sebastian Edwards y Jeffrey Frankel, a cargo de la edición, págs. 461–501 (Chicago: University of Chicago Press).
- Kumar, Manmoham S., y Avinash Persaud, 2001, "Pure Contagion and Investors' Shifting Risk Appetite: Analytical Issues and Empirical Evidence", IMF Working Paper 01/134 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Labán, Raul. M., y Felipe B. Larrain, 1997a, "Can a Liberalization of Capital Outflows Increase Net Capital Inflows?", *Journal of International Money and Finance*, vol. 16, No. 3, págs. 415–31.
- , 1997b, "What Determines Capital Inflows? An Empirical Analysis for Chile", Harvard Institute for International Development Discussion Paper No. 590 (junio), págs. 1–24.
- Lane, Philip R., y Giani Maria Milesi-Ferretti, 2001, "The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Nations", *Journal of International Economics*, vol. 55, págs. 263–94.
- LeBaron, Blake, 2002, "Estimating the Feasible Economic Gains from International Portfolio Diversification", Working Paper (Brandeis University).
- Levine, Ross, 1996, "Foreign Banks, Financial Development, and Economic Growth", *International Financial Markets: Harmonization versus Competition*, págs. 224–54 (Washington: AEI Press).
- , y Sara Zervos, 1998, "Stock Markets, Banks, and Economic Growth", *American Economic Review*, vol. 88 (junio), págs. 537–58.
- Lewis, Karen K., 1996, "Consumption, Stock Returns, and the Gains From International Risksharing", NBER Working Paper No. 5410 (Cambridge, Massachussets: National Bureau of Economic Research).
- , 1996, "What Can Explain the Apparent Lack of International Consumption Risksharing?", *Journal of Political Economy*, vol. 104, No. 2, págs. 267–97.
- , 1999, Trying to Explain Home Bias in Equities and Consumption, *Journal of Economic Literature* vol. 37, No. 2, págs. 571–608.
- , 2000, Why Do Stocks and Consumption Imply Such Different Gains from International Risk sharing?, *Journal of International Economics*, vol. 52, No. 1, págs. 1–35.

- Loungani, Prakash, Ashoka Mody y Assaf Razin, 2003 (de próxima publicación) “The Global Disconnect: The Role of Transactional Distance and Scale Economies in Gravity Equations”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Lucas, Robert E., 1987, “Models of Business Cycles” (Blackwell, Oxford).
- Mathieson, Donald J., y Liliana Rojas-Suarez, 1993, *Liberalization of the Capital Account: Experiences and Issues*, IMF Occasional Paper No. 103 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Mauro, Paolo, 1995, “Corruption and Growth”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 110, págs. 681–712.
- , 1997, “The Effects of Corruption on Growth, Investment, and Government Expenditure: A Cross-Country Analysis”, *Corruption and the Global Economy*, págs. 83-107 (Washington: Instituto de Economía Internacional).
- , Nathan Sussman y Yishay Yafeh, 2002, “Emerging Market Spreads: Then versus Now”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, No. 2, págs. 695–733.
- McKinnon, Ronald, y Huw Pill, 1996, “Credible Liberalizations and International Capital Flows: The ‘Overborrowing Syndrome’”, *NBER East Asia Seminar on Economics*, vol. 5, págs. 7–42 (Chicago y Londres: University of Chicago Press).
- , 1998, “International Overborrowing: A Decomposition”, *World Development*, vol. 26, No. 7 (julio), págs. 1267–82.
- Mendoza, Enrique, 1995, “The Terms of Trade, the Real Exchange Rate and Economic Fluctuations”, *International Economic Review*, vol. 36, págs. 101–37.
- Mishkin, Frederic S., 1999, “Lessons from the Asian Crisis”, NBER Working Paper 7102 (abril).
- Mody, Ashoka, 2002, “Is FDI Integrating the World Economy?”, mimeografía, FMI.
- , y Antu Panini Murshid, 2002, “Growing Up With Capital Flows”, IMF Working Paper 02/75 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Mody, Ashoka, y Mark P. Taylor, 2002, “International Capital Crunches: The Time Varying Role of Informational Asymmetries”, IMF Working Paper 02/34 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

- Obstfeld, Maurice, 1994, "Risk-taking, Global Diversification, and Growth", *American Economic Review*, vol. 84, págs. 1310–29.
- , 1994a, "Evaluation Risky Consumption Paths: the Role of Intertemporal Substitutability", *European Economic Review*, vol. 38, págs. 1471–86.
- , 1994b, "Are Industrial-Country Consumption Risks Globally Diversified?", en *Capital Mobility: The Impact of Consumption, Investment and Growth*, L.Leiderman y A. Razin, a cargo de la edición (Cambridge: Cambridge University Press), págs. 13–47.
- , 1995, "International Capital Mobility in the 1990s", en *Understanding Interdependence*, P.B. Kenen, a cargo de la edición, págs. 201–261 (Princeton: Princeton University Press).
- , 1998, "The Global Capital Market: Benefactor or Menace?", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 12 (cuarto trimestre), págs. 9–30.
- , y Alan M. Taylor, 1998, "The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility over the Long Run", en *The Defining Moment: The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century*, Michael D. Bordo, Claudia Goldin y Eugene N. White, a cargo de la edición, págs. 353–402, NBER Project Report series (Chicago y Londres: University of Chicago Press).
- , y Kenneth Rogoff, 1998, "Foundations of International Macroeconomics" (Cambridge, Massachusetts, Londres, Reino Unido: MIT Press).
- , y Alan Taylor, 2002, "Globalization and Capital Markets", NBER Working Paper No. 8846 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- O'Donnell, Barry, 2001, "Financial Openness and Economic Performance" (inédito; Dublín: Trinity College).
- O'Rourke, Kevin, 2001, "Globalization and Inequality: Historical Trends", CEPR Discussion Paper No. 2865 (Londres: Centre for Economic Policy Research).
- Pallage, Stephane, y Michel A. Robe, 2003a, "On the Welfare Cost of Economic Fluctuations in Developing Countries", *International Economic Review*, vol. 44, No. 2 (mayo), págs. 677–98.
- , 2003b, "The States versus The States: On the Welfare Costs of Business Cycles in the U.S.", UQAM and American University Working Paper (enero).

- Pesenti, Paolo, y Eric van Wincoop, 1991, "International Portfolio Diversification and Non-Traded Goods", NBER Working Paper No. 5784 (Cambridge, Massachussets: National Bureau of Economic Research).
- Radelet, Steven y Jeffrey Sachs, 1998, "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1, págs. 1–74.
- Razin, Assaf, y Andrew K. Rose, 1994, "Business-Cycle Volatility and Openness: An Exploratory Cross-Sectional Analysis", en *Capital Mobility: The Impact on Consumption, Investment, and Growth*, Leonardo Leiderman y Assaf Razin, a cargo de la edición, págs. 48–76 (Cambridge: University Press).
- Reinhart, Carmen M., y Vincent R. Reinhart, 2001, "What Hurts Most? G-3 Exchange Rate or Interest Rate Volatility", NBER Working Paper No. 8535 (octubre).
- Reinhart, Carmen M., 2002, "Credit Ratings, Default and Financial Crises: Evidence from Emerging Markets", *World Bank Economic Review* (de próxima publicación).
- Reinhart, Carmen M., y Kenneth Rogoff, 2002, "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation", NBER Working Paper 8963 (mayo).
- Reisen, Helmut, y Marcelo Soto, 2001, "Which Types of Capital Inflows Foster Developing-Country Growth?", *International Finance*, vol. 4, No. 1 (segundo trimestre), págs. 1–14.
- Richards, Anthony, 2002, "Big Fish in Small Ponds" The Momentum Investing and Price Impact of Foreign Investors in Asian Emerging Equity Markets" (mimeografía; Banco de la Reserva de Australia).
- Rigobon, Roberto, 1999, "Contagion: How to Measure It?" (inérito; Cambridge, Massachussets: MIT).
- Rodrik, Dani, 1998, "Who Needs Capital-Account Convertibility?", *Essays in International Finance*, No. 207 (Princeton: Princeton University).
- , y Andrés Velasco, 2000, "Short-Term Capital Flows", *World Bank Conference on Development Economics, 1999*, págs. 59–90 (Washington: Banco Mundial).
- Rodriguez, Francisco, y Dani Rodrik, 2002, "Trade Policy and Economic Growth: A Skeptic's Guide to the Cross-National Evidence", en *NBER Macroeconomics Annual 2000*, Ben S. Bernanke y Kenneth Rogoff, a cargo de la edición (Cambridge, Massachussets: The MIT Press).

- Rogoff, Kenneth, 2002, "Los controles de capital: ¿Cuándo debemos mantener un criterio amplio?", *Finanzas & Desarrollo*, diciembre, vol. 39, No. 4, págs. 55–6.
- Ruffin, Roy J., 1974, "Comparative Advantage under Uncertainty", *Journal of International Economics*, vol. 4, No. 3 (agosto), págs. 261–73.
- Schneider, Martin, y Aaron Tornell, 2001, "Boom-bust Cycles and the Balance Sheet Effect", Working Paper, UCLA (California: UCLA).
- Senhadji, Abdelhak, 2000, "Sources of Economic Growth: An Extensive Growth Accounting Exercise", *Staff Papers*, Fondo Monetario Internacional, vol. 47, No. 1, págs. 129–57.
- Shiller, Robert J., 1993, *Macro Markets: Creating Institutions for Managing Society's Largest Economic Risks* (Oxford: Clarendon Press).
- , S. Athanasoulis, 1995, "World Income Components: Measuring and Exploiting International Risk Sharing Opportunities", NBER Working Paper No. 5095 (Cambridge, Massachussets: National Bureau of Economic Research).
- Smarzynska, Beata K., y Shang-Jin Wei, 2000, "Corruption and Composition of Foreign Direct Investment: Firm-Level Evidence", NBER Working Paper No. 7969 (octubre), págs. 1–24.
- Stulz, Rene, 1999a, "International Portfolio Flows and Security Markets", *International Capital Flows, NBER Conference Report Series*, págs. 257–93 (Chicago y Londres: University of Chicago Press).
- , 1999b, "Globalization of Equity Markets and the Cost of Capital", NBER Working Paper 7021 (marzo).
- Summers, Robert, Alan Heston, 1991, "The Penn World Table (mark 5): An Expanded Set of International Comparisons, 1950–1988", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 106, págs. 327–368.
- Taylor, Mark P., y Lucio Sarno, 1999, "The Persistence of Capital Inflows and the Behaviour of Stock Prices in East Asia Emerging Markets: Some Empirical Evidence", CEPR Discussion Paper 2150 (mayo).
- Tesar, Linda L., 1993, "International Risksharing and Nontraded Goods", *Journal of International Economics*, vol. 35, págs. 69–89.
- , 1995, "Evaluating the Gain from International Risksharing", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 42, págs. 95–143.

- , Ingrid M. Werner, 1994, “International Equity Transactions and U.S. Portfolio Choice”, en *The Internationalization of Equity Markets*, J. A. Frankel, a cargo de la edición, págs. 185–216 (Chicago: University of Chicago Press).
- , 1995, “Home Bias and High Turnover”, *Journal of International Money and Finance*, vol. 14, págs. 467–92.
- van Rijckeghem, Caroline, y Beatrice Weder, 1999, “Sources of Contagion: Finance or Trade?”, IMF Working Paper 99/146 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- , 2000, “Spillover Through Banking Centers—A Panel Data Analysis”, IMF Working Paper 00/88 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- van Wincoop, Eric, 1994, “Welfare Gains from International Risksharing”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 34, págs. 175–200.
- , 1996, “A Multi-Country Real Business Cycle Model with Heterogeneous Agents”, *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 98, págs. 233–51.
- Van Wincoop, Eric, 1999, “How Big are Potential Welfare Gains from International Risk Sharing?”, *Journal of International Economics*, vol. 47, No. 1, págs. 109–35.
- Wei, Shang-Jin, 1997, “Why is Corruption Much More Taxing Than Taxes? Arbitrariness Kills”, NBER Working Paper No. 6255 (noviembre).
- , 2000a, “How Taxing is Corruption on International Investors?”, *Review of Economics and Statistics*, vol. 82, No. 1 (febrero), págs. 1–11.
- , 2000b, “Local Corruption and Global Capital Flows”, *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2.
- , 2000c, “Natural Openness and Good Government”, NBER Working Paper No. 7765 (junio).
- , 2001, “Domestic Crony Capitalism and International Fickle Capital: Is There a Connection?”, *International Finance*, vol. 4. (segundo trimestre), págs. 15–46.
- , y Yi Wu, 2002a, “Negative Alchemy? Corruption, Composition of Capital Flows, and Currency Crises”, en *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*, Sebastian Edwards y Jeffrey Frankel, a cargo de la edición (Chicago: University of Chicago Press), págs. 461–501.
- , 2002b(de próxima publicación) “The Life-and-Death Implications of Globalization”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Williamson, John, y Molly Mahar, 1998, "A Survey of Financial Liberalization", *Essays in International Finance*, No. 211 (Princeton: Nueva Jersey, Princeton University Press).