

## Documentos CIDOB

### Asia; 16

La integración financiera como mecanismo de prevención de crisis en América Latina y Asia Oriental.  
Joan Ripoll i Alcón

documentos



**Serie: Asia**

Número 16. La integración financiera como mecanismo de prevención de crisis en América Latina y Asia Oriental

© Joan Ripoll i Alcón

© Fundació CIDOB, de esta edición

Edita: CIDOB edicions

Elisabets, 12

08001 Barcelona

Tel. 93 302 64 95

Fax. 93 302 21 18

E-mail: [publicaciones@cidob.org](mailto:publicaciones@cidob.org)

URL: <http://www.cidob.org>

Depósito legal: B-46.802-2001

ISSN: 1696-9987

Imprime: Cargraphics S.A.

Distribuye: Edicions Bellaterra, S.L.

Navas de Tolosa, 289 bis, 08026 Barcelona

[www.ed-bellaterra.com](http://www.ed-bellaterra.com)

Barcelona, mayo de 2007

# **LA INTEGRACIÓN FINANCIERA COMO MECANISMO DE PREVENCIÓN DE CRISIS EN AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL**

**Joan Ripoll i Alcón\***

Mayo de 2007

\*Profesor del Departamento de Economía y Finanzas  
de l'Escola d'Estudis Empresarials del Maresme (EUM)

## Resumen

*Este artículo, mediante el análisis de las características de los ciclos de los mercados financieros antes y después de los procesos de liberalización -tanto en los países más avanzados como en las economías emergentes de América Latina y Asia Oriental-, revela que el vínculo causal entre globalización económica y vulnerabilidad financiera no es una norma estricta porque, muy probablemente, a medio y largo plazo, la integración financiera a nivel internacional, paradójicamente, podría acabar resolviendo los problemas que genera inicialmente.*

*Desde esta perspectiva, la integración financiera podría entenderse como una causa y, a su vez, como una solución a la vulnerabilidad de las economías emergentes a una situación de "pánico financiero" que es el origen de las crisis que se "autogeneran" y se "autoalimentan" características de la segunda mitad de la década de los noventa.*

## Sumario

<b>Introducción</b> .....	7
<b>Liberalización financiera: costes reales, beneficios potenciales</b> .....	9
Los costes reales de la liberalización financiera .....	9
<i>Liberalización financiera y volatilidad</i> .....	9
<i>Los costes de la volatilidad</i> .....	12
Los efectos potencialmente positivos de la liberalización financiera .....	13
<i>Liberalización financiera y el nivel de inversión nacional</i> .....	13
<i>Liberalización financiera, transferencia tecnológica y productividad</i> .....	17
<i>Liberalización financiera y desarrollo de los mercados financieros nacionales</i> ...	18
<i>Liberalización financiera y crecimiento económico</i> .....	19
<b>La importancia de la integración financiera en la reducción de la fragilidad financiera</b> .....	25
Consideraciones metodológicas .....	25
Los efectos de la liberalización financiera sobre la volatilidad de los mercados .....	29
Otras evidencias teóricas empíricas.....	34
<b>Liberalización financiera y reformas institucionales</b> .....	39
Consideraciones previas .....	39
Extensión del modelo econométrico inicial .....	43
Los efectos de la liberalización sucesiva sobre la volatilidad de los mercados financieros. ....	46
Los efectos de la liberalización de un sector determinado sobre la volatilidad de los mercados financieros. ....	48

<b>La naturaleza del programa de liberalización y reforma de los mercados financieros</b> .....	55
La naturaleza de las políticas macroeconómicas:	
aprender a gestionar el éxito .....	55
La prudencia en el proceso de liberalización .....	57
La calidad de la estructura institucional .....	58
<b>Conclusiones</b> .....	65
<b>Referencias bibliográficas</b> .....	69

## Introducción

Las implicaciones de la creciente integración de las economías emergentes en los mercados de capitales internacionales han cambiado respecto a los planteamientos existentes a comienzos de la década de los noventa, cuando la intensificación de los flujos de capitales desde los países más industrializados hacia los países de América Latina y Asia Oriental parecía que espoleaba el crecimiento real de la producción y el proceso de convergencia real de estas economías.

Los distintos episodios de crisis cambiarias y financieras, iniciadas con el colapso del peso mexicano a finales de 1994 y que después adoptaron expresiones más violentas en Tailandia, Filipinas, Indonesia, Malasia y Corea del Sur entre 1997 y 1998, en Brasil a principios de 1999 y Argentina en 2001, han puesto en evidencia que los movimientos de capitales internacionales no están exentos de costes económicos y sociales significativos.

Por ello, las crisis que tienen su origen en la cuenta financiera de la balanza de pagos constituyen una amenaza para el buen funcionamiento de las economías de libre mercado y para el progreso del comercio y las finanzas internacionales, pues muchos países emergentes podrían tornarse protectionistas ante la fragilidad financiera y las exigencias de política económica que imponen los procesos de liberalización de los mercados de capitales.

Más, cuando las opciones que podrían aminorar esta fragilidad financiera y que giran en torno al “trilema” de la política económica no resultan satisfactorias<sup>1</sup>. Así, desincentivar el endeudamiento en moneda extranjera mediante el uso de controles de capitales o permitiendo la

1. La noción de “trilema de la política económica” o “trinidad inconsistente” señala que una economía no puede disfrutar, simultáneamente, de un sistema de tipo de cambio fijo, libre movilidad de capitales financieros y una política monetaria autónoma. Sólo si se renuncia a alguno de estos tres objetivos se pueden obtener, al mismo tiempo, los otros dos. A veces esta incongruencia toma la forma de “cuarteto inconsistente” cuando, al mismo tiempo, coexisten un sistema de tipo de cambio fijo, libre circulación de capitales, apertura comercial al exterior y autonomía de la política monetaria. Nuevamente en este caso, sólo se pueden alcanzar, a la vez, tres de los cuatro objetivos (Tugores, 2006).

libre flotación del tipo de cambio son soluciones tanto más costosas cuanto mayor es el grado de apertura comercial y financiera de la economía. Alternativamente, protegerse mediante sistemas de tipo de cambio fijo estrictos como un *currency board* o la “dolarización” de la economía, tal vez eliminaría el riesgo de una crisis cambiaria, pero podría exponer al país a otros tipos de crisis financieras.

Con todo, este trabajo, mediante el análisis de las características de los ciclos de los mercados financieros antes y después de los procesos de liberalización financiera —tanto en los países más avanzados como en las economías emergentes de América Latina y de Asia Oriental—, revela que el vínculo causal entre globalización económica y vulnerabilidad financiera no es una norma estricta, sino más bien un fenómeno transitorio porque, muy probablemente, a medio y largo plazo, la integración financiera a escala internacional, paradójicamente, podría acabar resolviendo los problemas que genera inicialmente.

El estudio se estructura en cinco partes. En la primera sección se sintetizan los argumentos recogidos en la literatura económica que explican los beneficios y costes asociados a los procesos de liberalización financiera. La segunda sección compara empíricamente las características de los ciclos financieros durante los periodos de restricciones financieras y durante los periodos de liberalización financiera. El tercer apartado amplía este análisis estudiando los efectos de la secuencia del proceso de desregulación y liberalización financiera sobre la volatilidad de los mercados de capitales. La cuarta sección considera la naturaleza de los programas de reformas que deberían tomarse en consideración para que los procesos de liberalización financiera permitan llegar a materializar los beneficios potenciales que se les asocian a medio y largo plazo. Finalmente, la quinta y última sección resume las conclusiones más relevantes del artículo.



## **Liberalización financiera: costes reales, beneficios potenciales**

### **Los costes reales de la liberalización financiera**

Aunque la teoría económica establece que la integración financiera internacional reduce la volatilidad inherente a los movimientos de capitales, precipita el desarrollo de los mercados financieros nacionales y favorece un mayor crecimiento económico, la experiencia particular de las economías de América Latina y del Asia Oriental revela que estos beneficios potenciales no siempre llegan a materializarse, al menos a corto plazo.

Así, a pesar de las posibles diferencias contextuales y las particularidades de cada economía, uno de los elementos desencadenantes característicos de las crisis de la década de los noventa en las economías emergentes de América Latina y del Asia Oriental fue el apoyo activo a los procesos de liberalización tanto de los sistemas financieros como de los movimientos de capitales. De esta manera, las crisis cambiarias y su derivación en crisis financieras –o, alternativamente, las crisis financieras y su derivación en crisis cambiarias– han provocado una singularidad de las economías emergentes que cuestiona las bondades de la integración económica a tenor de los costes económicos y sociales que impone.

### **Liberalización financiera y volatilidad**

#### **Las causas de la volatilidad de los flujos de capitales procedentes del extranjero**

El análisis de las experiencias de México, Brasil y Argentina, así como de las economías emergentes del Asia Oriental durante la segunda mitad de la década de los noventa sugiere una relación causal directa entre la globalización financiera y el aumento de la volatilidad. Así, en muchos casos, la apertura a los movimientos de capitales internacionales y el pro-

ceso de liberalización de los sistemas financieros nacionales han contribuido a aumentar la inestabilidad en las economías emergentes, pues las imperfecciones de los mercados de capitales nacionales e internacionales exponen a estos países a los efectos de una rápida y repentina reversión en el flujo de entrada de capitales. En este sentido, para Calvo y Mendoza (2000) la creciente integración financiera ha hecho a los países más vulnerables a perturbaciones externas, porque la supresión de las restricciones a los movimientos de capitales ha potenciado el papel de los mercados financieros internacionales como vía adicional de “contagio”, un extremo que acelera y magnifica los efectos de cualquier perturbación real o monetaria, interna o externa.

Con todo, si bien es cierto que los flujos de capitales desde las economías adelantadas hacia las economías emergentes se han ido incrementado de manera muy pronunciada, también lo es que este aumento en el volumen de los movimientos de capitales y de la volatilidad también se ha dado entre los países industrializados. Por lo tanto, la intensificación de los movimientos de capitales no es propiamente la causa de las crisis. Más bien, la volatilidad procede de la composición de las entradas de capitales, del periodo de maduración de las operaciones y de la sensibilidad de estos flujos a la evolución de la coyuntura nacional e internacional.

En este sentido, Sarno y Taylor (1997) muestran cómo el aumento de la importancia relativa de la inversión en cartera en el conjunto de entradas netas de capitales privados explicaría el aumento de la volatilidad asociada a los movimientos de capitales, especialmente en Asia Oriental. De la misma manera, Detragiache y Spilimbergo (2001) encuentran muy significativa la relación causal entre la composición de las entradas de capitales, el periodo de vencimiento de la deuda externa y la incidencia y severidad de las crisis cambiarias y financieras.

Al mismo tiempo, la intensificación de los flujos de capitales entre los países emergentes y los países más industrializados ha incrementado la sensibilidad de los movimientos de capitales no sólo a la evolución de las condiciones internas del país en los que se efectúa la inversión, sino también a la evolución de las variables macroeconómicas de los países indus-

trializados (CEPAL, 1998). Así, Reinhart y Reinhart (1997) revelan que la entrada de inversiones directas a las economías emergentes está fuerte y positivamente correlacionada con el ciclo económico de Estados Unidos, mientras que los préstamos bancarios lo están negativamente. Por su parte, Edison y Warnock (2001) muestran que la inversión en cartera de Estados Unidos en las economías emergentes de América Latina y del Asia Oriental está negativamente correlacionada con los tipos de interés y el crecimiento de la producción norteamericanos.

Según Calvo y Mendoza (2000) este extremo, por un lado, refleja las imperfecciones de los mercados de capitales internacionales derivadas de su segmentación y las asimetrías en la información –que explica los problemas de selección adversa y el comportamiento gregario de los inversores extranjeros– y, por otro, la naturaleza pro-cíclica de los movimientos de capitales internacionales.

Esta vulnerabilidad puede verse acentuada cuando la secuencia en el proceso de liberalización financiera no se implementa adecuadamente (Bakker y Chapple, 2002) –un extremo especialmente frecuente en presencia de una estructura institucional débil– o si las políticas económicas son inconsistentes (Bartolini y Drazen, 1997) o si los sistemas financieros nacionales no están lo suficientemente desarrollados para absorber un gran volumen de capitales financieros procedentes del extranjero<sup>2</sup> (Aizenman, 2002).

2. Así por ejemplo, Kaminsky y Reinhart (1999) destacan cómo, en los casos que analizan, los problemas del sector bancario normalmente preceden el estallido de la crisis cambiaria y que esa crisis cambiaria, a su vez, agrava la crisis bancaria, situando a la economía en un círculo vicioso de efectos devastadores. De la misma manera, Krueger y Yoo (2002), después de analizar la crisis de Corea del Sur de 1997, llegan a la conclusión de que en presencia de unos sistemas bancarios débilmente regulados y otras distorsiones en los mercados de capitales internos, las entradas de capitales pueden exacerbar las ineficiencias existentes en estas economías.

## Los costes de la volatilidad

Las crisis pueden ser consideradas como los episodios de volatilidad más dramáticos en América Latina y Asia Oriental. De hecho, la proliferación de *self-fulfilling crises* o crisis que se “autogeneran” a menudo es considerada como una de las características definitorias de la intensificación de la globalización financiera durante los últimos quince años. Este extremo cuestiona las bondades de la integración comercial y financiera a tenor de los costes económicos y sociales que impone. Además, el hecho de que las crisis más recientes hayan afectado principalmente a los países en desarrollo más integrados en los mercados financieros internacionales ha motivado que estos fenómenos se hayan erigido en una referencia de la distribución desigual de los beneficios y costes de la globalización.

Por ello, a raíz de la crisis del Este de Asia de 1997, Corsetti (1998) ha argumentado que *...el proceso de globalización ha ido demasiado lejos, ha introducido demasiada volatilidad en los mercados de capitales internacionales y ha hecho a las economías muy vulnerables a crisis que se auto-confirman*. En consecuencia, Eichengreen, Tobin et al. (1995) recomendaban a los países menos desarrollados fijar algunos límites a los movimientos de capitales para amortiguar las fluctuaciones cíclicas de los mercados financieros. Incluso, los controles a las salidas de capitales —que para muchos autores se habían revelado inefectivos— han sido recuperados nuevamente como instrumento de política económica. En este sentido, Krugman (2000) defendía que los controles a las salidas de capitales podían ayudar, cuando menos temporalmente, en la gestión de un proceso masivo y repentino de desmovilización de inversiones al disuadir determinadas operaciones de los agentes financieros. Con todo, es a partir de las críticas de Stiglitz (2004 y 2006) al funcionamiento del sistema financiero internacional que este debate se ha hecho más público y notorio. Fruto de estas discusiones y a la vista de determinadas evidencias, cada vez son más los economistas parti-

darios de un intervencionismo más activo en los mercados financieros por parte del Estado y de una mayor regulación de los movimientos de capitales.

### **Los efectos potencialmente positivos de la liberalización financiera**

Los costes que impone, a corto plazo, la apertura financiera al exterior y la desregulación del sector financiero nacional en términos de una mayor vulnerabilidad a las crisis que se “autoafirman” y de los efectos que comporta, tienen que ser contrapuestos con los beneficios potenciales, a medio y largo plazo, que se derivan de una creciente integración financiera a escala internacional.

Así, numerosos trabajos de investigación, teóricos y empíricos, revelan que la supresión de las restricciones que limitan la movilidad de los flujos de capitales y la desregulación de los sistemas financieros nacionales pueden aumentar las posibilidades de financiación de la inversión nacional, crear externalidades tecnológicas e incrementar la profundidad de los mercados de capitales nacionales. Estos cambios se traducen en una mayor productividad y en la disminución de la volatilidad asociada a los movimientos de capitales. Desde esta perspectiva, la creciente integración que se deriva de los procesos de liberalización de los diferentes mercados financieros se convierte, a medio y largo plazo, en un elemento propiciatorio de una mayor estabilidad y eficiencia que favorece unos niveles de crecimiento y bienestar superiores que pueden, a su vez, acabar compensando las distorsiones que inicialmente generan.

#### **Liberalización financiera y el nivel de inversión nacional**

Uno de los beneficios más evidentes de la liberalización financiera es que la supresión de las restricciones que limitan la movilidad de capitales facilita el acceso de los países emergentes a los mercados de capitales

internacionales y, en consecuencia, la capacidad de financiación de la economía se multiplica.

En estas condiciones, la intensificación del flujo de entrada de capitales extranjeros favorece una mayor inversión en el interior del país<sup>3</sup>. Con todo, la determinación de la causalidad entre el flujo de entradas de capitales privados y el nivel de inversión es compleja, en la medida que depende del grado de integración de las economías nacionales en los mercados de capitales internacionales, de la composición del flujo de entrada de capitales y de las condiciones para la inversión en la economía.

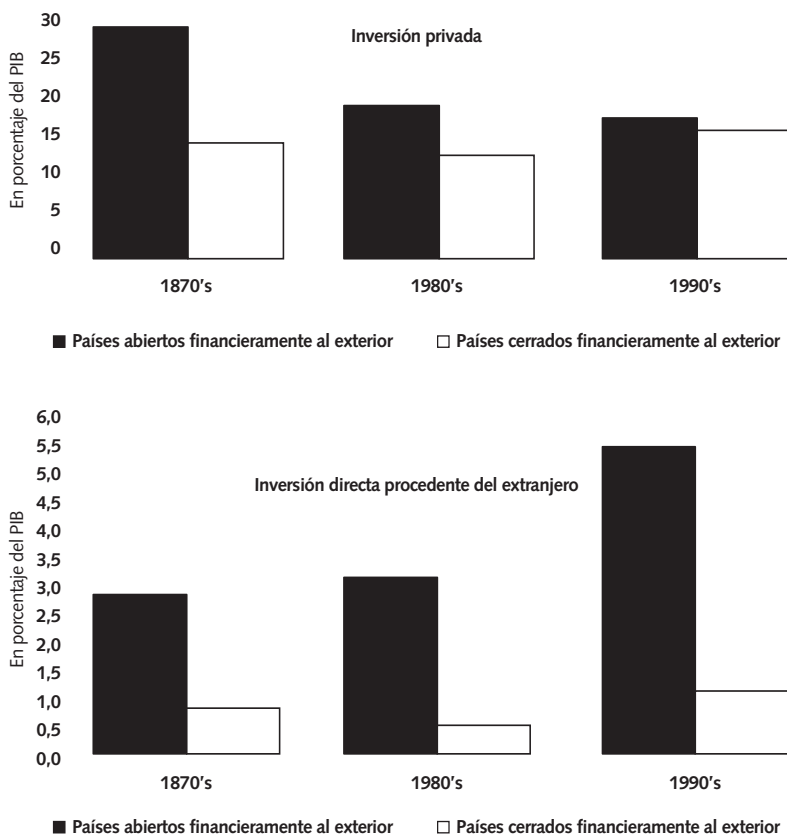
En un análisis más preciso, y basado en una amplia variedad de países en desarrollo, Bosworth y Collins (1999) confirman este extremo cuando afirman que *...los flujos de capitales a largo plazo están fuertemente correlacionados con incrementos de la inversión nacional; por el contrario las entradas de capital a corto plazo tienen poco o ningún efecto sobre la inversión.*

En particular, estos autores encuentran que la inversión directa y los préstamos bancarios procedentes del extranjero están, claramente, vinculados a aumentos de la inversión interna, mientras que la relación entre las inversiones en cartera y la inversión nacional es positiva pero poco robusta. Quizás por eso, como se observa en el gráfico 1, los países abiertos desde el punto de vista financiero<sup>4</sup> –que lógicamente regis-

3. Así, Edison, Levine et al. (2002) en una simulación publicada por el FMI estimaban que un incremento de la movilidad de capitales en un 40% del PIB se traducía en un incremento de la inversión de casi un 2% del PIB.
4. En este análisis los *“países abiertos financieramente al exterior”* son aquellos países en desarrollo con un grado de liberalización financiera superior a la media de la muestra –integrada por economías industrializadas y en desarrollo– y para el conjunto del periodo. Los países con un grado de apertura financiera inferior a la media son considerados como *“países cerrados financieramente”*.

tran unos niveles de inversión directa procedente del extranjero (IDE) en relación al PIB mayores—, tienen asociados también los niveles de inversión nacional en porcentaje del PIB más altos.

**Gráfico 1. Liberalización financiera y flujos de inversión privada e inversión directa**



Fuente: Elaboración propia a partir del *World Economic Outlook*, FMI (2001)

A su vez, esta relación entre el flujo de capitales privados procedentes del extranjero y la inversión interna también depende decisivamente de la capacidad del país para asimilar esas entradas de capitales. Una capacidad que, para Borensztein, de Gregorio y Lee (1998), está directamente vinculada con el grado de estabilidad política, el desarrollo del sistema financiero, el nivel de preparación de la población activa, la calidad de las infraestructuras de capital, la eficiencia de los servicios prestados por el Gobierno del Estado y el grado de corrupción<sup>5</sup>.

Con todo, y tal como apunta el FMI (2001), esta asociación positiva entre las entradas de capitales procedentes del extranjero y el nivel de inversión nacional ha disminuido durante la década de los noventa como consecuencia de dos factores principales. Primero, la creciente importancia de las inversiones en cartera derivadas de operaciones de fusión y adquisición de empresas (UNCTAD, 1998). En segundo lugar, a medida que aumenta el grado de integración de los países en los mercados financieros internacionales, el ahorro nacional y las decisiones de inversión están menos correlacionados y, por tanto, la relación causal entre inversión extranjera e inversión nacional se debilita.

5. En este sentido, el Banco Mundial (2001a) en un amplio estudio ilustra como la IDE está correlacionada positivamente con unos niveles de inversión superiores, pero sólo si el país cuenta con unas infraestructuras notables. Del mismo modo, los flujos de capitales a corto plazo se traducen en unos niveles de inversión como porcentaje del PIB más altos, si en la economía existe un grado de estabilidad política suficiente; solo, entonces, las entradas de capitales a corto plazo pierden su papel desestabilizador sobre el comercio y las finanzas internacionales.



## Liberalización financiera, transferencia tecnológica y productividad

Otra de las ventajas que proporciona la liberalización financiera se da cuando los capitales procedentes del exterior toman la forma de inversión directa del extranjero (IDE). La IDE se ha convertido en un factor de desarrollo económico muy importante para los países emergentes porque favorece la integración de la economía nacional en los mercados mundiales de exportación, pero, sobre todo, porque es la fórmula más eficiente para acceder a nuevas tecnologías y la base para la mejora de la productividad. En este sentido, Dobson y Siow Yue (1997) encuentran que las empresas extranjeras posibilitan la integración de las economías emergentes en las redes mundiales de producción<sup>6</sup> al utilizarlas como plataforma de sus exportaciones.

Por otra parte, De Melo y Grether (1997) consideran la IDE como una fuente importante de formación del capital humano y de cambio tecnológico, pues a menudo las empresas extranjeras incorporan innovaciones técnicas o de proceso en sus empresas subsidiarias. Estas mejoras técnicas promueven el uso de tecnologías más adelantadas por parte de las empresas nacionales y facilitan la adquisición de conocimientos, habilidades y destrezas que aumentan la productividad de la mano de obra del país receptor<sup>7</sup>. De hecho, este es el aspecto más interesante asociado a la IDE: la difusión de la tecnología y la mejora de la productividad muy sig-

6. Así por ejemplo, Lipsey (2000), en el caso filiales de compañías norteamericanas de la industria de la electrónica instaladas en el Este de Asia, o Aitken (1996), en el caso de México, encuentran que la producción de estas filiales representaba casi el 75% de las exportaciones del país.
7. Así lo ponen de manifiesto los trabajos de Blomström y Wolf (1994) en el caso de México y de Aitken y Harrison (1999) en el caso de Venezuela.

nificativas que contribuyen a incrementar la expansión de la producción y de la renta nacional<sup>8</sup>.

Por eso, según Eaton y Kortum (1999) y Keller (2002) la capacidad para atraer la IDE ha acabado convirtiéndose en un factor clave para el progreso económico de los países emergentes.

### Liberalización financiera y desarrollo de los mercados financieros nacionales

Un tercer beneficio imputable al proceso de creciente integración financiera es el desarrollo de los mercados financieros nacionales. Una de las características definitorias de los mercados de capitales en las economías emergentes ha sido su amplitud y profundidad insuficientes. Fruto de estas limitaciones, estos mercados resultaban ilíquidos y, por tanto, no era factible llevar a cabo una diversificación adecuada del riesgo. Además, el desarrollo de mercados a plazo no era posible y, en consecuencia, las finanzas tenían que establecerse en horizontes temporales cortos y a unos tipos de interés más altos.

Esta falta de mercados de capitales suficientemente desarrollados explica por qué, en muchos casos, los mercados de las economías emergentes eran incompletos y por qué la mayoría de operaciones tenían que financiarse mediante préstamos a corto plazo que proporcionaban los diferentes intermediarios financieros, especialmente instituciones bancarias.

En este escenario, la intensificación del flujo de entrada de capitales procedentes del extranjero puede acabar traducándose en una mayor liquidez que, si se gestiona adecuadamente, permite un desarrollo del sis-

8. Para más información, véase Haddad y Harrison (1993), Okamoto y Sjöholm (1999), Chuan y Lin (1999), Erdilek (2000), Kathuria (2000) y De la Dehesa (2003).

tema financiero nacional<sup>9</sup> más eficiente y menos volátil, consecuencia de la aparición de nuevos mercados e instrumentos, la diversificación y gestión del riesgo y una mejor asignación de recursos.

### Liberalización financiera y crecimiento económico

El impacto de la liberalización de la cuenta financiera sobre la actividad productiva, depende de cómo este proceso afecta a la inversión nacional, de la importancia de la transferencia de tecnología asociada a la inversión directa y de la capacidad del sistema financiero para intermediar un gran flujo de entradas de capitales. Pero en general, unos niveles de inversión más altos, la existencia de externalidades tecnológicas y la mayor profundidad de los mercados financieros están asociados con unas tasas de crecimiento más altas (King y Levine, 1993).

En el pasado, autores como Lewis (1954) o instituciones como el Banco Mundial (1993) enfatizaron el papel de la acumulación de capital asociada a la expansión de la inversión física como factor explicativo del crecimiento económico. Pero una larga colección de estudios empíricos revela que los flujos de capitales procedentes del extranjero han estimulado el ritmo de crecimiento económico, no tanto por la acumulación de capital que suponía una mayor inversión física, sino más bien por la expansión de la productividad (Blomström, Lipsey y Zejan, 1994; Bils y Klenow, 1998; Easterly y Levine, 2001). Así, la transferencia tecnológica, las mejoras en las técnicas de gestión y el desarrollo de los sistemas financieros

9. Existe una gran evidencia empírica a nivel empresarial (Demirgüç-Kunt y Maksimovic, 1998 y 1999), a nivel sectorial (Rajan y Zingales, 1998) y a nivel macroeconómico (Beck, Levine y Loayza, 2000) que avalan el argumento de que un sistema financiero más amplio y profundo puede contribuir a mejorar la eficiencia en la asignación de recursos.

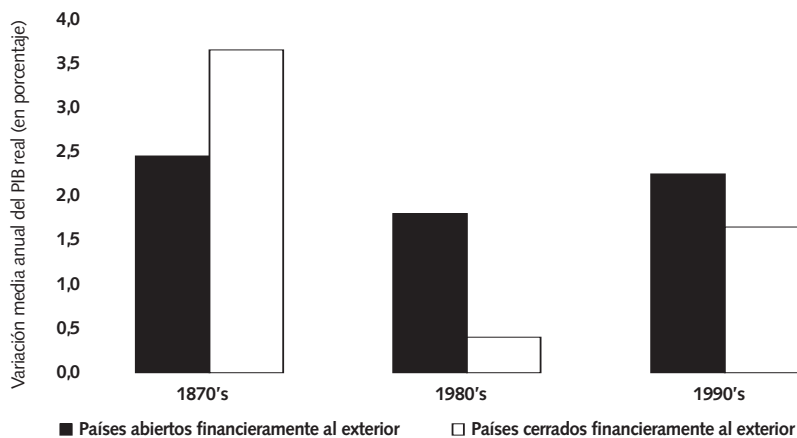
nacionales derivados de la inversión extranjera han propiciado mejoras recurrentes de la productividad que, a su vez, se han traducido en unas tasas de crecimiento más elevadas en aquellas economías con una dotación de infraestructuras adecuada, un sector empresarial dinámico y un grado de apertura comercial significativo<sup>10</sup>. Por eso, el vínculo causal que une liberalización financiera y crecimiento económico tendría que trazar un paralelismo entre entradas de capitales, especialmente la inversión directa procedente del extranjero<sup>11</sup>, mejoras de la productividad y crecimiento económico, y no tanto entre el nivel de inversión nacional y el crecimiento de la producción (Obstfeld y Taylor, 2005).

El gráfico 2 basado en un estudio del FMI (2002) ilustra cómo aquellos países en desarrollo con un mayor grado de integración financiera han crecido más rápidamente que los países menos abiertos desde un

10. Un estudio de Bhagwati (1996) y Salisu y Sapsford (1996) mostraba que la relación causal entre IDE y crecimiento dependía de la política comercial que seguía el país. Así, esta correlación tendía a ser muy positiva en el caso de países en desarrollo que habían seguido políticas de promoción de las exportaciones al estilo del Este de Asia pero, en cambio, eran menos positivas en economías que seguían una política de industrialización por sustitución de importaciones al estilo de América Latina.
11. Sin embargo, como señala De la Dehesa (2000a), en la argumentación que relaciona inversión directa y crecimiento existe también un problema de causalidad inversa: ¿es la IDE la que estimula el crecimiento o es el crecimiento quien alimenta el flujo de inversión directa procedente del extranjero? La experiencia muestra que en las economías emergentes mayores, con una buena situación geográfica y una dotación de capital humano e infraestructuras adecuadas como Argentina, Brasil, México o China, el crecimiento económico precede a la IDE. En economías emergentes más pequeñas y abiertas como Chile, la IDE que precede a la dinámica de crecimiento, juega un papel capital en la expansión de la producción y de la productividad a largo plazo.

punto de vista financiero durante las tres últimas décadas. En particular, entre 1970 y 1999, el PIB per cápita medio se multiplicó casi por tres en los países más abiertos financieramente, un crecimiento seis veces superior al del grupo de países menos abiertos.

**Gráfico 2. Crecimiento per cápita en función del grado de liberalización financiera en los países en desarrollo**



Fuente: *World Economic Outlook*, FMI (2002).

La evidencia de los efectos positivos de la integración financiera sobre el crecimiento puede completarse con algunos de los resultados del trabajo de Prasad et al. (2003) y que se recogen en el cuadro 1. El cuadro proporciona una relación de las tasas de crecimiento del PIB per cápita de 24 países en desarrollo –los 12 países con unas tasas de crecimiento más altas y los 12 países con unas tasas de crecimiento más bajas durante el periodo 1980-2000– y las compara con su grado de apertura financiera.

Los datos confirman nuevamente que, en general, los países más abiertos a los mercados financieros internacionales son los que al mismo tiempo presentan unas tasas de crecimiento superiores. Inclu-

so, las economías de China<sup>12</sup> y de la India presentan unos ritmos de crecimiento elevados, a pesar de que han llevado a cabo una liberalización limitada y selectiva de su cuenta financiera. Por el contrario, los países con un menor grado de integración en los mercados financieros internacionales han experimentado un retroceso en la evolución de su PIB per cápita.

**Cuadro 1. Economías con mayor y menor crecimiento y el grado de integración financiera durante el periodo 1980-2000**

<b>Economías con mayor crecimiento durante 1980-2000</b>	<b>Variación porcentual del PIB per cápita</b>	<b>País abierto financieramente al exterior</b>	<b>Economías con menos crecimiento durante 1980-2000</b>	<b>Variación porcentual del PIB per cápita</b>	<b>País abierto financieramente al exterior</b>
China	391,6	Sí/No	Haití	-39,5	No
Corea del Sur	234,0	Sí	Niger	-37,8	No
Singapur	155,5	Sí	Nicaragua	-30,6	No
Tailandia	151,1	Sí	Togo	-30,0	No
Mauricio	145,8	No	Costa de Marfil	-29,0	No
Botswana	135,4	No	Burundi	-20,2	No
Hong Kong	114,5	Sí	Venezuela	-17,3	Sí/No
Malasia	108,8	Sí	Sudáfrica	-13,7	Sí
India	103,2	Sí/No	Jordania	-10,9	Sí
Chile	100,9	Sí	Paraguay	-9,5	No
Indonesia	97,6	Sí	Ecuador	-7,9	No
Sri Lanka	90,8	No	Perú	-7,8	Sí

Nota: Crecimiento del PIB per cápita en términos reales expresado en las respectivas monedas nacionales.

Fuente: Prasad et al. (2003) a partir del *World Development Indicators (WDI)* del Banco Mundial.

12. China, por ejemplo, liberalizó parcialmente las operaciones vinculadas con la inversión directa procedente del extranjero y ha mantenido las restricciones sobre otras formas de inversión.

Los datos del cuadro también ponen de manifiesto que la integración financiera no garantiza *per se* un mayor crecimiento económico. Por ejemplo, Sudáfrica, Jordania y Perú se han convertido en economías relativamente abiertas a los movimientos de capitales internacionales durante este periodo y, a pesar de ello, la producción nacional, lejos de crecer, ha experimentado disminuciones significativas. Una segunda observación es que la integración económica no es una “condición estrictamente necesaria” para lograr elevadas tasas de crecimiento. Así, Mauricio y Botswana han registrado ritmos de crecimiento anuales muy significativos durante este periodo y, sin embargo, sus economías han estado relativamente cerradas a los movimientos de capitales internacionales.





## **La importancia de la integración financiera en la reducción de la fragilidad financiera**

### **Consideraciones metodológicas**

Para nosotros estas discrepancias observadas entre los beneficios y costes asociados a los procesos de integración financiera podrían explicarse a partir de las diferencias en el horizonte temporal que consideran los diferentes trabajos. Así, las diversas líneas de investigación empírica se centran en el estudio de los efectos de los procesos de desregulación, ya sea a corto plazo o ya sea a largo plazo, pero no entran en el análisis de la evolución de esos efectos a lo largo del tiempo. Además, la literatura económica existente ha tendido a concentrarse en el estudio de la liberalización, o bien de los sistemas financieros nacionales, o bien de los mercados de capitales, o bien de los movimientos de capitales, pero no ha ofrecido, hasta el momento, un análisis integral de los procesos de liberalización.

En consecuencia, llevamos a cabo un estudio exhaustivo que cubre las regulaciones de la industria bancaria, las transacciones de la cuenta financiera de la balanza de pagos y de los mercados de capitales, y que captura también los diversos grados de intensidad de los diferentes episodios de liberalización y desregulación del sistema bancario nacional, de los mercados de capitales y de los movimientos de capitales, así como la posibilidad de que estas medidas puedan ser revertidas en el tiempo.

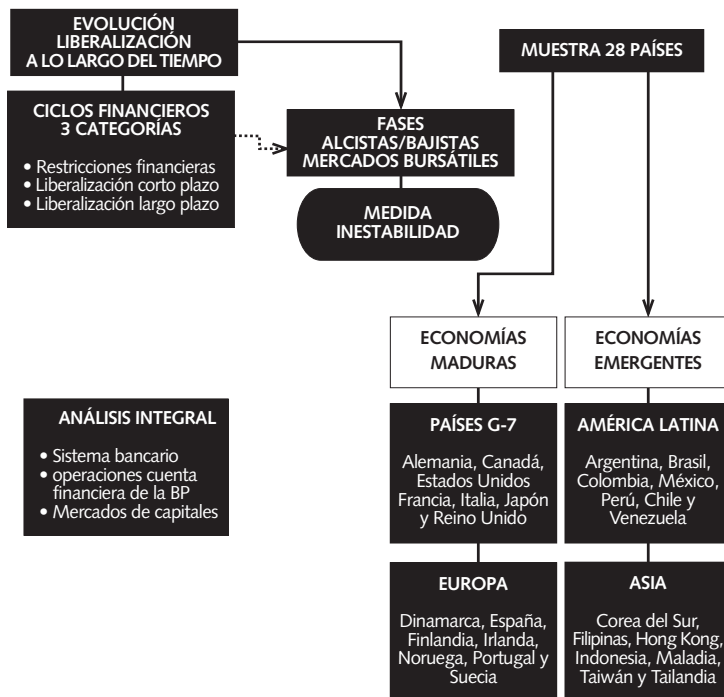
Por ello, a la hora de examinar el argumento según el cual la liberalización financiera ha intensificado y ha profundizado la volatilidad de los mercados financieros, introducimos –siguiendo la metodología de Kaminsky y Schmukler en sus trabajos de 1999 y 2002– un modelo econométrico con diversas variantes, que permite estudiar los efectos de la liberalización a lo largo del tiempo, a partir del análisis de la amplitud de los ciclos de los mercados bursátiles.

En particular se analiza, por una parte, la posición crítica con la creciente integración financiera según la cual los procesos de liberalización han contribuido a fomentar periodos de euforia financiera o periodos de crisis financieras; pero, por otro lado, también estudiamos los argumentos favorables a la integración financiera, en virtud de los cuales este proceso contribuye a la aparición de unos mercados financieros más eficientes, más líquidos, más transparentes y menos volátiles.

Para llevar a cabo este ejercicio se confrontan, por un lado, los ciclos de los mercados bursátiles antes y después de la liberalización financiera y, por otro, se comparan las características de los ciclos financieros de los mercados de capitales a corto y a largo plazo después de que se haya producido el proceso de liberalización. Así, clasificamos los ciclos financieros en tres grandes categorías<sup>13</sup>: aquellos que se dan durante los períodos de restricciones financieras, aquellos que se dan a corto plazo después de un proceso de liberalización y aquellos que se dan a largo plazo siguiendo la liberalización.

13. El ejercicio de clasificación de los ciclos financieros permite elaborar una base analítica con la que caracterizar los ciclos de los mercados financieros e identificar los cambios de tendencia en los precios de las acciones, y así medir su amplitud. Esta amplitud de los períodos de expansión o de recesión se calcula como la desviación respecto al punto medio entre un máximo y un mínimo y se expresa en porcentaje.

Figura 1. Características de la estimación econométrica



Fuente: Elaboración propia.

En este sentido, se define de manera arbitraria como corto plazo los cuatro años siguientes al proceso de liberalización<sup>14</sup>, mientras que consi-

14. La ventana a corto plazo elegida es *ad hoc*. El trabajo de Kaminsky y Schmukler (2002) considera el corto plazo como una ventana de tres años o de seis años. En ambos casos, los resultados son similares.

deramos como largo plazo el quinto año después de la liberalización así como todos los años posteriores, siempre y cuando no se produzca la reversión de este proceso.

Esta identificación, caracterización y análisis de las fases alcistas y bajistas de los mercados bursátiles puede resultar útil no sólo para medir la reacción de estos mercados ante los procesos de desregulación, sino que también nos puede ayudar a entender cómo la integración financiera ha afectado a la volatilidad macroeconómica, a partir de la analogía que puede establecerse entre la evolución de los ciclos de los mercados de capitales y la evolución de los ciclos económicos.

Con todo, las fluctuaciones cíclicas de los mercados bursátiles pueden estar sesgadas porque los cambios en las cotizaciones bursátiles también anticipan los periodos de expansión y de recesión de la economía derivados de la evolución de variables macroeconómicas nacionales e internacionales<sup>15</sup>. La omisión de estas variables podría distorsionar los resultados de nuestro análisis<sup>16</sup>, por lo cual resulta interesante y necesario considerar el papel del crecimiento de la actividad económica a nivel nacional y mundial y la evolución de los tipos de interés reales.

Finalmente, en la medida que la evidencia sobre los mercados maduros y emergentes puede diferir, el análisis distingue la experiencia de los países desarrollados y de las economías emergentes. Con este ánimo, la

15. Calvo, Leiderman et al. (1996) ponen de manifiesto cómo las disminuciones de los tipos de interés de los Estados Unidos favorecieron amplias entradas de capitales hacia las economías emergentes y propiciaron la expansión del crédito interno y el alza de los precios de las acciones y de los bienes inmuebles.

16. Se corre el riesgo de imputar las fases alcistas o bajistas de los mercados de capitales a los procesos de liberalización financiera, cuando son cambios en las condiciones de los mercados nacionales o internacionales los que realmente alimentan aquellos periodos de expansión o de recesión de los mercados.

muestra –basada en la base de datos elaborada por Kaminsky y Schmulker (2002) para el período 1973-2000 y que nosotros ampliamos hasta el año 2004– distingue cuatro grupos de siete economías: los países del G-7, las economías de Asia Oriental, el grupo europeo y el grupo de América Latina<sup>17</sup>.

### Los efectos de la liberalización financiera sobre la volatilidad de los mercados

Teniendo presente todas las consideraciones anteriores, se plantea la siguiente ecuación y se estima a través de mínimos cuadrados con errores estándares consistentes en términos de heterocedasticidad<sup>18</sup>:

$$P_i = \alpha_1 r_i^* + \alpha_2 \gamma_i^* + \alpha_3 \gamma_i + \beta_1 RF_i + \delta_1 LCP_i + \gamma_1 LLLP_i + \varepsilon_i$$

$P_i$  mide la amplitud de los periodos de expansión (recesión) en los mercados bursátiles.  $r_i^*$ ,  $\gamma_i^*$  y  $\gamma_i$  son las variables de control de la regresión. En particular,  $r_i^*$  es la variación de los tipos de interés reales mundiales durante los períodos de expansión (recesión),  $\gamma_i^*$  es la variación de la producción mundial durante los periodos de expansión (recesión) y  $\gamma_i$  recoge el crecimiento económico nacional durante los periodos de expansión

17. Los países del G-7 son Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y el Reino Unido; las economías de la zona asiática incluyen Corea del Sur, Filipinas, Hong Kong, Indonesia, Malasia, Taiwán y Tailandia; el grupo europeo excluye a los países integrantes del G-7 e incorpora a Dinamarca, España, Finlandia, Irlanda, Noruega, Portugal y Suecia; y el grupo de América Latina considera los países más grandes de la región como Argentina, Brasil, Colombia, México, Perú, Chile y Venezuela.
18. La heterocedasticidad describe aquella situación en la que no se mantiene el supuesto de varianza constante para todos los valores de las variables independientes.

(recesión). Los tipos de interés reales a nivel mundial se aproximan a través de los tipos de interés de los fondos federales de Estados Unidos, la producción mundial es la media de los índices de producción industrial de los países G-3, mientras que la producción nacional viene determinada por los índices de producción industrial de cada país. Todos los datos proceden del *International Financial Statistics* del FMI.

$RF_i$  (represión financiera),  $LCP_i$  (liberalización a corto plazo) y  $LLP_i$  (liberalización a largo plazo) son una serie de variables ficticias.

Así,  $RF_i$  vale 1 si el ciclo de expansión (recesión) se da cuando las restricciones en los diferentes mercados financieros considerados son absolutas y 0 en cualquier otro caso<sup>19</sup>.  $CT_i$  es igual a 1 si el ciclo de expansión (recesión) se produce a “corto plazo”, es decir, durante los primeros cuatro años posteriores a algún proceso de la liberalización financiera y 0 en cualquier otro caso. Finalmente,  $LT_i$  vale 1 si el ciclo de expansión (recesión) se registra a partir del periodo del quinto año desde que se produjo la liberalización de alguno de los mercados financieros y 0 en cualquier otro caso.

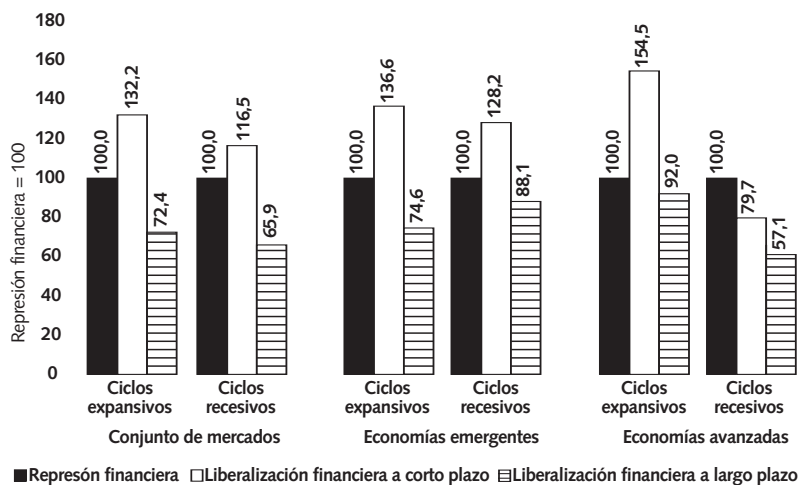
Del análisis de los datos de la estimación econométrica realizada se desprende que, a pesar de la incidencia de los movimientos de los tipos de interés mundiales o de las tasas de crecimiento de la producción mundial y de la producción nacional sobre las fluctuaciones de los precios de los activos financieros, la liberalización financiera se revela como un elemento fundamental a la hora de explicar las fases cíclicas de los mercados de capitales.

19. Se entiende que los mercados financieros del país están sometidos a una situación de represión financiera cuando no existen, al menos, dos sectores parcialmente liberalizados. Por tanto, se entiende que los mercados financieros del país están parcialmente liberalizados cuando, como mínimo, dos sectores presentan una liberalización parcial.

De hecho, si trasladamos estos resultados al gráfico 3 podemos observar como los procesos de liberalización de los diferentes mercados financieros acentúan la amplitud de los ciclos a corto plazo en torno a un 32%, pero tienden a reducir su volatilidad a largo plazo en aproximadamente un 28% respecto al período de restricciones financieras.

Con todo, se observa que, a nivel desagregado, la liberalización financiera ha tenido efectos diferentes sobre las economías emergentes de América Latina y de Asia Oriental y sobre las economías más avanzadas.

**Gráfico 3. Amplitud media de los periodos de expansión y de los periodos de recesión de los ciclos de los mercados bursátiles (1973-2004)**



Fuente: Elaboración propia a partir de la estimación econométrica realizada.

Así, la liberalización –parcial– de los mercados financieros a corto plazo ha contribuido a alimentar la amplitud de los periodos de expan-

sión, tanto en los países más avanzados (un 54,5% ) como en las economías emergentes (aunque aquí el incremento de la volatilidad no es tan marcado, pues el aumento es “solo” de un 37% respecto a su valor en la época de “represión financiera”).

Desde esta perspectiva, los episodios de liberalización financiera no han sido perjudiciales para los distintos países. De hecho, el aumento de la extensión de las fases expansivas siguiendo el proceso de liberalización ha sido, quizás, un reflejo de las bondades del propio proceso de liberalización, cuando la posibilidad de financiarse en unos mercados de mayor dimensión mejora la asignación de recursos y permite reducir el coste del capital financiero<sup>20</sup>.

Sin embargo, en los países desarrollados, la mayor amplitud de las fases de expansión no se ha visto acompañada de una tendencia en la misma dirección durante los periodos de crisis. En este caso, la desregulación de la economía financiera, paradójicamente, se ha traducido en una reducción de la volatilidad media de los mercados de capitales en un 20% durante las fases recesivas.

En cambio, la liberalización financiera tiende a acentuar, a corto plazo, la amplitud de los periodos de crisis en los mercados de capitales de las economías emergentes de América Latina y Asia Oriental en una magnitud del 28%. Este extremo avalaría el argumento según el cual la liberalización financiera alimenta y acentúa las fases alcistas y bajistas de los mercados de capitales y, por extensión, de la economía real. Del mismo modo, este extremo también explicaría la creciente vulnerabilidad observada en las economías emergentes y la existencia de dos patrones de medida en los mercados financieros internacionales.

20. Las excepciones a esta norma general son los casos de las economías de Dinamarca, Finlandia, Noruega y Suecia que experimentaron crisis bancarias a comienzos de la década de los noventa tras liberalizar sus sistemas financieros nacionales.



les<sup>21</sup> (Krugman, 1999), así como la pro-ciclicidad de los flujos de capitales para esta categoría de economías (Banco Mundial, 2001).

Con todo, los datos ilustrados en el gráfico 3 también confirman que, si las reformas, parciales o totales, implementadas en los diferentes mercados financieros se mantienen en el tiempo, la volatilidad de los mercados de capitales a largo plazo tiende a reducirse de manera ostensible respecto a la situación existente previa a la supresión de las restricciones. Así, la amplitud de los periodos de expansión disminuye en casi un 8% en las economías más avanzadas y en algo más del 25% en América Latina y Asia Oriental. Paralelamente, la extensión de los periodos de crisis se reduce en casi un 12% en las economías emergentes y en un 43% en las economías más avanzadas.

Por tanto, la evidencia empírica que proporciona esta primera aproximación avalaría la hipótesis según la cual los mercados financieros se vuelven más inestables a corto plazo como consecuencia de los procesos

21. A menudo, en las economías emergentes las devaluaciones se asocian más bien a una situación de recesión económica y menos a un escenario favorable al crecimiento de las exportaciones, al aumento de la demanda agregada y a la expansión de la actividad productiva. Este extremo explica el "miedo a la flotación" en las economías emergentes descrito por Calvo y Reinhart (2000) e introduce, sutilmente, un doble patrón de medida en los mercados financieros internacionales.

Así, en los países más desarrollados es posible devaluar de manera controlada la moneda nacional. En cambio, en los países emergentes cualquier intento de usar el tipo de cambio como instrumento de ajuste macroeconómico para llevar a cabo una devaluación moderada provoca una pérdida drástica de la confianza en la economía y una situación de "pánico financiero" porque cuando los mercados financieros creen que las devaluaciones son perjudiciales, por una cuestión de "expectativas que se autoafirman", las devaluaciones acaban por convertirse en un terrible agravio para cualquiera de aquellos países.

de liberalización, pero a medio y largo plazo, si estas reformas tienen éxito y se mantienen en el tiempo, los mercados devienen más estables de lo que lo eran antes de su apertura.

### **Otras evidencias teóricas y empíricas**

Estos resultados son ampliamente consistentes con otros trabajos de la literatura teórica y empírica que concluyen que el proceso de integración financiera a escala internacional favorece el desarrollo de los mercados financieros nacionales.

Muchos analistas han argumentado que el excesivo endeudamiento a corto plazo en moneda extranjera y el uso de jurisdicciones externas han sido fórmulas para mitigar los riesgos sistémicos y la presencia de unos sistemas financieros incompletos o poco desarrollados donde poder cruzar operaciones a medio y largo plazo<sup>22</sup> (Caballero y Cowan, 2006; Caballero y Krishnamurthy, 2003; de la Torre y Schmukler, 2004).

La presencia de unos mercados de capitales nacionales poco amplios y profundos (Mishkin, 2001) unida a la inconsistencia temporal de las políticas macroeconómicas instrumentadas en algunos países, sobre todo de América Latina (IADB, 1995), y a la existencia de una estruc-

22. Estas imperfecciones de los mercados de capitales de las economías emergentes de América Latina y Asia Oriental, en ocasiones, se caracterizan con la expresión *original sin*. El "pecado original" pone de relieve como la presencia de unos mercados de capitales incompletos dificulta la capacidad de las economías emergentes para endeudarse en el exterior en moneda nacional, un extremo que fuerza la emisión de valores denominados en divisas para captar el ahorro externo y expone en exceso a la economía del país al riesgo cambiario (Hausmann, Panizza y Stein, 2001).

tura institucional débil y de problemas en la gestión empresarial (Beck y Levine, 2004) han limitado el recurso a las emisiones de capital como mecanismo de financiación de las empresas, pero también han impedido la emisión de bonos a medio y largo plazo y la cobertura de la exposición del riesgo cambiario y de vencimientos mediante derivados financieros.

Como consecuencia de estos condicionantes, una empresa en una economía emergente incapaz de obtener recursos a largo plazo a nivel interno debía afrontar un *trade-off* entre, por un lado, financiar inversiones a largo plazo con deuda a corto plazo, circunstancia que propiciaba la aparición de una asincronía de vencimientos (*maturity mismatch*); o, por otro lado, endeudarse a largo plazo en moneda extranjera, extremo que daba lugar a la aparición de una asincronía de divisas (*currency mismatch*). Estos desequilibrios han sido identificados por Goldstein y Turner (2004) como un factor que contribuyó a exacerbar el impacto de perturbaciones externas, incrementó la severidad de las crisis y ralentizó el proceso de recuperación en las crisis de México en 1994, del Este de Asia en 1997 o, más recientemente, en la crisis de Argentina en 2001.

Pero paradójicamente, el proceso de desregulación financiera y la intensificación del flujo de entrada de capitales procedentes del extranjero también han propiciado una mayor liquidez que, si se gestiona adecuadamente, permite la mejora en la asignación de recursos derivada del aumento de la competencia, la diversificación del riesgo, la mejora de la transparencia de las operaciones y la mayor solvencia de las entidades financieras (Williamson y Mahar, 1998).

Esto se explica porque las reformas que tienden a suprimir los límites en los tipos de interés, eliminan las restricciones de los créditos y permiten la participación extranjera en la banca nacional contribuyendo al rápido desarrollo del sector financiero nacional. Así, por ejemplo, en México y en Argentina la implicación de la inversión extranjera en los sistemas bancarios domésticos aumentó espectacularmente durante los

años noventa y esta circunstancia se tradujo en un desarrollo financiero muy importante<sup>23</sup>.

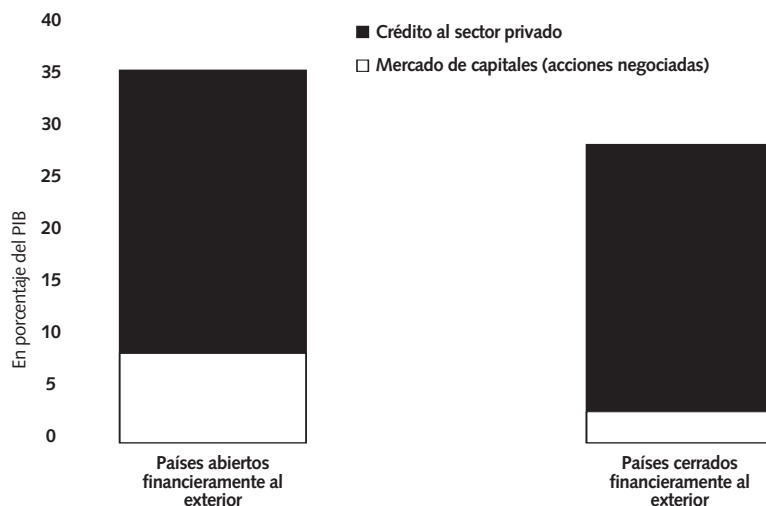
De la misma manera, los bancos internacionales con una dotación de capital más amplia y unas operaciones geográficamente más diversificadas resultan menos susceptibles a una situación de bancarrota o de “pánico financiero” y, por tanto, ofrecen unas garantías superiores a los depósitos nacionales (FMI, 2006). La experiencia de Tailandia durante la crisis del Este de Asia de 1997 pone de manifiesto cómo la mayor participación de la inversión extranjera en el capital de la banca nacional puede contribuir a reducir la vulnerabilidad del país al “contagio” financiero.

Otros autores como Herring y Chatusripitak (2001) y Batten y Kim (2001) o instituciones como la Corporación Financiera Internacional (2001) del Banco Mundial o la Reserva Federal de los Estados Unidos a través de su antiguo presidente Greenspan (1999), consideran que el desarrollo de un sistema financiero nacional más eficiente y la aparición de mercados de capitales más amplios y profundos contribuyen a mitigar las perturbaciones internas o externas. De este modo, los mercados de deuda nacional que posibilitan la extensión del horizonte temporal de las operaciones de inversión y financiación, así como la creación de un mercado de derivados que proporciona unas posibilidades de cobertura del riesgo superiores, pueden ayudar a superar los efectos perniciosos de una crisis bancaria o los problemas endémicos asociados a la asincronía de vencimientos y de divisas que impone el “pecado original” en las economías de América Latina y Asia Oriental.

23. El capital extranjero, a menudo, aporta nuevas técnicas y prácticas financieras que pueden encontrar aplicaciones en los mercados financieros de las economías emergentes. Así, por ejemplo, los capitales extranjeros pueden facilitar la introducción de nuevos instrumentos financieros que permiten la diversificación del riesgo.

En este mismo sentido, un estudio sobre integración comercial y financiera, publicado por el FMI (2002) e ilustrado en el gráfico 4, muestra cómo las economías con un mayor grado de integración financiera presentan mayor amplitud y profundidad en los diferentes mercados, medida tanto en términos del crédito al sector privado como a través del volumen de negociación de los mercados bursátiles<sup>24</sup>.

**Gráfico 4. Desarrollo de los mercados de capitales a consecuencia de la mayor integración financiera**



Fuente: Elaboración propia a partir del *World Economic Outlook*, FMI (2001).

24. De hecho, aunque la correlación entre las entradas de capitales que toman la forma de inversión en cartera y la inversión nacional no es significativa, sí que es cierto que la proliferación de la inversión en cartera está asociada a un mayor desarrollo de los sectores financieros.

Caballero (2000) y Rajan y Zingales (2001) también encuentran que la liberalización de los mercados financieros está asociada con una menor volatilidad, aunque esta vinculación, generalmente, se da a largo plazo, cuando la mayor integración financiera se acaba traduciendo en unos niveles de inflación menores, una mayor estabilidad del tipo de cambio y la reducción del impacto de todas las perturbaciones reales, reflejo del efecto disciplinario que imponen los mercados financieros internacionales o de la adopción de mejores prácticas en la gestión de la política macroeconómica.

Estos argumentos coinciden con los resultados de los trabajos de Levine y Zervos (1998) y Henry (2000) que evidencian que, en las economías emergentes de América Latina y de Asia Oriental, los mercados de capitales aumentan su dimensión y liquidez tras haberse liberalizado los movimientos de capitales, un extremo que ha reducido ostensiblemente la volatilidad en los distintos mercados financieros.

## **Liberalización financiera y reformas institucionales**

Los resultados del apartado anterior sugieren que los ciclos de los mercados financieros se hacen menos pronunciados tras la supresión de las restricciones financieras, aunque no de manera inmediata.

Con todo, esta afirmación genérica suscita una serie de interrogantes: ¿Cuál debe ser la secuencia de liberalización de los diferentes mercados financieros? ¿Podemos explicar las diferencias en los efectos de los procesos de liberalización en las economías más avanzadas y emergentes? ¿Cuál es el componente esencial que convierte en más estables los mercados financieros a largo plazo? ¿Esta liberalización precipita otros cambios que, a la vez, favorecen una mayor estabilidad de los mercados financieros a largo plazo?

Todas estas cuestiones muestran la necesidad y la importancia de incorporar a nuestro estudio el análisis de la secuencia del proceso de desregulación de los mercados de capitales.

### **Consideraciones previas**

Algunos de los riesgos inherentes a los procesos de integración financiera pueden ser limitados a través de la adecuada secuenciación de los diferentes estadios de liberalización y su coordinación con las políticas macroeconómicas y de reforma estructural. Así, Hellman, Murdock et al. (2000) señalan que la inserción en la dinámica de los mercados financieros internacionales debe ser gradual y prudente (Singh et al. 2005), a un ritmo y a una secuencia adecuados a la capacidad del país para diseñar y aplicar medidas más estrictas y efectivas de regulación, supervisión y salvaguarda (Krueger (2004).

Sin embargo, la información que proporciona el cuadro 2 pone de manifiesto que esta prudencia y gradualismo no siempre han sido tenidos en cuenta. En este sentido, la duración de los procesos de liberalización financiera en las economías europeas (55 meses) y en los países del

G-7 (61 meses) giran en torno al valor medio. En cambio, entre las economías emergentes las diferencias son especialmente notables: en Asia Oriental, el período de tiempo necesario para completar las reformas es de 108 meses, mientras que en América Latina sólo hacen falta 38 meses.

**Cuadro 2. Duración de los diferentes procesos de liberalización financiera**

Número de meses entre la apertura del primer y el tercer sector

<b>Regiones</b>	
Asia Oriental	108
Europa	55
G-7	61
América Latina	38
Todas las regiones (media)	66
<b>Primer sector en el que se produce la apertura</b>	
Cuenta financiera	107
Sector financiero nacional	58
Mercado bursátil	47
Todos los sectores (media)	71

Fuente: Elaboración propia a partir de Kaminsky y Schmukler (2002) y Bhattacharya, Daouk et al. (2000).

Por otra parte, la evidencia empírica recogida en la cuadro 3 sugiere también que las reformas o cambios institucionales, en la mayoría de ocasiones, son la consecuencia de la desregulación previa de los diferentes mercados financieros. Es decir, la liberalización precede a la creación de una estructura institucional sólida capaz de gestionar ese proceso.

En particular, el cuadro 3 examina la secuencia de liberalización y reforma para los 28 países de la muestra y proporciona las probabilidades de que la liberalización parcial o plena de un sector financiero se produzca, condicionándola a que una serie de reformas dirigidas a la mejora



de la calidad institucional hayan sido implementadas previamente. Así, si todos los gobiernos siguieran las recomendaciones del enfoque “convencional”, según el cuál las reformas tienen que preceder a la liberalización financiera para que este proceso tenga éxito, la probabilidad de liberalización condicionada tendría que tomar un valor próximo al 100%. Pero, como puede observarse, las probabilidades oscilan entre el 11% y el 62% y son significativamente diferentes al 100% para todos los niveles de confianza convencionales.

Así, para las economías más avanzadas, en el 44% de los casos el grado de aplicación y cumplimiento efectivos de la normativa legal (*ley y orden*) mejora antes de la liberalización parcial de los mercados financieros, mientras que las reformas de las normas preventivas contra el uso de información privilegiada se dan sólo en el 17% de los casos antes de la liberalización financiera parcial. También se observa cómo, a medida que el proceso de supresión de las restricciones financieras avanza, la economía se inserta en una dinámica de fortalecimiento de su normativa y de sus instituciones.

En el caso de las economías de América Latina y Asia Oriental las cifras resultan todavía más contundentes –pero, en algunas ocasiones, estadísticamente menos significativas–. Aquí, sólo en el 18% de los casos, la *ley* y el *orden* mejoran antes de la liberalización parcial de los mercados financieros. De la misma manera, las normas que persiguen la información privilegiada –y que existían en el 62% de los casos– empiezan a ser mejoradas previamente a la liberalización parcial sólo en el 11% de los casos. De hecho, cuando los mercados financieros están plenamente liberalizados, la calidad de las instituciones medida a través del índice de ley y orden mejora en el 64% de los casos. Análogamente, las reformas de las normativas preventivas contra el uso de la información privilegiada mejoran en un 44% de los casos, antes de la plena liberalización de los diferentes mercados financieros.

**Cuadro 3. Relación entre la secuencia de liberalización financiera y el proceso de reforma institucional**

<b>Economías más avanzadas</b>			
<i>En porcentaje</i>	<b>Probabilidad de liberalización condicionada a</b>		
	<b>Mejora de la calidad institucional <sup>a) y b)</sup></b>		
<b>Tipo de liberalización financiera</b>	<b>Existencia leyes Insider Trading</b>	<b>Mejora leyes Insider Trading</b>	<b>Ley y orden</b>
<i>Liberalización parcial</i>	36 **	17	44***
<i>Plena liberalización</i>	64***	25*	50***
<b>Contraste de hipótesis (P-Valor)</b>			
<i>Liberalización parcial = plena liberalización</i>	0,04	0,34	0,33
<b>Economías emergentes de América Latina y Asia Oriental</b>			
<i>En porcentaje</i>	<b>Probabilidad de liberalización condicionada a</b>		
	<b>Mejora de la calidad institucional <sup>a) y b)</sup></b>		
<b>Tipo de liberalización financiera</b>	<b>Existencia leyes Insider Trading</b>	<b>Mejora leyes Insider Trading</b>	<b>Ley y orden</b>
<i>Liberalización parcial</i>	62 **	11	18
<i>Plena liberalización</i>	77***	44**	64***
<b>Contraste de hipótesis (P-Valor)</b>			
<i>Liberalización parcial = plena liberalización</i>	0,17	0,08	0,02

Nota: a) Los errores estándares figuran entre paréntesis. Los símbolos \*, \*\*, \*\*\* determinan unos niveles de significación del 10% 5% y 1%, respectivamente.

b) La mejora de la calidad institucional se mide mediante una doble vía: la existencia y mejora de normativas preventivas contra el uso de información privilegiada (leyes “insider trading”) y el grado de aplicación y cumplimiento efectivos de la normativa legal (Índice de ley y orden).

Fuente: Elaboración propia a partir de Kaminsky y Schmukler (2002) y Bhattacharya, Daouk et al.r (2000).

Estos resultados sugieren que, en general, los procesos de liberalización parcial son los que espolean las reformas institucionales. Este extremo demuestra que los cambios institucionales, en la mayoría de ocasiones, son

la consecuencia de la desregulación de los diferentes mercados financieros y, por tanto, dan crédito a los argumentos que proporciona la estrategia de liberalización basada en el enfoque de la “economía política<sup>25</sup>”.

### **La extensión del modelo econométrico inicial**

En este punto construimos una nueva ecuación de regresión para estudiar, en primer lugar, si la liberalización sucesiva de los diferentes mercados financieros contribuye a incrementar su inestabilidad, es decir, si cada vez que se desregula un sector determinado aumenta la volatilidad de los mercados financieros. A su vez, esta misma formulación también nos permitirá ver, en segunda instancia, si la secuencia particular del proceso de liberalización afecta a la amplitud de los ciclos expansivos y recesivos de los mercados, es decir, si las perturbaciones financieras son precisamente una consecuencia de la apertura de la cuenta financiera, o bien suceden cuando es el sector bancario el que se abre en primer lugar o bien son el resultado de la liberalización de los mercados de capitales.

Nuevamente, en la medida que la experiencia de los países más industrializados y de los países emergentes de América Latina y Asia Oriental

25. La estrategia de liberalización basada en el enfoque de “economía política” hace hincapié en las restricciones que imponen los factores políticos sobre los procesos de reforma y la limitada capacidad de los países para llevarlas a cabo, en ausencia de presiones externas. Si todo esto es cierto, la liberalización financiera necesariamente tiene que ser previa al proceso de reforma económica porque, a menudo, las reformas son adoptadas con mucha más facilidad si obedecen a exigencias técnicas o a “imperativos exteriores”. Desde esta perspectiva, las medidas de adaptación y de reforma que exige cualquier proceso de liberalización serán más fáciles de implementar si la apertura de la economía a los mercados financieros se lleva a cabo de manera rápida y repentina, como si fuera un *big bang* (Stulz, 1999).

puede diferir, los dos niveles de análisis se efectúan conjuntamente pero también de forma aislada para cada una de las dos categorías de países.

Con esta doble intención se plantea esta nueva ecuación y se estima a través de mínimos cuadrados con errores estándares consistentes en términos de heterocedasticidad:

$$P_i = \alpha_1 r_i^* + \alpha_2 \gamma_i^* + \alpha_3 \gamma_i + \beta_1 RF_i + \delta_1 LCP_i^{S1S2} + \delta_2 LCP_i^{S2} + \delta_3 CF_i + \delta_4 MB_i + \gamma_i LLL_i^{S2} + \varepsilon_i$$

Al igual que en el apartado anterior  $P_i$  mide la amplitud de los periodos de expansión (recesión) en los mercados bursátiles.  $r_i^* + \gamma_i^*$  y  $\gamma_i$  son las variables de control de la regresión a través de las cuales recogemos, respectivamente, la variación de los tipos de interés reales mundiales y la variación de la producción mundial y nacional durante las fases de expansión (recesión) de los mercados bursátiles. Las fuentes estadísticas son las mismas que en el apartado anterior, es decir, la información procede del *International Financial Statistics* del FMI.

$RF_i$ ,  $LCP_i^{S1S2}$ ,  $LCP_i^{S2}$ ,  $CF_i$ ,  $MB_i$  y  $LLP_i^{S2}$  constituyen la nueva serie de variables ficticias de la ecuación de regresión.

Ahora, y a diferencia del caso anterior, caracterizamos como periodos de “represión financiera” los episodios en que todos los sectores financieros están cerrados. Así, la variable  $RF_i$  (*represión financiera*) vale 1 si el ciclo de expansión (recesión) se da cuando las restricciones en los diferentes mercados financieros son absolutas y 0 en cualquier otro caso.

Por otra parte, consideramos los periodos de liberalización a corto plazo (LCP<sub>i</sub>) los cuatro años posteriores a la desregulación del primer sector y los cuatro primeros años después de la apertura del segundo de los sectores<sup>26</sup>. A través de las variables  $LCP_i^{S1S2}$  y  $LCP_i^{S2}$  intentamos capturar si cada vez que se liberaliza un sector determinado aumenta la volatilidad, a corto plazo, de los

26. Por simplicidad, el análisis se limita a la desregulación de los dos primeros sectores.

mercados financieros. En este sentido,  $LCP^{S1S2}$  es igual a 1 si el ciclo de expansión (o de recesión) se produce justo después de la liberalización financiera –ventana de 4 años tras la desregulación del primer sector y ventana de 4 años tras la desregulación del segundo sector– y 0 en cualquier otro caso.  $LCP^{S2}$  es igual a 1 si la fase de expansión (o recesión) se da dentro de los cuatro años posteriores al proceso de liberalización financiera del segundo de los sectores financieros y 0 en cualquier otro caso.

Por tanto, los efectos de la liberalización de un primer sector sobre la volatilidad de los mercados de capitales vienen determinados por el coeficiente de regresión  $\delta_1$ ; la amplitud media de las fases de expansión y de recesión derivadas de la liberalización del segundo de los mercados resulta de la suma ( $\delta_1 + \delta_2$ ).

$CF_i$  y  $MB_i$  son otras de las variables ficticias que nos sirven para estudiar si la secuencia del proceso de liberalización afecta a la amplitud de los ciclos expansivos y recesivos de los mercados bursátiles. Así,  $CF_i$  (*cuenta financiera*) captura los efectos derivados de la apertura en primer lugar de la cuenta financiera de la balanza de pagos y por tanto vale 1 si el ciclo expansivo o recesivo sucede durante los cuatro años posteriores a su liberalización y 0 en cualquier otro caso.  $MB_i$  (*mercados bursátiles*) recoge los efectos derivados de la apertura en primer lugar de los mercados bursátiles y, por tanto, vale 1 si el ciclo expansivo o recesivo se da durante los cuatro años posteriores a su desregulación. Por exclusión, la amplitud media de los periodos expansivos (recesivos) cuando el proceso de reforma se inicia con la apertura del sector bancario se captura a través de  $\delta_1$ . Si la reforma se pone en marcha a partir de la apertura de la cuenta financiera, la amplitud de los *booms* o de los *cracks* durante los cuatro años posteriores a la apertura de los mercados se captura a través de la suma de los coeficientes ( $\delta_1 + \delta_3$ ), mientras que si la liberalización de los mercados financieros se inicia en el mercado bursátil, la volatilidad viene dada por la suma de los coeficientes ( $\delta_1 + \delta_4$ ).

Finalmente, entendemos como periodos de liberalización a largo plazo (LLP) el quinto año tras la apertura del segundo sector financiero y los

años posteriores, siempre y cuando no se produzca la reversión del proceso. Por esto,  $LLP_1^{s2}$  vale 1 cuando el ciclo de expansión (recesión) se registra a partir del quinto año desde que se produjo la liberalización del segundo de los mercados financieros y 0 en cualquier otro caso.

## **Los efectos de la liberalización sucesiva sobre la volatilidad de los mercados financieros**

Pese a la introducción de nuevas variables ficticias, los costes a corto plazo y los beneficios a largo plazo generados por la liberalización financiera no cambian ostensiblemente en esta nueva estimación econométrica y, por tanto, tampoco lo hacen las conclusiones a las que llegábamos en la sección anterior.

Con todo, la consideración de la secuencia de desregulación de los mercados pone de manifiesto algunas diferencias importantes, como puede apreciarse en el gráfico 5.

Así, con carácter general, la apertura sucesiva de los diferentes mercados financieros acentúa la amplitud de los periodos expansivos tanto en los países más avanzados como en los países emergentes.

En particular, en las economías más industrializadas, la apertura del primer y del segundo mercado financiero, cualquiera que sea, amplifica las fases expansivas de forma similar: en torno al 45-48%, respecto a la época de “represión financiera”.

En las economías emergentes de América Latina y Asia Oriental, la acentuación de los periodos de expansión de los mercados financieros es mucho más acusada tras la liberalización de un primer sector, pues la volatilidad aumenta hasta un 71,4% respecto a la etapa de “restricciones financieras”, mientras que se incrementa “sólo” en un 60% después de la desregulación del segundo de los sectores.

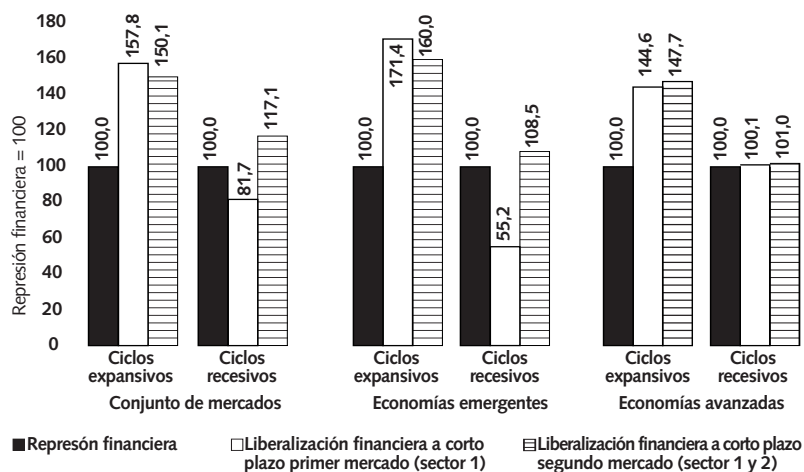
En cambio, en general, las crisis son menos profundas tras la apertura del segundo sector financiero, si las comparamos con la dimensión de las fases recesivas observada durante el período de “represión financiera”. En los países más avanzados, la liberalización del primer y

del segundo mercado afecta de manera inapreciable a la amplitud de los periodos de crisis.

Sin embargo, en las economías emergentes la volatilidad de los mercados financieros, paradójicamente, se reduce aproximadamente en un 45% tras la primera apertura respecto a la época de “restricciones financieras”. Por el contrario, la apertura del segundo de los mercados financieros aumenta la amplitud media de los periodos de crisis un 8,5% respecto a los periodos de restricciones.

Estos resultados avalarían algunos de los argumentos recogidos en la literatura económica, los cuales establecen que la desregulación del sector financiero nacional favorece una expansión continuada del crédito bancario que se prolonga varios años después de que se haya producido la liberalización y que tiende a alimentar excesivamente las fases alcistas de los mercados financieros (Akerloff y Romer, 1993; Edwards, 2004; Tornell y Weterman, 2005).

**Gráfico 5. Los efectos de la liberalización sucesiva sobre la volatilidad de los ciclos de los mercados bursátiles (1973-2004)**



Fuente: Elaboración propia a partir de la estimación econométrica realizada.

A medida que esta dinámica se consolida, se va configurando una situación de creciente fragilidad financiera, asociada a la gran expansión del gasto, a la apreciación real de la moneda nacional, a la aparición de notables déficits por cuenta corriente y, quizás también, a la aparición de una deuda exterior a corto plazo creciente. En este escenario, cualquier acontecimiento puede propiciar el colapso de los mercados financieros y la depreciación de la moneda nacional (Rojas Suarez y Weisbrod, 1994; Obstfeld y Tornell, 2005).

### **Los efectos de la liberalización de un sector determinado sobre la volatilidad de los mercados financieros**

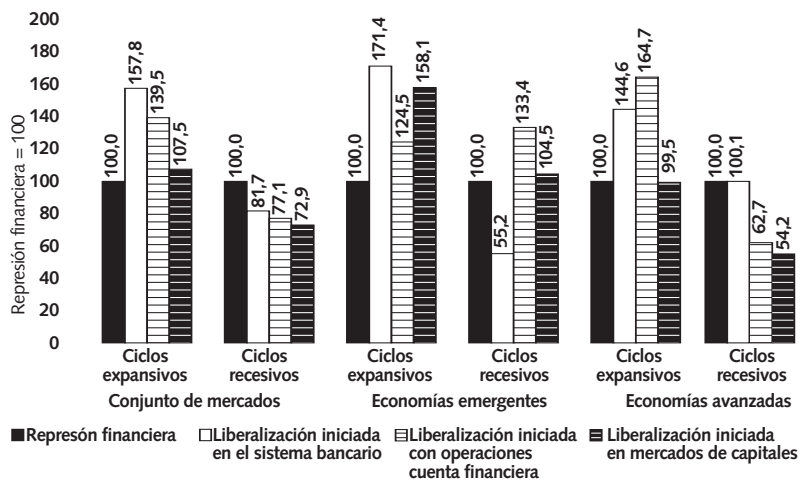
En cuanto a la importancia de la secuencia de la liberalización y desregulación de los distintos mercados financieros, los datos ilustrados en el gráfico 6 revelan que, si bien los valores de los coeficientes de regresión no son estadísticamente significativos, la liberalización iniciada en el sistema bancario es una de las secuencias que más alimenta las fases expansivas de los mercados financieros, pues la dimensión de los periodos de expansión aumenta en más de un 58% con respecto a los periodos de restricciones financieras. En el otro extremo encontramos que, en general, la desregulación en primera instancia de los mercados bursátiles es la que menos fomenta la amplitud de los periodos de expansión, sólo un 7,5% respecto a la época de “represión financiera”. Cuando la liberalización comporta, en primer lugar, la supresión de los controles a los movimientos de capitales, el aumento de la volatilidad causado queda en una posición intermedia<sup>27</sup>.

27. Bekaert et al. (2002) llegan a unas conclusiones similares. Estos autores encuentran que como consecuencia de la liberalización de los mercados de capitales se produce una disminución significativa tanto en la volatilidad de la producción como del consumo. La apertura de las operaciones de la cuenta financiera reduce la volatilidad de la producción y del consumo, pero su impacto es menor que el de la liberalización de los mercados bursátiles. Sin embargo, estos autores también encuentran que la liberalización de los movimientos de capitales incrementa la volatilidad de la producción y del consumo en las economías emergentes.



A nivel particular, podemos comprobar cómo en los países más avanzados, la liberalización de los movimientos de capitales incrementa la amplitud de los ciclos financieros expansivos aproximadamente en un 65% respecto a los periodos de restricciones financieras; la desregulación del sector financiero nacional, con un 45%, es el segundo de los factores que más alimenta la volatilidad de los mercados financieros respecto a la época de “represión financiera”. Curiosamente, la apertura de los mercados bursátiles en estas economías contribuye a reducir la volatilidad en un 0,5%, incluso en fases expansivas.

**Gráfico 6. Los efectos de la liberalización de un sector financiero determinado sobre la volatilidad de los ciclos de los mercados bursátiles (1973-2004)**



Fuente: Elaboración propia a partir de la estimación econométrica realizada.

En las economías emergentes de América Latina y Asia Oriental, la liberalización del sector financiero nacional es el principal factor que propicia la “exuberancia” de los periodos de expansión en un 71%, seguida de la desregulación de los mercados bursátiles que favorece un aumento de la volatilidad en un 58% de las fases cíclicas expansivas respecto a su valor medio en los periodos de “represión financiera”. Como se puede apreciar, en este caso los movimientos de capitales proporcionan un efecto disciplinante superior.

En relación al impacto del orden en el proceso de liberalización de los diferentes sectores financieros sobre la amplitud de las fases recesivas de los mercados financieros, podemos comprobar cómo, en general, la liberalización de cualquier mercado financiero tiende a reducir la amplitud de las crisis de los mercados de capitales en relación a la época de restricciones financieras. Nuevamente, la liberalización inicial de los mercados bursátiles es la que contribuye a reducir en mayor medida la volatilidad (27%) en periodos de crisis, seguida de la liberalización de la movilidad en la circulación de capitales (23%) y la desregulación del sistema bancario nacional (18%).

En las economías más avanzadas la evolución se ajusta a la tendencia general, en la medida que es la apertura, en primer lugar, de los mercados bursátiles la que más reduce la volatilidad, aproximadamente en un 46%, mientras que la liberalización de las operaciones de la cuenta financiera de la balanza de pagos atenúa la volatilidad en un 37%. Por el contrario, la desregulación del sector financiero nacional casi no afecta a las fases bajistas de los mercados.

En las economías de América Latina y Asia Oriental es destacable que, cuando el proceso de liberalización se inicia con la supresión de los controles a los movimientos de capitales, la amplitud de las fases de crisis se acentúa en un 33%; la desregulación inicial de los mercados bursátiles también favorece un aumento de la dimensión de los periodos de crisis, pero sólo del 4,5% respecto a la época de “represión financiera”. En estas economías, solamente si la liberalización empie-

za con la desregulación del sector financiero nacional se reduce la volatilidad de los mercados de capitales en relación a los periodos de recesión.

Estos resultados adquieren todavía más sentido cuando se los relaciona con la información del cuadro 4 que muestra la estrategia del proceso de liberalización financiera que han seguido en Europa, en los países del G-7, en Asia Oriental y en América Latina, a partir del análisis de la secuencia y la duración de las reformas. En particular, la parte superior del cuadro recoge el porcentaje de ocasiones en que ya sea la cuenta financiera, ya sea el sector financiero nacional o ya sean los mercados bursátiles, han sido desregulados parcialmente en primer lugar. En la parte inferior del cuadro se presenta la misma información, pero considerando aquellos sectores que han sido liberalizados plenamente.

Los datos revelan que las cuatro regiones analizadas han seguido estrategias de integración financiera diferentes. Así, los países del G-7 procedieron a desregular en primera instancia los mercados bursátiles, para después proseguir con la apertura de la cuenta financiera. La liberalización de la actividad de sector financiero nacional se introdujo en un último estadio. En Europa, un 75% de los países decidieron liberalizar primero los mercados bursátiles mientras que un 25% de los países optaron por eliminar parcialmente las restricciones del sector financiero nacional. En este caso, la apertura de la cuenta financiera fue el último estadio que se abordó en la estrategia de integración en los mercados internacionales.

Los países de la región asiática optaron por una estrategia mixta: aquí unos países eligieron potenciar la desregulación del sistema bancario nacional y otros liberalizaron los mercados bursátiles. La liberalización plena de los movimientos de capitales fue introducida en última instancia. Finalmente, en América Latina un 58% de los países inició el proceso de liberalización con la liberalización parcial del sector financiero nacional. La eliminación de las trabas a los movimien-

tos de capitales y, sobre todo, la apertura de los mercados bursátiles quedó en segundo término.

#### Cuadro 4. La secuencia de liberalización de los mercados financieros

Regiones	Proporción de episodios en los que un sector particular se ha liberalizado parcialmente (en porcentaje)		
	Cuenta financiera	Sector financiero nacional	Mercado bursátil
G-7	0	0	100
Europa	0	25	75
Asia Oriental	33	33	33
América Latina	25	58	17

Regiones	Proporción de episodios en los que un sector particular se ha liberalizado plenamente primero (en porcentaje)		
	Cuenta financiera	Sector financiero nacional	Mercado bursátil
G-7	20	0	80
Europa	13	25	63
Asia	0	55	43
América Latina	15	77	8

Fuente: Elaboración propia a partir de Kaminsky y Schmukler (2002)

A pesar de estas divergencias, toda esta serie de países presentan una característica común: tanto en las economías más avanzadas como en los países emergentes, aquellos mercados que se abren al exterior en primera instancia, son los que se desarrollan antes y, por tanto, los que contribuyen en mayor medida a reducir la volatilidad de los diferentes mercados y a favorecer su estabilidad.

Así, en los países del G-7 y en Europa, la estrategia de liberalización suele empezar en los mercados bursátiles pero, al mismo tiempo, la estimación econométrica realizada revela que en estas economías se conseguía una mayor estabilidad en los periodos de crisis cuando el proceso de desregulación se iniciaba precisamente en estos mercados. De la misma manera, según los datos del mismo cuadro 4, en los países del Asia Oriental, pero

sobre todo en los de América Latina, la estrategia de liberalización pasaba inicialmente por la apertura de los sistemas financieros nacionales. Nuevamente en este caso, los resultados de la estimación econométrica ponen de manifiesto que la desregulación del sector financiero nacional reducía la volatilidad de los mercados de capitales durante los periodos de crisis.



## **La naturaleza del programa de liberalización y reforma de los mercados financieros**

La evidencia empírica del apartado anterior pone de manifiesto que la secuencia y el ritmo de las reformas no son tan importantes como la consistencia y la credibilidad de las medidas que se llevan a cabo en cada momento. De hecho, la materialización de los beneficios potenciales derivados del proceso de liberalización financiera dependen crucialmente de una serie de requisitos que incluyen la naturaleza de las políticas macroeconómicas instrumentadas, la prudencia en el proceso de liberalización y la calidad de la estructura institucional.

### **La naturaleza de las políticas macroeconómicas: aprender a gestionar el éxito**

El enfoque “convencional” de la política de liberalización financiera sugiere que la supresión de las restricciones sobre los movimientos de capitales y la desregulación del sector bancario se tiene que dar justo después de que se haya alcanzado una cierta estabilidad macroeconómica, porque es importante contar con un entorno estable y sólido que pueda avalar la apertura de la cuenta financiera y evitar las crisis cambiarias y financieras. Con todo, los esfuerzos en una segunda fase deberían ir más allá y dirigirse al diseño de políticas e instrumentos que permitan prevenir el desarrollo de situaciones de bonanza insostenible.

El análisis de las crisis de México (1994) y del Asia Oriental (1997) revela que estos episodios pueden ser considerados, paradójicamente y a diferencia de las crisis de la década de los ochenta, como “crisis de éxito”, en el sentido que son, de alguna manera, el resultado inevitable de situaciones de bonanzas mal gestionadas (CEPAL, 1998). Además, una vez que han estallado las crisis que tienen su origen en la cuenta financiera de la balanza de pagos, las opciones de política eco-

nómica son muy limitadas pues, en este escenario, el marco de elección de las autoridades económicas se limita, en el mejor de los casos, a escoger qué tipo de crisis se quiere sufrir: una crisis financiera o una crisis cambiaria.

Si esto es cierto, entonces convendremos que la solución a las crisis de esta naturaleza pasa, necesariamente, por su prevención a partir de la buena gestión de ese “éxito económico”.

Por ello, los países tendrían que elaborar nuevos instrumentos orientados a mejorar la gestión de la política fiscal y monetaria en las fases expansivas del ciclo económico y evitar la configuración de situaciones de fragilidad financiera que finalmente acaban deviniendo insostenibles<sup>28</sup>.

Análogamente, el progreso de la integración financiera exige admitir que las políticas económicas de los países industrializados tienen efectos mundiales y que van más allá del ámbito estrictamente nacional. De ahí que, el ordenamiento institucional, en el nuevo contexto que determina la globalización, exige también una coordinación efectiva de las políticas macroeconómicas de los países industrializados –que no se ha conseguido hasta ahora– para que tengan en cuenta las externalidades que generan a nivel internacional. Esta circunstancia hace necesaria la cooperación de las instituciones financieras internacionales y de las autoridades nacionales para que

28. De hecho, prestar excesiva atención en la resolución de las crisis lleva a ignorar un hecho que, en realidad, tendría que ser evidente: el margen de maniobra de las autoridades económicas es mayor en los períodos de expansión económica que en los períodos de crisis. Cuando las entradas de capital adquieren un volumen considerable y los sistemas financieros son débiles, la posibilidad de adoptar políticas macroeconómicas con las que controlar el nivel de endeudamiento privado y la asunción de riesgo excesivos se ve limitada por la necesidad de encontrar soluciones de compromiso.



desarrollen unas políticas destinadas a promover la estabilidad y reducir el riesgo inherente del sistema financiero internacional<sup>29</sup>.

### **La prudencia en el proceso de liberalización**

Para Fernández Arias y Montiel (2001), si el proceso del sistema financiero es demasiado acelerado, puede suceder que las entradas netas de capitales privados sean de tal magnitud que alimenten una burbuja especulativa que, con el tiempo, será el desencadenante de una crisis financiera.

Precisamente por ello, para Hellman, Murdock et al. (2000) la prescripción sobre la secuencia que tiene que seguir el proceso de liberalización financiera es muy clara: primero, sanear las instituciones financieras nacionales y cambiar sus instituciones de gobierno para, a partir de ahí, desregular el sector financiero, promover la liberalización comercial y permitir la libertad de circulación de capitales. Estas reformas incluyen cambios en la regulación del sistema bancario y la mejora de sus mecanismos de supervisión, la privatización de bancos comerciales, la promoción de la libre convertibilidad de la moneda nacional, la autorización de la inversión directa en bancos nacionales, de la inversión extranjera en el interior del país y de los nacionales en el extranjero, el aumento de la transparencia y el acceso a la información y la protección de los intereses de los inversores y de los accionistas minoritarios.

29. En este sentido, el FMI ha estado colaborando con los gobiernos de los países miembros y con otros organismos internacionales, entidades reguladoras e, incluso, con el sector privado con el fin de reforzar el sistema monetario internacional. Esta circunstancia refleja un cambio de procedimiento por parte del FMI, que desde principios de 2000 persigue que sus programas de asistencia reflejen mejor la evolución de la economía mundial, especialmente, los efectos, a veces desestabilizadores, de los movimientos de capitales a gran escala a nivel mundial.

Todas estas reformas pueden contribuir a mejorar la asignación del crédito y atenuar la presencia de ciclos financieros excesivos, al aumentar la profundidad y amplitud de los mercados financieros nacionales, circunstancia que aumenta su liquidez, al tiempo que disminuye la volatilidad.

Pero como han señalado analistas como Tobin (2000) y Ocampo (2003), en ausencia de una regulación financiera apropiada a escala internacional, se justifica ampliamente la adopción de medidas prudentiales para reducir los flujos de capital más volátiles. En este contexto, el uso de controles a las salidas de capitales –al estilo de Chile en 1990 o en Malasia en 1999– puede resultar útil temporalmente para protegerse de las presiones que pueden imponer las salidas de capitales a muy corto plazo sobre el funcionamiento de determinados mercados y amortiguar sus efectos sobre el tipo de cambio y la demanda agregada. Estas medidas pueden comportar algunos costes, pero en ningún caso tendrían que entenderse como un sustituto de la reforma, sino más bien como un instrumento que permite ganar tiempo mientras los países fortalecen la regulación de sus instituciones financieras.

## **La calidad de la estructura institucional**

Además de la consistencia temporal de la política económica y la prudencia en el proceso de liberalización, el desarrollo de los mercados financieros requiere una estructura legal sólida y un sistema de regulación y supervisión solventes para mitigar los problemas derivados de la información imperfecta y de los comportamientos estratégicos en los mercados financieros.

De ahí que para Claessens y Laeven (2003) el aspecto determinante no sea tanto la liberalización o el proceso de desregulación en sí mismo, sino más bien los aspectos institucionales vinculados a la creación de un marco normativo que asegure el funcionamiento eficiente de los mercados financieros.

De hecho, como señalan Ishii y Habermaier et al. (2002) y Bakker y Chapple (2002) unas normas de regulación y supervisión de los sistemas

financieros inadecuadas pueden desvirtuar la bondad de los procesos de liberalización financiera sobre la dinámica de crecimiento real de la producción y la convergencia económica de los países en desarrollo emergentes.

Según Fernández-Arias y Montiel (2001) esto se explica porque, en general, la entrada masiva de capitales extranjeros favorecida, por unas normas de supervisión financiera laxas o un celo excesivo por parte de los inversores extranjeros, pueden agravar los problemas derivados de la asimetría de la información entre prestamistas internacionales y prestatarios nacionales y desvirtuar la capacidad del sistema financiero para llevar a cabo su actividad de intermediación eficiente, configurando escenarios propicios al estallido de crisis financieras.

Así sucedió en Asia Oriental (1997-98), en Argentina (2001) o previamente en México (1994) cuando, la ansiedad por beneficiarse de las bondades derivadas de la integración financiera incitó a las autoridades económicas –siguiendo recomendaciones de organismos internacionales– a poner en marcha reformas para liberalizar el sector financiero y a suprimir las barreras que limitaban las entradas de capitales extranjeros, sin desarrollar adecuadamente las instituciones financieras o las regulaciones prudenciales propias de los mercados de los países más avanzados (Easterly et al. 1999 y Caballero, 2000).

En consecuencia, las reformas deberían focalizarse en la construcción de una mejor infraestructura institucional que favoreciera la mejora en la gestión de las empresas, el desarrollo de la actividad y la liquidez en los mercados, una mayor participación de los inversores y la aparición de una mayor diversidad de instrumentos financieros.

Además de asegurar la solidez del sistema financiero, promover la competencia y garantizar la protección de los inversores, la normativa tendría que acompañar esta mayor libertad con otro tipo de regulaciones que incentivaran un comportamiento prudencial de los agentes que operan en los mercados.

Así, Bhattacharya y Thakor (1993) destacan que unas normas de regulación y supervisión adecuadas resultan capitales para asegurar que las

entidades de créditos nacionales no asuman operaciones de financiación o de inversión excesivamente arriesgadas. En este sentido, las autoridades nacionales tendrían que forzar a las instituciones bancarias de sus países a llevar a cabo una mejor gestión del riesgo, de acuerdo con las recomendaciones del Comité de Basilea. Así mismo sería necesaria una supervisión más estricta de los centros *off-shore*.

Esta necesidad es más acusada cuando la presencia de garantías gubernamentales –explícitas o implícitas– sobre préstamos y otros pasivos introduce un problema de “riesgo moral”, que mueve a los prestatarios nacionales o extranjeros a asumir operaciones demasiado arriesgadas.

Por otra parte, una gestión poco precisa por parte de las empresas, la discrecionalidad de las normas contables y la ausencia de una difusión en el tiempo de la información sobre la situación macroeconómica y del sector financiero, contribuyen a generar incertidumbre entre los inversores extranjeros. Esta circunstancia impone la promoción de normas internacionales que mejoren la transparencia y favorezcan la difusión de la información de las instituciones y agencias públicas mundiales.

La necesidad de “transparencia” supone el reconocimiento de la importancia de una buena información para el funcionamiento eficiente de los mercados financieros. Por eso Feldstein (1998) y Eichengreen (1999) argumentan que los mercados de capitales nacionales e internacionales requieren unas normas de auditoría comunes y un sistema legal efectivo que desincentiven el fraude y proporcionen a los inversores un volumen de información adecuada sobre los activos y pasivos financieros de las empresas.

Los organismos internacionales también pueden ayudar a los países a limitar el alcance de los costes asociados a los procesos de liberalización financiera a partir de la reducción de la asimetría en la información entre prestamistas y prestatarios. De esta manera, el FMI, el Banco Internacional de Pagos (BIS), el Banco Mundial, así como otras instituciones multilaterales han ido elaborando normas dirigidas a fomentar la fiabili-

dad, la difusión y la veracidad de la información económica, códigos de buenas prácticas en las políticas fiscales, monetaria y financiera<sup>30</sup> y directrices para el fortalecimiento del sistema financiero y supervisión del sistema bancario mediante normas internacionales de contabilidad y auditoría, normas de quiebras y procesos concursales, códigos de buenas prácticas empresariales, reglamentación del mercado de valores y sistemas de pagos y de liquidación de operaciones<sup>31</sup>.

Finalmente, se puede reducir la volatilidad de los flujos privados de capitales si se mejora la evaluación de los riesgos y se establece un diálogo más

30. Tras la crisis mexicana de 1994-95, el FMI elaboró en 1996 las normas especiales para la divulgación de datos (NEDD) como orientación para los países que tienen acceso a los mercados internacionales de capital a la hora de publicar datos económicos y financieros. Los países que subscriben el cumplimiento de estas normas se comprometen a publicar datos económicos y financieros nacionales detallados como, por ejemplo, la información sobre el volumen de reservas internacionales y de deuda externa, de acuerdo con un calendario preestablecido.
31. Después de las crisis de la segunda mitad de los noventa, las iniciativas para fortalecer la arquitectura financiera internacional dieron lugar a un ambicioso programa de convergencia de las prácticas nacionales a los estándares internacionales. En este sentido, el FMI y el Banco Mundial asumieron un papel de liderazgo en el desarrollo y la implementación de una serie de nuevas normas internacionales, y cuyos resultados se recogen en los informes ROSC (Reports on the Observance of Standards and Codes). Las normas internacionales relativas a los mercados de activos financieros son los objetivos IOSCO y los principios de Regulación de Activos, las recomendaciones para la Liquidación y Compensación de Pagos (CPSS-IOSCO), los principios de Gestión Corporativa de la OCDE, las normas de contabilidad y auditoría internacionales y los Principios y Guías para la Insolvencia Efectiva y Sistema de Derechos de los Acreedores del Banco Mundial (ver <http://www.worldbank.org/ifa/rosc.html>).

frecuente entre los gobiernos de los países y los inversores privados. Este elemento es importante si tenemos en cuenta que la mayor parte de los flujos financieros a escala internacional se corresponden con capitales del sector privado. Así, las iniciativas destinadas a incrementar la participación del sector privado en la resolución de las crisis financieras también enfatizan la necesidad de inducir a los inversores internacionales a tener en cuenta toda la información disponible sobre los riesgos de quiebra<sup>32</sup>.

Con todo, el desarrollo institucional, las transformaciones en la cultura del crédito y la creación de unas estructuras reguladoras que reduzcan la probabilidad de asunción de demasiados riesgos son medidas que, a medio y largo plazo, evitan la “exhuberancia irracional” de los mercados de capitales y limitan la frecuencia y la gravedad de las crisis, pero que en ningún caso conseguirán eliminar completamente la probabilidad de una crisis sistémica.

Países con instituciones sofisticadas, elevados niveles de transparencia y una buena gestión empresarial como Estados Unidos, Suecia o Japón han tenido que lidiar con importantes problemas en sus sistemas banca-

32. En este sentido, una propuesta que fue considerada con posterioridad a la crisis de México e impulsada en un informe del “grupo de los diez” (G-10) titulado *The resolution of sovereign liquidity crises (1996)*, perseguía –siguiendo un *enfoque contractual*– incluir cláusulas de acción colectiva (CAC) en los contratos de deuda, para así resolver el problema de coordinación entre acreedores. Más recientemente, el FMI ha ido más allá, introduciendo un *enfoque legal* y planteando la posibilidad de establecer un marco de derecho internacional vinculante mediante la instauración de un “Mecanismo de Resolución de la Deuda Soberana” (*Sovereign Debt Resolution Mechanism, SDRM*). Este *enfoque legal* se ocuparía tanto de los problemas relacionados con la coordinación entre los acreedores como de la recopilación de la información. En la actualidad se está preparando una tercera vía, la elaboración de un “*Código de Conducta*”, un enfoque voluntario pues no tendría carácter vinculante.

rios<sup>33</sup>. De hecho, el desafío al que tienen que hacer frente los países en desarrollo en general y las economías emergentes de Asia Oriental, pero sobre todo de América Latina, es todavía mayor, pues su base institucional de partida es mucho más débil<sup>34</sup>.

33. La crisis del sistema de ahorro y crédito (saving & loans) de Estados Unidos en los años ochenta, la crisis bancaria en los países nórdicos a principios de los años noventa, los problemas del sector financiero en Japón a finales de los noventa o el estallido de la burbuja financiera asociada a las empresas tecnológicas de la "Nueva Economía" entre finales del 2000 y principios del 2001, serían buenos ejemplos de este extremo.
34. A menudo los programas de reforma de los mercados financieros en las economías emergentes de América Latina y Asia Oriental han tomado como referencia o "benchmark" las iniciativas de los países más avanzados, cuando resulta evidente que las características estructurales de estas economías divergen sustancialmente, en términos de la dimensión de las economías, límites a la diversificación del riesgo, monedas débiles, predominio del riesgo sistémico y el impacto de la globalización financiera. Un aspecto que para Schmukler y de la Torre (2006) no ha sido suficientemente enfatizado y que explicaría en Asia Oriental, pero sobre todo en algunos países de América Latina, el escaso éxito de las medidas liberalizadoras medido en términos del grado de desarrollo de los mercados de capitales.





## Conclusiones

A pesar de los costes evidentes que imponen los procesos de liberalización, en términos de una mayor vulnerabilidad, la literatura económica continúa insistiendo en los beneficios potenciales de la integración financiera.

Sin embargo, para nosotros estas discrepancias sobre los beneficios y costes de los procesos de integración financiera podrían explicarse a partir de las diferencias en el horizonte temporal que consideran los diferentes trabajos. Así, las diversas líneas de investigación empírica se centran en el estudio de los efectos de los procesos de desregulación, bien a corto plazo o bien a largo plazo, pero no entran en el análisis de la evolución de esos efectos a lo largo del tiempo. Además, los estudios realizados hasta el momento han tendido a focalizarse en el estudio de la liberalización de, o bien los sistemas financieros nacionales, o bien de los mercados de capitales, o bien de los movimientos de capitales, pero no han ofrecido, hasta el momento, un análisis integral de los procesos de liberalización.

En consecuencia, en este artículo hemos llevado a cabo un estudio exhaustivo, por integral y extensivo, que captura los diversos grados de intensidad de los diferentes episodios de liberalización y desregulación del sistema bancario nacional, de los mercados bursátiles y de los movimientos de capitales. También se analizan los efectos de la liberalización financiera a lo largo del tiempo, tanto a corto plazo como a largo plazo, y la posibilidad de que estas medidas puedan ser revertidas en el tiempo.

Los resultados de la estimación econométrica desarrollada en este trabajo revelan que los mercados financieros se tornan más inestables a corto plazo como consecuencia de los procesos de liberalización, pero a medio y largo plazo, si estas reformas tienen éxito y se mantienen en el tiempo los mercados, devienen más estables de lo que lo eran antes de su apertura.

Desde esta perspectiva, la integración financiera podría entenderse como una causa y, a su vez, como una solución a la vulnerabilidad de las economías emergentes de América Latina y Asia Oriental a una situación de “pánico financiero” que es el origen de las crisis que se “autogeneran” y se “autoalimentan” o *self-fulfilling crises*, características de la segunda mitad de la década de los noventa.

Si esto es cierto, el debate en torno a la integración financiera no debería reducirse al dilema simplista: liberalizar o no liberalizar. Más bien, a nuestro entender, las cuestiones tendrían que centrarse en los retos para la política económica, a la hora de preparar la economía para asimilar de la mejor manera los beneficios potenciales que supone, a medio y largo plazo, la libertad de movimientos de capitales y la desregulación de los sistemas financieros nacionales y, al mismo tiempo, reducir los costes a corto plazo que impone el proceso de transición.

Por otra parte, la evidencia empírica sugiere también que las reformas o cambios institucionales, en la mayoría de ocasiones, son la consecuencia de la desregulación previa de los diferentes mercados financieros. Es decir, contrariamente a lo que establecen los cánones tradicionales, la liberalización precede a la creación de una estructura institucional sólida capaz de gestionar ese proceso.

Además, hemos encontrado que, tanto en las economías más avanzadas como en los países emergentes de América Latina y el Este de Asia, aquellos mercados que se abren al exterior en primera instancia, son los que se desarrollan antes y, por tanto, los que contribuyen a reducir en mayor medida la volatilidad y a favorecer la estabilidad.

En consecuencia, la conclusión evidente es que el sector en el que se inician las reformas no es tan importante como la consistencia y la credibilidad de las medidas que se adoptan en cada momento. De hecho, los beneficios potenciales derivados del proceso de liberalización financiera dependen crucialmente de una serie de requisitos que incluyen la naturaleza de las políticas macroeconómicas instrumentadas, la calidad

de la estructura institucional y el gradualismo y la prudencia en el proceso de liberalización.

En este sentido, una política macroeconómica consistente, la reducción de las garantías gubernamentales, una normativa legal y contable con un margen de discrecionalidad menor y el aumento de la transparencia se pueden traducir en la mejora de la eficiencia del sistema financiero, la reducción del riesgo de la actividad de intermediación y la limitación del problema de “riesgo moral”. Los organismos internacionales también pueden ayudar a los países a limitar el alcance de los costes asociados a los procesos de liberalización financiera, a partir de la reducción de la asimetría en la información entre prestamistas y prestatarios. Esta circunstancia impone la promoción de normas internacionales que mejoren la transparencia y favorezcan la difusión de la información de las instituciones y agencias públicas mundiales, más cuando una serie de iniciativas recientes persiguen incentivar la participación del sector privado en la resolución de las crisis financieras.

Sólo así podrían llegar a lograrse las condiciones necesarias para que los mercados financieros funcionen de manera eficiente, no distorsionen la estabilidad macroeconómica y comprometan el crecimiento económico futuro.

Finalmente, la expansión del comercio y las finanzas internacionales ha acentuado el grado de interdependencia económica de los países y ha introducido la necesidad de cooperación internacional. Sin embargo, la internacionalización de la economía no se ha visto acompañada, en general, por la emergencia de nuevas instituciones supranacionales capaces de corregir con su actuación los desequilibrios o inestabilidades potenciales asociados a la liberalización comercial y financiera.

Por eso, se hace necesario llevar a cabo reformas precisas con las que construir una base institucional, o de gobierno, a escala internacional más sólida que permita capturar realmente los beneficios asociados a la libre circulación de bienes, servicios y capitales, pero con menor riesgo.

La formulación de una “Nueva Arquitectura Económica Internacional” podría ser el pórtico de un nuevo entorno comercial y financiero más estable, estimulante e integrador para las economías emergentes de América Latina y de Asia Oriental.

## Referencias bibliográficas

- AITKEN, B. "Have Institutional Investors Destabilized Emerging Markets?" *IMF Working Papers*. No. 34. Washington, D.C: International Monetary Fund, 1996
- AITKEN, B. y HARRISON, A. "Do Domestic Firms Benefit from FDI?: Evidence from Venezuela". *Papers and Proceedings. American Economic Review*. Vol. 89. No. 3 (1999).
- AIZENMAN, J. "Volatility, Employment, and the Patterns of FDI in Emerging Markets". *NBER Working Paper*. No. 9397 (2002). Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.
- AKERLOFF, G. y ROMER, P. "Looting: The Economics Underworld of Bankruptcy for Profit". *Brookings Papers on Economic Activity* (septiembre 1993). P. 1-60.
- BAKKER, B. y CHAPPLE, B. "Advanced Country Experiences with Capital Account Liberalization". *IMF Occasional Paper*. No. 214 (2002). Washington, D.C: International Monetary Fund.
- BANCO INTERAMERICANO de DESARROLLO. *Overcoming Volatility, Report on Economic and Social Progress in Latin America*. Washington, D.C.: 1995.
- BANCO MUNDIAL. *The East Asian Miracle. Economic Growth and Public Policy*. New York: Oxford University Press, 1993.
- BANCO MUNDIAL "Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World". *WB Policy Research Report*. Washington, D.C.: World Bank, 2001.
- BARTOLINI, L. y DRAZEN, A. "When Liberal Policies Reflect External Shocks, What Do We Learn?" *Journal of International Economics*. Vol. 42 (1997). P. 249-273.
- BATTEN, J. y KIM, Y. "Expanding Long-Term Financing through Bond Market Development: a Post-Crisis Policy Task". En: K. YUN-HWAN. *Government Bond Market Development in Asia*. Manila: Asian Development Bank, 2001.

- BECK, T. y LEVINE, R. "Stock Markets, Banks and growth: Panel Evidence". *Journal of Banking and Finance*. (2004). P. 423-442.
- BECK, T., LEVINE, R. y LOAYZA, N. "Finance and the Sources of Growth". *Journal of Financial Economics*. Vol. 58 (2000) P. 261-300.
- BEKAERT, G., HARVEY, C. y LUNDBALL, C. *Growth Volatility and Equity Market Liberalization*. (Working Paper). Duke University, 2002.
- BHAGWATI, J. *Fair Trade and Harmonization: Prerequisites for Free Trade?*. Cambridge, Massachussets: MIT Press, 1996.
- BHATTACHARYA, S. y THAKOR, A. V. "Contemporary Banking Theory". *Journal of Financial Intermediation*. Vol. 3 (1993). P. 2-50.
- BHATTACHARYA, U., DAOUK, H., JORGENSON, B. y KEHR, C.H. "When an event is not an event: the curious case of an emerging market". *Journal of Financial Economics*. Vol. 55 (1). (2000) P. 69-101.
- BHATTACHARYA, U. y DAOUK, H. "The World Price of Insider Trading". *Journal of Finance*, No. 57 (2002). P. 75-108.
- BILS, M. y KLENOW, P. "Does Schooling Cause Growth or the Other Way Around?" *NBER Working Paper*. No. 6393 (1998). Cambridge, Massachussets: National Bureau of Economic Research.
- BLOOMSTRÖM, M. LIPSEY, R. i ZEJAN, M. "What Explains the Growth of Developing Countries?" En: BAUMOL William J., NELSON Richard R. y WOLFF, Edward N. *Convergence of Productivity: Cross National Studies and Historical Evidence*. Oxford. New York: Oxford University Press, 1994.
- BLOOMSTRÖM, M. y WOLF, E. "Multinational Corporations and Productivity Convergence in Mexico" En: BAUMOL William J., NELSON Richard R. y WOLFF, Edward N. *Convergence of Productivity: Cross-National Studies and Historical Evidence*. Oxford. New York: Oxford University Press, 1994.
- BORENSZTEIN, E., DE GREGORIO, J. y LEE, J.W. "How Does Foreign Direct Investment Affect Growth?" *Journal of International Economics*. Vol. 45(1) (1998). P. 115-135.
- BOSWORTH, B. y COLLINS, S. M. "Capital Flows to Developing

- Economies: Implications for Saving and Investment". *Brookings Papers on Economic Activity*. Vol. 1 (1999). P. 143–169.
- CABALLERO, R. "Macroeconomic Volatility in Latin America: A View and Three Case Studies" Comunicación preparada para el First panel meeting of Economics, 2000.
- CABALLERO, R. y COWAN, K. (2006) "Financial Integration without the Volatility". Artículo preparado para el World Bank Project sobre *Sovereign Debt and Development*. Disponible en: [http://econ-www.mit.edu/faculty/download\\_pdf.php?id=1430](http://econ-www.mit.edu/faculty/download_pdf.php?id=1430)
- CABALLERO, R. y KRISHNAMURTHY, A. "Excessive Dollar Debt: Financial Development and Underinsurance". *Journal of Finance*. Vol. 58. No. 2 (2003). P. 867–94.
- CALVO, G. y MENDOZA, E. "Rational Contagion and the Globalization of Securities Markets". *Journal of International Economics*. Vol. 51. No. 1 (2000). P. 79–113.
- CALVO, G. y REINHART, C. "Fear of floating". *NBER Working Paper*. No. 7993 (2000). Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research. Disponible en: [www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.html](http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.html). Publicado posteriormente en el *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 117. No. 2. P. 379-408.
- CALVO, G., LEIDERMAN, L. y REINHART, C. M. "Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s". *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 10. No. 2 (1996). P.123-129.
- CEPAL. *La crisis financiera internacional: una visión desde la CEPAL*. Comisión Económica para América Latina y el Caribe. United Nations, 1998.
- CHUAN, Y.C y LIN, C.M. "FDI, R&D and Spillovers Efficiency: Evidence from Taiwan's Manufacturing Firms". *Journal of Development Studies*. Vol. 35. No.4 (1999).
- CLAESSENS, S. y LAEVEN, L. "Financial Development, Property Rights and Growth". *Journal of Finance*. No. 58 (2003). P. 2401-2436.
- CORPORACIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL *Building Local Bond Markets: an Asian Perspective*. Washington, D.C.: World Bank Group, 2001.

- CORSETTI, G. "Interpreting the Asian Financial Crisis: Open Issues in Theory and Policy?". *Asian Development Review*. Vol. 16(2) (1990). P. 1-45.
- DE LA DEHESA, G. *Comprender la Globalización*. Madrid: Alianza Editorial., 2000<sup>a</sup>.
- DE LA DEHESA, G. "El papel de los mercados financieros en la autoalimentación y el contagio de las crisis financieras". *Moneda y Crédito*. No. 210 (2000b) P. 11-58.
- DE LA DEHESA, G. *Globalización, Desigualdad y Pobreza*. Madrid: Alianza Editorial, 2003.
- DE LA TORRE, A. y SCHMUKLER, S. "Coping with Risk Through Mismatches: Domestic and International Financial Contracts for Emerging Economies". *Policy Research Working Paper*. No. 3212 (febrero 2004). Banco Mundial.
- DE LA TORRE, A. y SCHMUKLER, S. *Emerging Capital Markets and Globalization: The Latin American Experience*. Stanford University Press, 2006.
- DE MELO, J. y GREYER, J.M. *Commerce international: théories et applications*. De Boeck Université, 1997
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A. y MAKSIMOVIC, V. "Law, Finance and Firm Growth". *Journal of Finance*. Vol. 53(6). (1998). P. 2107-2137.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A. y MAKSIMOVIC, V. "Institutions, Financial Markets, and Firm Debt Maturity". *Journal of Financial Economics*. Vol. 54 (1999). P. 295-336.
- DETRAGIACHE, E. y SPILIMBERGO, A. "Crisis and Liquidity: Evidence and Interpretation". *IMF Working Paper*. No. 02 (2001). Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- DOBSON, W. y SIOW YUE, C. *Multinational and East Asian Integration*. International Development Research Centre, 1997.
- EASTERLY, W. y LEVINE, R. "It's Not Factor Accumulation: Stylized Facts and Growth Models". *WB Economic Review*. Vol. 15 (2001). P. 177-219. Washington, D.C.: World Bank.
- EASTERLY, W., ISLAM, R. y STIGLITZ, J. *Shaken and Stirred: Explaining Growth Volatility*. Washington, D.C.: World Bank, 1999.



- EATON, J. y KORTUM, S. "International Technology Diffusion: Theory and Measurement". *International Economic Review*. Vol. 40 (3) (1999). P. 537-570.
- EDISON, H. y WARNOCK, F. "A Simple Measure of the Intensity of Capital Controls". *International Finance Discussion Paper*. No. 705 (2001). Washington, D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve.
- EDISON, H., LEVINE, R., RICCI, L. y SLØK, T. "International Financial Integration and Economic Growth". *Journal of International Monetary and Finance*. Vol. 21. (2002). P. 749-76.
- EDWARDS, S. "Financial Openness, Sudden Stops and Current Account Reversals". *NBER Working Paper*. No. 10277 (enero 2004). Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.
- EICHENGREEN, B, TOBIN, J. y WYPLOSZ, C. "Financial Globalization". *The Economic Journal*. Vol. 105. No. 428 (enero 2000). P. 162-172.
- ERDILEK A. *Productivity and Spillovers Effects of FDI in Turkish Manufacturing: A Plant Level Panel Data Analysis*. Case Western University, 2002.
- FERNÁNDEZ ARIAS, E. y MONTIEL, P. "Reform and Growth in Latin America: All Pain, No Gain?" *IMF Staff Papers*. No. 48 (3) (2001). P. 522-546.
- FMI. "International Financial Liberalization and Developing Countries". Capítulo 4. *IMF World Economic Outlook* (diciembre 2001). Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- FMI. "Trade and Financial Integration". Capítulo 3. *IMF World Economic Outlook* (octubre 2002). Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- FMI. "How Do Financial Systems Affect Economic Cycles?". Capítulo 4. *IMF World Economic Outlook* (septiembre 2006). Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- FMI. *International Financial Statistics*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- GOLDSTEIN, M. y TURNER, P. *Controlling Currency Mismatches in*

- Emerging Markets*. Washington: Institute for International Economics, 2004.
- GREENSPAN, A. *Do Efficient Financial Markets Contribute to Financial Crises?* Sea Island, Georgia: Financial Markets Conference of the Federal Reserve Bank of Atlanta, 1999.
- HADDAD, M. y HARRISON, A. "Are There Positive Spillovers from Direct Foreign Investment?". *Journal of Development Economics*. Vol. 42 (1993). Stockholm School of Economics.
- HAUSSMANN, R., PANIZZA, U. y STEIN, E. "Why Do Countries Float the Way They Float?". *Journal of Development Economics*. No. 66 (2001). P. 387-411.
- HELLMAN, T.; MURDOCK, K. y STIGLITZ, J. "Liberalization, Moral Hazard in Banking, and Prudential Regulation: Are Capital Requirements Enough?". *Papers and Proceedings, American Economic Review*. Vol. 90(1) (2000). P. 147-165.
- HENRY, P. "Stock Market Liberalization, Economic Reform and Emerging Market Equity Prices". *Journal of Finance*. Vol. 55 (2000). P. 529-64.
- HERRING, R. y CHATUSRIPITAK, N. "The Case of Missing Market: The Bond Market and Why It Matters for Financial Development". *Wharton Financial Institutions Center Working Paper*. (2001). University of Pennsylvania.
- ISHII, S., HABERMEIER, K., LAURENS, B., LEIMONE, J., VADASZ, J. y CANALES-KRILJENKO, J.I. "Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability". *IMF Occasional Paper*. No. 211 (2002). Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- JAYARATNE, J. y STRAHAN, P. "The Finance-Growth Nexus: Evidence from Bank Branch Deregulation". *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 111(3) (1996). P. 639-670.
- KAMINSKY, G. y REINHART, C. "The Twin Crises: Balance of Payments and Banking Crises in Developing Countries". *Papers and Proceedings, American Economic Review*. No. 89(3) (1999). P. 473-500.
- KAMINSKY, G. y SCHMUKLER, S. "What Triggers Market Jitters? A

- Chronicle of the Asian Crisis". *Journal of International Money and Finance*. Vol. 18(4) (1999). P. 537–560.
- KAMINSKY, G. y SCHMUKLER, S. "Short-Run Pain, Long-Run Gain: the Effects of Financial Liberalization". *Policy Research Working Paper*. No. 212 (octubre 2002). The World Bank.
- KATHURIA, V. "Productivity Spillovers from Technology Transfer to Indian Manufacturing Firms". *Journal of International Development*. Vol. 12 (2000).
- KELLER, W. "International Technology Diffusion". *CEPR Discussion Paper*. No. 3133 (2002). Londres: Center for Economic Policy Research.
- KING, R.G. y LEVINE, R. "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right". *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 108 (1993). P. 717–737.
- KRUEGER, A. "Meant Well, Tried Little, Failed Much: Policy Reforms in Emerging Market Economies". *Roundtable Lecture at the Economic Honors Society*. (marzo 2004) New York: New York University.
- KRUEGER, A. O. y YOO, J. "Chaebol Capitalism and the Currency-Financial Crisis in Korea". P. 461–501. En: EDWARDS, Sebastian y FRANKEL, Jeffrey. *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*. Chicago: University of Chicago Press, 2002.
- KRUGMAN, P. *El Retorno de la Economía de la Depresión*. Barcelona: Crítica. Letras de Crítica, 1999.
- KRUGMAN, P. "Crises: The Price of Globalisation?" *Proceedings*. (agosto 2000). Federal Reserve Bank of Kansas City. P. 75-106.
- LEVINE, R. y ZERVOS, S. "Stock Markets, Banks, and Economic Growth". *Papers and Proceedings. American Economic Review*. Vol. 88 (1998). P. 537–558.
- LEWIS, A.W. "Economic Development with Unlimited Supplies of Labor". *Manchester School of Economic and Social Studies*. Vol. 22(2) (1954). P. 139-191.
- LIPSEY, R. "Affiliates of US and Japanese Multinationals in East Asian Production and Trade" En: ITO, T. y KRUEGER, A. *The Role of FDI in East Asian Development Trade*. The University of Chicago Press, 2000.

- MISHKIN, F. "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries". *NBER Working Paper*. No. 8087 (2001). Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.
- OCAMPO, J.A. "Capital-Account and Counter-Cyclical Prudential Regulations in Developing Countries". En: FRENCH-DAVIS, R. y GRIF-FITH-JONES, S. *From Capital –Surges to Drought: Seeking Stability for Emerging Market*". London: Palgrave / MacMillan, 2003.
- OBSTFELD, M. y TAYLOR, A.M, *Global Capital Markets: Integration, Crisis and Growth*. Cambridge University Press, 2005.
- OKAMOTO, Y. y SJOHOLM, F. "FDI and Dynamics of Productivity: Microeconomic Evidence". *Working Paper Series in Economics and Finance*. No. 348 (1999).
- PRASAD, E.S., ROGOFF, K., WEI, S.J. y KOSE, M.A. "Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence" *Occasional Paper*. No. 220 (octubre 2003). International Monetary Fund.
- RAJAN, R.G. y ZINGALES, L. "Financial Dependence and Growth". *Papers and Proceedings. American Economic Review*. Vol. 88(3) (1998). P. 559-86.
- RAJAN, R.G. y ZINGALES, L. "The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century". *NBER Working Paper*. No. 8178 (2001). Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.
- REINHART, C. y REINHART, V. "Some Lessons for Policy Makers Dealing with the Mixed Blessing of Capital Inflows". En: KAHLER, M. *Introduction: Capital Flows and Financial Crises in the 1990s*. 1998. P. 93-127.
- RODRIK, D. "Who Needs Capital-Account Convertibility?" En: KENEN, P. "Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility?". *Essays in International Finance*. No. 207 (1998). P. 55-65. International Finance Section, Department of Economics, Princeton University.
- RODRIK, D. *The Developing Countries' Hazardous Obsession with Global Integration*. New York: Kennedy School of Government, Harvard University, 2001.

- ROJAS SUAREZ, L. y WEISBROD, S. "Financial Market Fragilities in Latin America: from Banking Crisis Resolution to Current Policy Challenges". *IMF Working Paper*. No. 117 (1994). Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- SALISU, M. y SAPSFORD, D. "Foreign Direct Investment and Growth in EP and IS Countries". *Economic Journal*. Vol. 106 (434) (1996). P. 92-105.
- SARNO, L. y TAYLOR, M. "Capital Flows to Developing Countries: Long- and-Short Term Determinants". *World Bank Economic Review*. Vol. 11, 3 (1997) P. 451-470.
- SINGH, A. BELAISCH, C., De MASI, KRIEGER, R. MEREDITH, G. y RENNHACK, R. "Stabilization and Reform in Latin America: a Macroeconomic Perspective on the Experience since the Early 1990's". *IMF Occasional Paper*. No. 238 (2005).
- STIGLITZ, J. "Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability". *World Development*. Vol. 28. No. 6 (2000). P. 1075-1086.
- STIGLITZ, J. *Globalization and Its Discontents*. New York: W.W. Norton, 2002.
- STIGLITZ, J. "Capital-Market Liberalization, Globalization, and the IMF". *Oxford Review of Economic Policy*. Vol. 20. No. 1 (2004). P. 57-71.
- STIGLITZ, J. *Making Globalization Work*. New York: W.W. Norton, 2006.
- STULZ, R. M. "Globalization of Equity Markets and the Cost of Capital". *NBER Working Papers*. No. 7021 (1999). Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.
- STULZ, R. M. y WILLIAMSON, R. "Cultures, Openness and Finance". *Journal of Financial Economics*. No. 70 (2003). P. 313-349.
- TOBIN, J. "The Two Cases for Sand in The Wheels in International Finance". *World Development*. Vol. 28. No. 6 (1995). P. 1101-1104.
- TORNELL, A. y WESTERMAN, F. *Boom-Bust Cycles and Financial Liberalization*. Cambridge, Massachusetts: MIT Press, 2005.
- TUGORES, J. *Economía Internacional, Globalización e Integración Regional*. (Sexta edición actualizada). Madrid: McGraw-Hill, 2006.

UNCTAD. *Trade and Development Report 1998*. (Vols. I and II). Geneva: United Nations Conference on Trade and Development, 1998.

WILLIAMSON, J. y MAHAR, M. "A Survey of Financial Liberalization". *Essays in International Finance*. No. 211 (1998). Princeton: International Finance Section, Department of Economics, Princeton University.