



Globalización financiera

Más allá de la culpabilización



**Los costos y los beneficios de la globalización
financiera desde una nueva perspectiva**

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

LA CULPA de las crisis económicas que hicieron que se tambalearan varios mercados emergentes latinoamericanos a fines de los años ochenta y México y un grupo de países asiáticos en los años noventa ha recaído muchas veces en la globalización financiera, como se conoce al fenómeno de multiplicación de las corrientes financieras transfronterizas. En medio de mercados trastornados y empresas en quiebra llovieron las acusaciones de que los países en desarrollo se habían precipitado al dismantlar los controles de capital (o sea, las restricciones a las operaciones de la cuenta de capital), exponiéndose a la atrocidad de las bruscas reacciones en manada de los inversionistas. Algunos críticos acusaron abiertamente a las instituciones internacionales de haber promovido la liberalización de la cuenta de capital sin hacer hincapié en la necesidad de crear instituciones sólidas, capaces de guiar a los mercados en medio de los vendavales.

Al mismo tiempo que se afianza el consenso teórico de que la liberalización comercial es ventajosa, en líneas generales, para los países tanto industriales como en desarrollo, los economistas debaten ferozmente los costos y beneficios de la globalización financiera. Algunos (como Dani Rodrik, Jagdish Bhagwati y Joseph Stiglitz) piensan que los flujos de capital libres de toda

restricción desbaratan la estabilidad financiera mundial, y propugnan controles de capital y otras limitaciones a la negociación internacional de activos. Otros (como Stanley Fischer y Lawrence Summers) sostienen que la apertura a la circulación de capitales ha sido, en general, vital para los países que desean dejar atrás un bajo nivel de ingresos, y que ha cimentado a la vez la estabilidad de los países industriales. A todas luces, este debate tiene considerable importancia para la política económica, sobre todo porque grandes economías como China e India están abriendo sus cuentas de capital.

Mediante un nuevo marco para el análisis de los numerosos estudios sobre los costos y beneficios de la globalización financiera, nos proponemos examinar sus efectos macroeconómicos en términos de crecimiento y de volatilidad desde una perspectiva diferente. Tras un examen sistemático, llegamos a la conclusión de que la globalización financiera no parece ser ni un elixir mágico ni un riesgo incontrolable.

Preguntas sin respuesta

La reciente ola de globalización financiera tomó verdaderamente cuerpo a mediados de los años ochenta, empujada por la liberalización de los controles de capital en muchos países que

preveían mayor crecimiento y estabilidad del consumo gracias a las corrientes transfronterizas. Los beneficios presuntamente serían cuantiosos, sobre todo para los países en desarrollo, que por lo general disponen de menos capitales y cuyos ingresos crecen con más volatilidad.

Las economías de mercados emergentes —el grupo de países en desarrollo que ha participado activamente en la globalización financiera— claramente han logrado crecer más en promedio (gráfico 1). Pero la mayoría de los estudios que analizan la relación entre el crecimiento y la apertura financiera a través de regresiones multinacionales del crecimiento no han podido demostrar que la liberalización de la cuenta de capital produzca beneficios apreciables. Una de las razones podría ser la dificultad de medir la apertura financiera. Por ejemplo, algunos indicadores muy utilizados no captan el nivel de rigor en la aplicación de los controles de capital en algunos países y no siempre reflejan el verdadero grado de integración de una economía con los mercados internacionales de capital. En estos últimos años la medición de los controles de capital y la recopilación de datos sobre flujos y saldos de activos y pasivos internacionales han mejorado mucho, gracias a lo cual se están perfilando pruebas de que la integración financiera ejerce efectos positivos en el crecimiento. Pero las conclusiones distan de ser contundentes.

Tampoco se ha demostrado sistemáticamente que la integración financiera sea el determinante próximo de las crisis. Los autores que han evaluado sus diferentes manifestaciones —interrupción repentina de las entradas de capital, vuelcos de la cuenta corriente y crisis bancarias— no han encontrado pruebas de que los países más abiertos a las corrientes financieras tiendan a sufrir más crisis. Pese a que acaparan la atención, las crisis no son más que manifestaciones especialmente crudas de un fenómeno más general de volatilidad macroeconómica. Desde ese ángulo, los resultados no son tan alentadores: la globalización financiera no ha cumplido la promesa de mejorar la distribución del riesgo internacional y de suavizar la volatilidad del consumo en los países en desarrollo.

En suma, no conocemos con certeza los efectos de la globalización financiera. Aunque la tan mentada aseveración de que fue

la causa de las crisis ocurridas durante las tres últimas décadas no tiene gran justificación empírica formal, tampoco abundan los indicios macroeconómicos sólidos de sus beneficios.

No todas las inversiones son iguales

Otra manera de analizar los efectos de la globalización financiera en el crecimiento y la volatilidad es diferenciando entre los distintos tipos de flujo, algo particularmente útil porque la composición de los capitales internacionales ha variado mucho con el correr del tiempo.

La *inversión extranjera directa* (IED) es la fuente predominante de flujos de capital privado hacia las economías de mercados emergentes (gráfico 2); la *inversión en renta variable* ha ganado en importancia y lo opuesto ha sucedido con la *inversión en renta fija*. Supuestamente, la IED y las inversiones de cartera en renta variable son más estables y menos propensas a revertirse, y traen consigo muchos de los beneficios indirectos de la globalización financiera, como la transferencia de capacidad directiva y tecnológica. Los flujos de renta fija, por el contrario, están considerados más riesgosos; en particular, su carácter procíclico y su fuerte volatilidad pueden amplificar el impacto negativo de los shocks.

La creciente importancia de las inversiones de cartera que llegan a los mercados de renta variable de las economías emergentes ha dado origen a una serie de estudios sobre los efectos de la liberalización de esos mercados en el crecimiento. Todos sugieren que el impacto ha sido considerable y positivo, pero en nuestra opinión es posible que el crecimiento esté respondiendo también a otros factores, sobre todo las reformas que suelen acompañar esas liberalizaciones. Por otra parte, se acumulan los datos microeconómicos (a nivel de industrias y de empresas) que respaldan las justificaciones macroeconómicas de los beneficios de liberalizar los mercados de renta variable. Algunos de estos análisis documentan también la relevancia empírica de distintos canales teóricos que vinculan esta liberalización con el crecimiento económico, como la expansión de la inversión y el aumento de la productividad total de los factores.

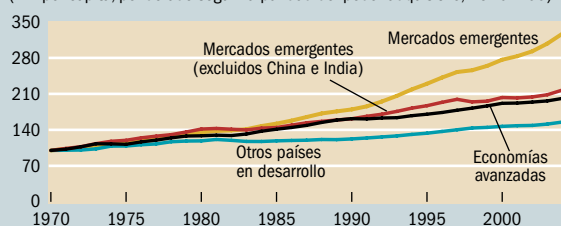
Es interesante observar que, pese al consenso general de que el efecto más probable de la IED sobre el crecimiento es

Gráfico 1

Cuando ocurre lo improbable

Pese a las crisis, algunos países de mercados emergentes han tenido mejor desempeño que otros grupos durante las tres últimas décadas.

(PIB per cápita, ponderado según la paridad del poder adquisitivo; 1970=100)

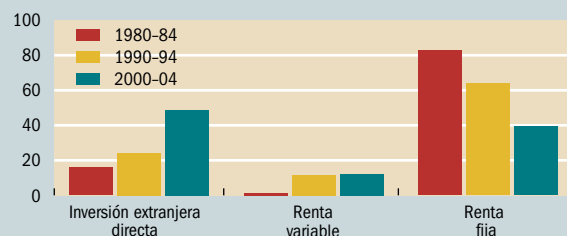


Fuentes: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*; Banco Mundial, *World Development Indicators*.

Gráfico 2

En aumento

Los mercados emergentes atraen más IED que otros tipos de flujos. (Composición de los brutos hacia los mercados emergentes, porcentaje del total)



Fuentes: Base de datos External Wealth of Nations, tomado de Philip R. Lane y Gian Maria Milesi-Ferretti, "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004", IMF Working Paper 06/69 (Washington: Fondo Monetario Internacional, 2006).



positivo, cuando se examinan los datos agregados ese beneficio no se revela tan notable como el que ofrecen los flujos de inversión en renta variable. Afortunadamente, en estudios recientes con datos microeconómicos se empezaron a comprobar los importantes efectos de desbordamiento que ejerce la IED en el aumento de la productividad y del producto.

Partiendo de estos análisis se vislumbra un hecho común: muchos de los beneficios de la apertura financiera parecen quedar ocultos en los análisis multinacionales basados en datos macroeconómicos, pero son más visibles en los análisis desagregados de datos microeconómicos. El enfoque microeconómico también brinda más posibilidades de desenmarañar los efectos causales y captar la importancia relativa de los diferentes canales a través de los cuales la integración financiera repercute en el crecimiento.

Algunos economistas han utilizado datos microeconómicos para estimar el costo de los controles de capital, que parecen distorsionar el comportamiento de las empresas (y los particulares) en su intento por esquivarlos. Al aislar la economía de la competencia, puede que los controles de capital debiliten la disciplina del mercado. En otras palabras, su existencia parece acarrear considerables costos de eficiencia para las empresas y los sectores.

Cómo interpretar los datos

Nuestro marco conceptual reúne todos estos datos dispares para decidir por qué los análisis empíricos con diferentes niveles de desagregación producen conclusiones diferentes.

Uno de los elementos fundamentales es el concepto de que, cuando funciona bien, la globalización financiera no se limita a ampliar el acceso a los capitales para la inversión nacional, sino que también tiene beneficios catalíticos e indirectos. Mucho más importante que el efecto directo que tiene sobre el crecimiento la ampliación del acceso a los capitales es el hecho de que las corrientes de capital son capaces de generar *beneficios secundarios* (así denominados porque puede que no constituyan el principal objetivo de un país al iniciar la integración financiera). Según un número creciente de estudios, la apertura financiera puede promover el desarrollo del sector financiero nacional, imponer disciplina a las políticas macroeconómicas, incrementar la eficiencia de las empresas nacionales al exponerlas a la competencia de empresas extranjeras y poner en marcha corrientes que terminan mejorando la gestión de gobierno del país y de las empresas. Estos beneficios secundarios podrían contribuir a la eficiencia y, por extensión, al aumento de la productividad total de los factores.

La idea de que la globalización financiera influye en el crecimiento, sobre todo a través de canales indirectos, tiene profundas implicaciones para el análisis empírico de sus beneficios. La creación de instituciones, el afianzamiento de la disciplina del mercado y la profundización del sector financiero llevan tiempo, y los efectos beneficiosos para el crecimiento que se transmiten a través de estos canales tampoco aparecen de la noche a la mañana. Quizás esta sea la razón por la cual, al examinar períodos relativamente cortos, parece mucho más fácil detectar los costos que los beneficios de la globalización financiera. Y, aun con plazos más largos, puede ser difícil detectar los beneficios para la productividad en un análisis empírico si se incluyen variables estructurales, institucionales y macroeconó-

micas en regresiones multinacionales que buscan explicar el crecimiento. Después de todo, es precisamente por esos canales por los que la integración financiera genera crecimiento (gráfico 3).

Obviamente, tampoco corresponde atribuirle una importancia excesiva a la idea de que la integración financiera produce beneficios secundarios. Es igualmente posible que en igualdad de condiciones los países con instituciones y mercados financieros mejor desarrollados atraigan más capital extranjero. No pretendemos desmerecer los canales tradicionales: la integración financiera puede estimular la inversión suavizando las limitaciones que impone la escasez de ahorro interno y abaratando los capitales. Pero, en nuestra opinión, son estos canales tradicionales los que pueden haber cobrado una importancia exagerada en los estudios realizados hasta la fecha.

Teniendo en cuenta la dificultad de interpretar los resultados de los análisis multinacionales del crecimiento, resulta alentador comprobar que la integración de los mercados financieros parece operar a través de algunos canales indirectos.

¿Qué fundamento empírico tiene nuestro marco conceptual? A continuación justificaremos por qué pensamos que la globalización financiera tiene beneficios secundarios sustanciales.

Los beneficios indirectos de la globalización financiera

Los beneficios indirectos que podría aportar la globalización financiera probablemente se manifiesten en tres ámbitos críticos: el desarrollo del sector financiero, la calidad institucional y las políticas macroeconómicas.

Numerosos análisis plantean que las corrientes financieras internacionales son un poderoso catalizador del *desarrollo de los mercados financieros*, reflejado en indicadores directos (como el tamaño del sector bancario y de los mercados de renta variable) y en conceptos más amplios (como la supervisión y la regulación).

Hay estudios realizados con una variedad de técnicas que respaldan la premisa de que cuanto más grande es la presencia de bancos extranjeros en un país, mejor será la calidad de los servicios financieros y mayor la eficiencia de la intermediación financiera. En el caso de los mercados de renta variable, la presunción teórica casi exclusiva es que el ingreso de participantes extranjeros incrementa la eficiencia, y los hechos así parecen demostrarlo. Es innegable que los mercados bursátiles tienden a ganar en tamaño y en liquidez cuando están liberalizados.

A la luz de los datos empíricos, cabe pensar que la globalización financiera ha llevado a varios países a ajustar el régimen de gobernabilidad de las empresas en respuesta a la competencia extranjera y a las exigencias de los inversionistas internacionales.

Además, la IED en el sector financiero proveniente de países con buenos sistemas de regulación y supervisión suele afianzar la *governabilidad* y el *desarrollo institucional* en las economías de mercados emergentes.

Al incrementar el costo potencial de las políticas deficientes y reforzar los beneficios de las políticas prudentes, la liberalización de la cuenta de capital también impondría disciplina a las políticas macroeconómicas. Precisamente porque deja al país más vulnerable a un vuelco repentino de las preferencias de los inversionistas mundiales, puede funcionar como una señal de que el país está comprometido a *mantener políticas macroeconómicas más sólidas* y reducir la probabilidad de un éxodo de la inversión y sus consecuencias perniciosas. En ese sentido parecen apuntar algunos análisis, aunque los datos no abundan. Los países con una apertura financiera más amplia parecen tener más probabilidades de obtener resultados positivos con la política monetaria manifestados en un nivel de inflación más bajo, pero no se ha probado la existencia de una relación sistemática entre la apertura financiera y el perfeccionamiento de la política fiscal.

Estos datos distan de ser contundentes, pero todos apuntan a la función catalizadora de la integración financiera internacional en una variedad de beneficios que promueven la productividad. Y, teniendo en cuenta la dificultad de interpretar los resultados de los análisis multinacionales del crecimiento, resulta alentador comprobar que la integración de los mercados financieros parece operar a través de algunos canales indirectos.

La complicación de la coyuntura inicial

Algunos estudios han investigado cuáles son las condiciones iniciales necesarias para que la apertura financiera beneficie el crecimiento de un país al mismo tiempo que mitiga los riesgos de crisis.

El *desarrollo del sector financiero* es en particular un determinante clave del grado en que la globalización financiera puede contribuir al crecimiento y a la estabilidad. Cuanto más desarrollado el sector financiero de un país, mayores los beneficios que las entradas de capital aportan al crecimiento y menor la vulnerabilidad del país a la crisis a través de canales directos e indirectos.

Este factor ejerce además un efecto positivo sobre la estabilidad macroeconómica, la cual, a su vez, tiene implicaciones para el volumen y la composición de las corrientes de capital. En los países en desarrollo que carecen de un sector financiero profundo, el cambio de dirección repentino de los capitales suele generar ciclos de auge y colapso, o exacerbarlos. Y en muchos países la liberalización incorrecta o mal dirigida del sector financiero nacional ha contribuido a crisis que quizá se le hayan imputado a la integración financiera.

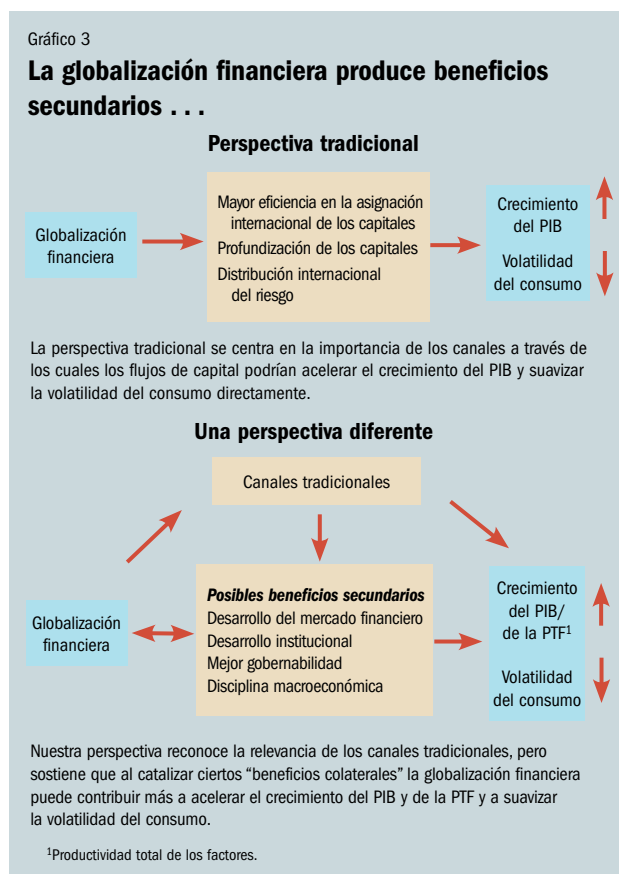
La *calidad institucional* parece influir no solo en los resultados de la integración financiera, sino también en el nivel mismo de integración. También parece incidir profundamente en la composición de los capitales que entran en los países en desarrollo, otra de las formas mediante las cuales afecta a los resultados macroeconómicos. Cuanto mejor la calidad institucional, mayor la proporción de IED e inversión de cartera en renta variable dentro de la estructura de capital de un país, y, en consecuencia, mayores los beneficios secundarios de la integración financiera.

La *calidad de las políticas macroeconómicas internas* también parece incidir en el nivel y la composición de las entradas de capital, así como en la vulnerabilidad a las crisis. Las políticas fiscales y monetarias sólidas extraen al máximo los beneficios de la liberalización de la cuenta de capital para el crecimiento y ayudan a evitar crisis. Además, en las economías con sistemas financieros frágiles no resulta auspicioso combinar una cuenta de capital abierta con un tipo de cambio fijo. Hay muy buenos argumentos para pensar que un tipo de cambio rígido puede agravar la vulnerabilidad de un país que abre su mercado de capital.

La *integración comercial* equilibra mejor los costos y los beneficios de la integración financiera, reduce la probabilidad de crisis vinculadas a la apertura financiera y, si aun así estallan, mitiga sus costos. En estudios recientes se confirma la filosofía original de anteponer la liberalización comercial a la liberalización de la cuenta de capital.

Estas reflexiones plantean la existencia de ciertas condiciones básicas que determinan el lugar que le corresponde a cada país dentro del espectro de costos y beneficios potenciales. Es la interacción entre la globalización financiera y esta coyuntura inicial lo que determina el desenlace en términos de crecimiento y de volatilidad (gráfico 4).

Comparando los gráficos 3 y 4 salta a la vista una tensión fundamental entre los costos y los beneficios de la globalización financiera. La mayoría de las condiciones básicas iniciales





son similares a los beneficios secundarios. En otras palabras, la globalización financiera es el catalizador de varios beneficios secundarios importantes, pero puede agravar mucho la relación riesgo/beneficio si las condiciones iniciales en estas dimensiones no son propicias.

Otra de las condiciones iniciales tiene que ver con el propio nivel de integración. Las economías industriales, que están mucho más integradas a los mercados financieros mundiales, obviamente saben mejor que los mercados emergentes cómo aprovechar las corrientes internacionales de capital para asignar los capitales con eficiencia, lo que les permite lograr más productividad y distribuir mejor el riesgo que pesa sobre los ingresos. Ahora bien, ¿significa esto que para obtener los beneficios secundarios la única esperanza de los países en desarrollo es alcanzar un nivel de integración financiera parecido al de las economías industriales, y que los riesgos que enfrenten hacia ese objetivo son inevitables? Después de todo, si los costos a corto plazo se manifiestan en forma de crisis, podrían tener efectos negativos persistentes que aminorarían los beneficios a largo plazo para el crecimiento. Además, los efectos distributivos de estas consecuencias a corto plazo pueden ser especialmente dolorosos para los países de bajo ingreso.

La tensión entre los riesgos y los beneficios

Nuestra síntesis de los estudios sobre la globalización financiera es cautelosamente optimista en cuanto a los beneficios generales, pero sugiere que a medida que los países se vayan integrando más a los mercados financieros mundiales probablemente se topen con graves complicaciones. En los países en desarrollo, la globalización financiera parece encerrar la promesa de un abanico de beneficios secundarios que pueden contribuir al bienestar y al crecimiento a largo plazo. Al mismo tiempo, si un país abre la cuenta de capital sin contar con una coyuntura básica propicia, los beneficios pueden tardar en manifestarse y puede agudizarse la vulnerabilidad a una

interrupción repentina de las entradas de capital. Se trata de una tensión fundamental entre los costos y los beneficios de la globalización financiera que quizá sea difícil evitar.

¿Significa esto que los países que desean aprovechar los beneficios secundarios de la globalización financiera no tienen más alternativa que exponerse a un fuerte riesgo de crisis? ¿Sería mejor que los países en desarrollo se protegieran de las influencias externas mientras intentan imprimir una calidad aceptable a las políticas e instituciones internas? A nuestro parecer, si bien es imposible eludir por completo los riesgos, hay maneras de equiparar mejor los beneficios y los riesgos de la globalización financiera. Pero es poco probable que exista una fórmula única para la apertura de la cuenta de capital en todos los países.

Algunas de las aseveraciones más extremas sobre los efectos de la globalización financiera en los países en desarrollo, tanto positivas como negativas, son mucho más difíciles de sustanciar de lo que generalmente están dispuestos a admitir ambos lados.

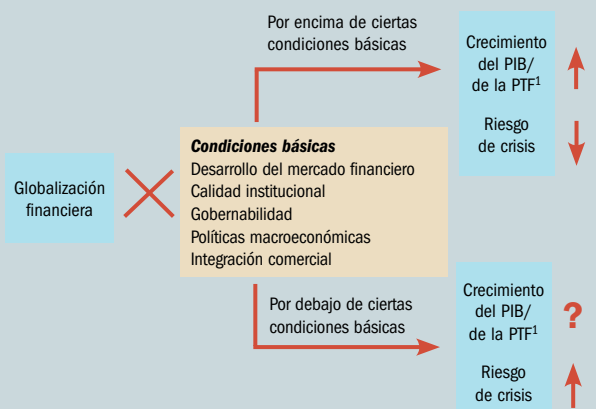
La perspectiva de los beneficios secundarios quizá permita abordar la liberalización de la cuenta de capital teniendo en cuenta la coyuntura que atraviesa cada país y las prioridades relativas que se les asignarían a esos beneficios. De acuerdo con las distorsiones internas —especialmente las vinculadas al sector financiero—, en principio se podría elaborar un plan para liberalizar la cuenta de capital generando beneficios específicos y mitigando al mismo tiempo los riesgos conexos. Aunque el marco que proponemos permite reflexionar sobre estas cuestiones, obviamente serían necesarios análisis más profundos en distintos ámbitos antes de extraer conclusiones prácticas concretas.

Por el momento, habría que reconocer que algunas de las aseveraciones más extremas sobre los efectos de la globalización financiera en los países en desarrollo, tanto positivas como negativas, son mucho más difíciles de sustanciar de lo que generalmente están dispuestos a admitir ambos lados. ■

M. Ayhan Kose es Economista y Shang-Jin Wei es Jefe de División en el Departamento de Estudios del FMI. Eswar Prasad dirige una cátedra de política comercial en la Universidad de Cornell. Kenneth Rogoff dirige una cátedra de política pública e imparte ciencias económicas en la Universidad de Harvard.

Gráfico 4

... pero la coyuntura inicial complica las cosas.



La globalización financiera contribuye a mejorar los resultados macroeconómicos cuando están presentes ciertas condiciones básicas. Esto es fuente de tensiones, ya que muchas de las condiciones básicas son similares a los beneficios secundarios.

¹Productividad total de los factores.

Este artículo está basado en “Financial Globalization: A Reappraisal”, IMF Working Paper No. 06/189, que contiene una lista bibliográfica completa, así como algunas de las fuentes primarias utilizadas.