

Progreso y alcance de la globalización financiera

Un análisis empírico del periodo 1986-2004

Pablo Bustelo Gómez*

Este trabajo recopila y valora un buen número de datos recientes sobre la globalización financiera. En los datos sobre cantidades, se distinguen los mercados de divisas, capitales y productos derivados. En los datos sobre precios, se discute la convergencia de los tipos de interés y la correlación de los índices bursátiles y de los rendimientos de los bonos, entre otros aspectos. Se hace seguidamente balance de la información empírica disponible, para concluir que la globalización financiera es todavía un fenómeno principalmente de los países desarrollados y que, pese a haberse reducido algo, persisten algunas paradojas de la macroeconomía internacional, como el sesgo hacia mercados de origen y la alta correlación entre ahorro interno e inversión.

Palabras clave: internacionalización de la economía, finanzas, divisas, mercados de capitales, productos financieros derivados, tipos de interés, índices bursátiles, deuda pública, macroeconomía.

Clasificación JEL: F15, F36, G15.

1. Introducción

Medir el alcance de la globalización financiera no es tarea fácil, a la vista de la escasez relativa de datos (y su gran dispersión), de las complicaciones que reviste delimitar con precisión su significado y, sobre todo, de la controversia entre los especialistas en lo relativo a la interpretación de las cifras y de su tratamiento estadístico y econométrico. Para Martínez González-Tablas (2000), «la medición precisa del grado de globalización financiera es una

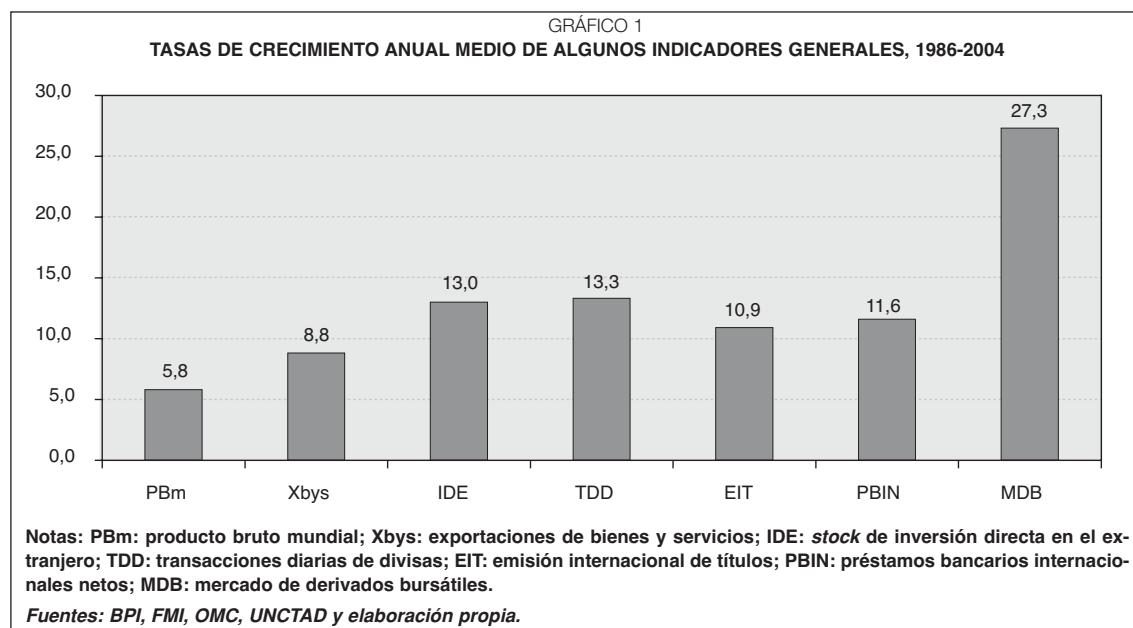
tarea cada vez más difícil, que requiere conocimiento muy especializado y formulación de supuestos que, a su vez, pueden ser objeto de discusión».

Además, el auge de intermediarios financieros poco o mal regulados (como los fondos de cobertura o los centros financieros extraterritoriales) y de instrumentos cada vez más sofisticados (como los productos derivados y los productos estructurados), complica aún más la tarea. El resultado es que en algunos casos no se dispone de series temporales suficientemente detalladas, homogéneas en períodos largos y coherentes en los diferentes niveles de agregación (Bricongne y Poulain, 2006).

* Departamento de Economía Aplicada. Universidad Complutense de Madrid.



COLABORACIONES



COLABORACIONES

Este trabajo expone y valora algunos indicadores de la globalización financiera (cantidades y precios). En cualquier caso, véase un planteamiento general sobre indicadores en Shirakawa *et al.*, 1997, ONU, 2003, OCDE, 2005, Lane y Milesi-Ferreti, 2006 y BCE, 2007.

Los datos que figuran a continuación han sido compilados de diversas fuentes, de manera que las estadísticas pueden no ser totalmente homogéneas, por lo que algunos de los cocientes estimados deben ser contemplados con todas las cautelas debidas.

2. Algunos datos sobre cantidades

Una primera mirada al desarrollo de la globalización financiera en los últimos dos decenios arroja resultados espectaculares. Entre 1986 y 2004 el producto bruto mundial se multiplicó por tres mientras que las exportaciones mundiales de bienes y servicios lo hicieron por cinco (globalización comercial) y el *stock* de inversión directa en el extranjero lo hizo por diez (globalización productiva). El inter-

cambio diario medio de divisas se multiplicó por nueve, mientras que la emisión internacional de títulos (acciones y bonos) se septuplicó. Los préstamos bancarios internacionales (en términos netos) se multiplicó por ocho y el mercado de productos derivados (contando únicamente los bursátiles) se multiplicó nada menos que por noventa y ocho. El Gráfico 1 recoge las tasas de crecimiento anual medio de diversos indicadores de globalización financiera, productiva y comercial.

Esas cifras resultan ciertamente llamativas y algunos autores han recurrido a ellas para ilustrar el prodigioso incremento de la globalización financiera desde los años ochenta. No obstante, el alcance real de ese fenómeno no es tan amplio como parece a primera vista, como se intentará sugerir en este trabajo. Por tanto, conviene recoger el consejo de Martínez González-Tablas (2000): la «*apariencia deslumbrante de algunos indicadores*» no debe impedirnos «*valorar su significado relativo*».

A continuación figuran algunos indicadores sobre cantidades, agrupados en tres grupos: mercados de divisas, mercados de capitales y mercados de derivados.

CUADRO 1
VOLUMEN DIARIO DE TRANSACCIONES EN EL MERCADO DE DIVISAS
(VDTMD, billones de dólares y porcentajes)

	1973	1980	1989	1995	1998	2000	2002	2004
VDTMD	0,015	0,080	0,590	1,190	1,490	1,100	1,300	1,88
Xbys	0,702	2,378	3,729	6,259	6,791	7,74	7,917	11,196
Porcentaje Xbys	2,1	3,4	15,8	19,0	21,9	14,2	16,4	16,8
Ratio Xbys*	5,3	8,4	39,6	47,5	54,9	35,5	41,1	42,0
Reservas**	0,176	0,598	0,668	1,52	1,804	2,064	2,557	3,917
Porcentaje reservas	8,5	13,4	88,3	78,3	82,6	53,3	50,8	48,0
Ratio reservas	21,3	33,4	220,8	195,7	206,5	133,2	127,1	120,0

* Los cocientes se calculan de la siguiente manera: volumen diario x 250 días efectivos (*trading days*) dividido por las exportaciones de bienes y servicios o por las reservas.

** Las reservas incluyen el oro.

Fuentes: BPI, *Annual Report*, varios años, FMI, *International Financial Statistics* y FMI, *WEO database*.

CUADRO 2
FLUJOS INTERNACIONALES DE CAPITAL
(En billones de dólares y porcentaje del producto bruto mundial), 1985-2005

	1985	1990	1995	2000	2004	2005
Flujos privados brutos (FPB)	0,95	2,26	3,66	8,98	11,73	12,27
Flujos privados brutos (salidas), FBPS	0,48	1,13	1,83	4,49	5,87	6,13
Producto bruto mundial	12,92	22,71	29,35	31,62	41,25	44,43
Porcentajes FPB/PBm	7,4	10,2	12,5	28,4	28,4	27,6
Porcentajes FBPS/PBm	3,7	5,1	6,2	14,2	14,2	13,8

Fuente: FMI, *International Financial Statistics* y *WEO database*, así como MGI (2007). Cálculos propios.

2.1. Mercado de divisas

El volumen diario medio de compraventa de divisas ha pasado de 80.000 millones de dólares en 1980 a 1.880.000 millones de dólares en 2004. El cociente entre ese volumen y las exportaciones de bienes y servicios ha pasado de 8,4 en 1980 a 42,0 en 2004 (aunque alcanzó un máximo de 54,9 en 1998); el cociente entre ese volumen y las reservas mundiales (incluyendo el oro) ha crecido de 33,4 en 1980 a 120,0 en 2004, alcanzando un máximo de 206,5 en 1998 (Cuadro 1). Por tanto, en 2004 el volumen de negocio del mercado de divisas de tan sólo seis días fue equivalente al monto anual de las exportaciones de bienes y servicios. El de menos de 20 días fue equivalente al producto bruto mundial.

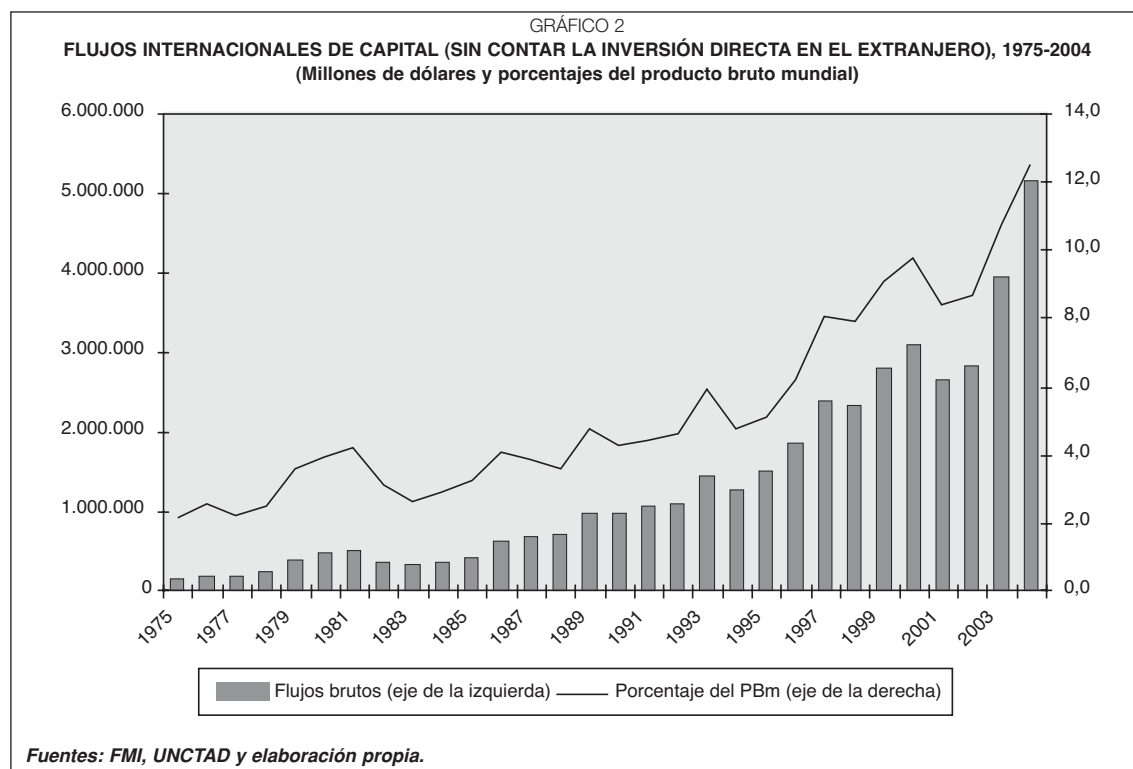
2.2. Mercado de capitales

Los flujos internacionales de capital han crecido de manera extraordinaria

(Cuadro 2). Los flujos transfronterizos brutos han pasado de 2,26 billones de dólares en 1990 a 12,27 billones en 2005. Los flujos brutos se miden, en las estadísticas financieras internacionales del FMI, por la suma de entradas y salidas de capital, aunque suelen dividirse por dos para obtener las salidas (o entradas). El Cuadro 2 relaciona los flujos brutos con el producto bruto mundial. El peso relativo de la suma de entradas y salidas ha aumentado de forma espectacular (del 7 por 100 en 1985 al 28 por 100 en 2004). Por tanto, el peso relativo de las salidas (o de las entradas) ha pasado de menos del 4 por 100 en 1985 a casi el 14 por 100 en 2005. Entre 1970 y 2000 los flujos transfronterizos brutos han aumentado del 3 por 100 del PIB al 17 por 100 en los países desarrollados y de prácticamente nada a alrededor del 5 por 100 en los países en desarrollo (Huang y Wahid, 2002). Según Lane y Milesi-Ferreti (2006), el cociente entre la suma de los *stocks* de activos en el ex-



COLABORACIONES



COLABORACIONES

trajero y pasivos extranjeros y el PIB de los países desarrollados ha pasado de 0,7 en 1983 a 1 en 1987 y a 3,0 en 2004, esto es, se ha triplicado en 1987-2004, mientras que el de los países en desarrollo ha crecido de 1 en 1987 a 1,5 en 2004, es decir ha aumentado sólo en un 50 por 100. Hay que tener en cuenta sin embargo que esos flujos y ese cociente incluyen la inversión directa en el extranjero (IDE), excluida del análisis que se realiza en este trabajo por corresponder a otra faceta (la productiva) de la globalización.

Si a los flujos privados brutos (divididos por dos, para obtener sólo las salidas) se restan los flujos de IDE (*FDI outflows*), se obtienen los flujos estrictamente financieros (1), cuya serie figura en el Gráfico 2,

(1) Esos flujos deberían incluir la inversión directa extranjera mundial en actividades financieras, pero las estadísticas publicadas de las bases de datos de la UNCTAD no permiten obtener una serie larga de ese tipo de inversión directa.

en el que se observa que han pasado de 132.500 millones de dólares en 1975 a 3,08 billones en 2000. Tras una caída en 2001 y 2002, llegaron a 5,15 billones en 2004. En proporción del producto bruto mundial, los flujos financieros pasaron del 3,9 por 100 en 1980 al 4,2 por 100 en 1990, al 9,8 por 100 en 2000 y al 12,5 por 100 en 2004.

Las emisiones internacionales de títulos (*securities*) han crecido de manera impresionante, lo que indica que las empresas se han dirigido de forma creciente a los mercados internacionales de títulos para obtener financiación. Como puede verse en el Cuadro 3, las emisiones internacionales netas de títulos (acciones y bonos) han pasado de 304.000 millones de dólares en 1986 (2,0 por 100 del producto bruto mundial) a 644.000 millones en 1996 (2,1 por 100) y a 1,86 billones en 2005 (4,9 por 100).

Las transacciones internacionales de títulos han pasado de suponer menos del

10 por 100 del PIB en los seis principales países desarrollados en 1980 a representar en 2003 más del 100 por 100 en Japón, del 300 por 100 en EEUU y Canadá, y del 500 por 100 en Alemania y Francia (Cuadro 4).

Además, se observa una creciente participación extranjera en la financiación de la deuda pública de los principales países desarrollados. Por ejemplo, la tenencia por no residentes de deuda pública de EEUU ha pasado, en proporción de la deuda total, del 14,4 por 100 en 1983 al 41,8 por 100 en 2003, según datos de la OCDE.

En cuanto a la orientación internacional de las carteras (acciones y bonos), se

observa un aumento de la proporción de activos extranjeros en las carteras de los agentes económicos (individuos y fondos de inversión colectiva). El peso relativo de los activos extranjeros en las carteras de los hogares ha aumentado de manera apreciable en los principales países desarrollados (Cuadro 5).

Los activos gestionados por los fondos de inversión colectiva (*institutional investors*) de los países desarrollados, que han pasado de 13,8 billones de dólares en 1990 a de 46,8 billones de dólares en 2003 (cifra esta última muy superior a la del producto bruto mundial), han mostrado una creciente orientación hacia la te-

CUADRO 3
EMISIONES INTERNACIONALES NETAS DE ACCIONES Y BONOS (BILLONES DE DÓLARES Y PORCENTAJES), 1986-2005

	1986	1996	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Emisiones internacionales netas de bonos.....	0,290	0,561	1,243	1,348	1,024	1,562	1,614	1,861
Emisiones internacionales netas de acciones	0,014	0,083	0,317	0,149	0,102	0,122	0,219	0,307
Total	0,304	0,644	1,560	1,497	1,126	1,684	1,833	2,168
PBm.....	15,224	30,043	31,624	31,461	32,729	36,758	41,253	44,433
Porcentajes.....	2,0	2,1	4,9	4,8	3,4	4,6	4,4	4,9

Fuentes: BPI, BIS Quarterly Review, varios años, FMI, WEO Database, y elaboración propia.



COLABORACIONES

CUADRO 4
TRANSACCIONES TRANSFRONTERIZAS DE ACCIONES Y OBLIGACIONES*
(En porcentaje del PIB, 1975-2003)

	1975	1980	1985	1990	1995	1997	1999	2001	2003
EEUU.....	4	9	35	89	135	213	179	249	344
Japón.....	2	8	62	119	65	96	85	110	113
Alemania.....	5	7	33	57	172	253	334	512	506
Francia.....	sd	5	21	54	187	313	sd	428	516
Italia.....	1	1	4	27	253	672	sd	822	1.705
Canadá.....	3	9	27	65	189	358	sd	237	308

* Compras y ventas brutas de títulos (*securities*) entre residentes y no residentes.

Fuente: BPI, Annual Report, nº 68, 1998, Cuadro VI.1 y nº 70, 2000, Cuadro V.2 y Schinasi (2006), Cuadro 1.3.

CUADRO 5
PROPORCIÓN DE ACTIVOS EXTRANJEROS EN LAS CARTERAS DE ACTIVOS FINANCIEROS LOS HOGARES, 1981-1999
(En porcentaje)

	1981-85	1986-90	1991-95	1996-99
EEUU.....	1,0	1,8	4,1	6,6
Japón.....	3,3	7,2	7,7	8,9
Alemania.....	sd	sd	9,6	15,0
Francia.....	sd	sd	5,6	10,9
Reino Unido.....	12,6	17,3	23,2	25,6
Canadá.....	2,1	2,9	4,4	6,6

Fuente: FMI, World Economic Outlook. October 2001, Cuadro 2.3.

CUADRO 6
PRÉSTAMOS BANCARIOS INTERNACIONALES NETOS, BILLONES DE DÓLARES
Y PORCENTAJE DEL PRODUCTO BRUTO MUNDIAL, 1986-2004

	1986	1995	2000	2001	2002	2003	2004
Préstamos bancarios.....	1,88	4,2	8,31	8,75	10,1	11,86	13,83
PBm.....	15,24	28,8	31,62	31,46	32,73	36,76	41,25
Porcentajes.....	12,3	14,6	26,3	27,8	30,9	32,3	33,5

Fuentes: BPI, BIS Quarterly Review (varios años), FMI, WEO Database, y cálculos propios.

nencia de valores extranjeros, pese a las dificultades que existen para disponer estadísticas precisas (2). Según el *Global Financial Stability Report. September 2005* (Gráfico 3.2), entre 1997 y 2003 la proporción de valores emitidos por no residentes en las carteras de los fondos de inversión colectiva ha pasado del 11 por 100 al 16 por 100 en Japón, del 19 por 100 al 21 por 100 en el Reino Unido, del 15 por 100 al 21 por 100 en Francia y del 9 por 100 al 26 por 100 en Alemania.

Se ha registrado una cada vez mayor internacionalización de los servicios financieros. Pese a que esa internacionalización tiene varias facetas, dos merecen ser destacadas: 1) el aumento del recurso, por parte de las entidades nacionales, a instituciones bancarias internacionales, a través de los préstamos bancarios internacionales o de la colocación de acciones nacionales en mercados extranjeros; 2) la creciente presencia de intermediarios financieros extranjeros en los mercados locales. La internacionalización de las instituciones financieras se ha producido en parte como respuesta a la necesidad de intermediar los crecientes flujos internacionales de capital.

Los préstamos bancarios internacionales netos han pasado de 1,88 billones de

dólares en 1986 (12,4 por 100 del producto bruto mundial) a 11,08 billones en 2003 (30,3 por 100 del producto bruto mundial). (Cuadro 6).

Con todo, los préstamos bancarios internacionales sólo recogen una faceta de la internacionalización bancaria, que también se ha manifestado en un fuerte incremento de los préstamos locales efectuados por sucursales de bancos extranjeros, especialmente en las economías emergentes. Esos préstamos locales han pasado de 180.000 millones de dólares en 2000 a un billón de dólares en 2005, incrementando su peso relativo en el activo total de los bancos (*total claims*) del 25 por 100 al 45 por 100 (Cumming, 2006).

La creciente presencia de instituciones financieras internacionales en los mercados nacionales ha sido resultado, entre otras cosas, de la internacionalización resultante de los conocidos procesos transnacionales de fusiones y adquisiciones (3) (Gráfico 3). Uno de los resultados de las fusiones y adquisiciones bancarias internacionales ha sido, por ejemplo, una muy rápida expansión, durante los años noventa, de la presencia de bancos extranjeros en muchas economías en desarrollo y en transición (Cuadro 7).

Con todo, los servicios financieros en general y el sector de banca comercial en

(2) Para el BPI, «la ausencia de datos oficiales comparables sobre las tenencias de valores internacionales de los fondos de inversión colectiva supone un obstáculo para cualquier estudio sistemático sobre la cuestión» (BPI, 2007).

(3) A los que hay que sumar otras formas de internacionalización de las instituciones financieras, como la adquisición de acciones, las alianzas estratégicas y las empresas conjuntas.



COLABORACIONES

particular están todavía lejos de estar globalizados, a pesar de la desregulación de los sistemas financieros nacionales, del progreso técnico y del aumento de la actividad transnacional no financiera. Por ejemplo, las fusiones y adquisiciones bancarias transfronterizas son menos importantes no sólo que las nacionales sino también que las fusiones y adquisiciones en otros sectores económicos (Focarelli y Pozzolo, 2001). Berger *et al.* (2002) sugieren que existen dos grandes límites a la globalización de servicios financieros: 1)

algunos servicios bancarios (como los suministrados a pequeñas y medianas empresas) seguirán probablemente siendo suministrados por entidades financieras locales; y 2) otros servicios (como los créditos concertados a grandes prestatarios) se seguirán suministrando desde las casas-matriz de los bancos internacionales.

2.3. Mercado de derivados

El valor alcanzado por el mercado de derivados (*swaps* o recompras, futuros y

CUADRO 7
CONTROL EXTRANJERO DE LOS ACTIVOS BANCARIOS (ACTIVOS DE BANCOS CON PARTICIPACIÓN EXTRANJERA SUPERIOR AL 50 POR 100 DEL CAPITAL SOCIAL EN PORCENTAJE DEL TOTAL DE ACTIVOS BANCARIOS), 1995 Y 2005

	1995	2005	Cambio
América del Norte (2).....	10	21	11
Europa occidental (19).....	23	19	-4
Europa oriental (17).....	25	58	33
América Latina (14).....	18	38	20
África (25).....	8	8	0
Oriente Medio (9).....	14	17	3
Asia central (4).....	2	2	0
Asia oriental y Oceanía (13).....	5	6	1
Todos los países (105).....	15	23	8

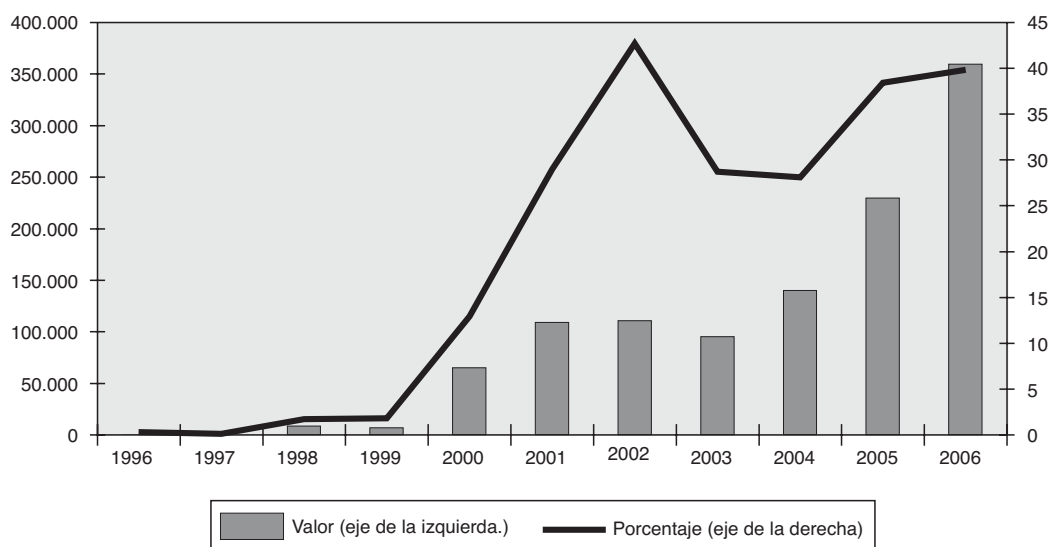
Nota: se recogen datos únicamente de las instituciones que figuran en la base de datos Fitch-ICBA/BankScope, lo que puede dar una imagen poco representativa en algunos países.

Fuente: FMI, *Global Financial Stability Report*. Abril 2007, Cuadro 3.1.



COLABORACIONES

GRÁFICO 3
FUSIONES Y ADQUISICIONES TRANSFRONTERIZAS EN EL SECTOR FINANCIERO (VALOR EN MILLONES DE DÓLARES Y PROPORCIÓN DE LAS OPERACIONES TOTALES), 1996-2006



Fuente: FMI, *Global Financial Stability Report*. Abril 2007, Cuadro 3.1.

CUADRO 8 MERCADO DE DERIVADOS* (Miles de millones de dólares) 1991-2003									
	1991	1996	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
ETI**	3.519	9.885	14.552	14.214	23.760	23.810	36.750	46.593	57.796
OTCI***	4.449	24.292	88.202	95.199	111.115	141.679	197.177	251.823	297.670
Total	7.968	34.167	102.754	109.413	134.875	165.489	233.927	298.416	355.466
Porcentajes PBm	33,3	113,7	334,1	346,0	428,7	505,6	636,4	723,4	800,0
* Saldo notional pendiente (<i>notional amount outstanding</i>). ** <i>Exchange-traded instruments</i> (derivados bursátiles). *** <i>OTCI: Over-the-counter instruments</i> (derivados extrabursátiles).									
Fuente: BPI, <i>Annual Report</i> 1996, cuadro VII.5; BIS <i>Quarterly Review</i> , mayo de 2002, Cuadros 19 y 23.B; y marzo de 2007, Cuadro 19 y 23.B.									

opciones) fue de 355,5 billones de dólares en 2005, un crecimiento explosivo desde 1991 (cuando el saldo notional pendiente fue de apenas 7,9 billones), como puede verse en el Cuadro 8.

El mercado de derivados está fuertemente internacionalizado, como ponen de manifiesto las sucesivas ediciones de la *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity* (1996, 1999, 2002 y 2005) del BPI. Por ejemplo, según las encuestas publicadas en 2002 y 2005, el volumen diario de transacciones en el mercado de derivados extrabursátiles (OTC) tiene una proporción transfronteriza que ha pasado del 54 por 100 en 1995 y 1998 al 58 por 100 en 2001 y al 61 por 100 en 2004.

do una reducción, entre los años ochenta y los noventa, de la desviación típica del tipo de interés real a largo plazo de un país del G7 menos la media del de los otros países de ese grupo (Sasaki *et al.*, 2000). No obstante, Frankel (2000) señala que los tipos de interés ajustados por las expectativas de modificaciones en los tipos de cambio o ajustados por las tasas esperadas de inflación no muestran una tendencia clara a la igualación; De la Dehesa (2000) considera igualmente que la convergencia de los tipos de interés reales ha sido lenta y volátil porque las variaciones esperadas de los tipos de cambio no han compensado suficientemente los diferenciales de tipos de interés a corto plazo (como predice la teoría de la paridad de intereses reales) (4) ni los diferenciales de inflación a largo plazo (como

(4) Como es sabido, la teoría de la paridad cubierta de intereses (TPCI) es la que predice que los rendimientos nominales netos (libres de riesgo, esto es, con agentes neutrales con respecto al riesgo) de activos financieros similares tenderán a ser similares con independencia del mercado en el que se negocien. En tal caso, los diferenciales de tipos de interés tenderían a igualar a los movimientos del tipo de cambio. La teoría de la paridad no cubierta de intereses (TPNCI), para el caso en el que hay agentes adversos al riesgo, señala que los rendimientos nominales *esperados* se igualan cuando el diferencial de intereses tiende a igualar los movimientos *esperados* del tipo de cambio. La teoría de la paridad de intereses reales (TPIR) es la TPNCI, pero expresando los rendimientos en términos reales. Los análisis empíricos tienden a confirmar la TPCI y a desmentir la TPNCI y la TPIR (Chinn, 2007).

3. Algunos datos sobre precios

En lo que atañe a la discutida cuestión de la convergencia de tipos de interés, algunos estudios han hallado co-integración temporal entre los tipos de interés reales de EEUU, Reino Unido, Francia y Alemania (Bordo *et al.*, 1998) o un carácter estadísticamente estacionario de los diferenciales de tipos de interés reales a largo plazo entre esos cuatro países (Obstfeld y Taylor, 2002). Además, para una muestra más amplia de países, existen estudios empíricos que han observa-



COLABORACIONES

predice la teoría de la paridad del poder adquisitivo, en su versión relativa) (5).

Además, parece existir una correlación creciente entre los movimientos de los índices bursátiles de los países desarrollados (Goetzmann *et al.*, 2005; Yang *et al.*, 2006). Se discute que tal cosa se deba sólo a la globalización financiera o bien a la interdependencia sumada al contagio. Por ejemplo, Forbes y Rigobon (2002) no encuentran cambios en los coeficientes de correlación en episodios de pánico bursátil (*crash* bursátil de 1987, crisis de México en 1994 y crisis asiáticas en 1997) de manera que los movimientos de precios de acciones son indicativos de un alto nivel de interdependencia y no del contagio. Sin embargo, Corsetti *et al.* (2005) concluyen que la creciente correlación se explica por interdependencia y por contagio. Ayuso y Blanco (1999) consideran que hay información empírica que demuestra que se ha registrado una mayor integración financiera entre las bolsas de Nueva York, Frankfurt y Madrid.

En lo que se refiere a los bonos de deuda soberana, Volosovych (2007) ha concluido que el coeficiente de correlación para el nivel de rendimiento real de los bonos gubernamentales a largo plazo, de 15 países desarrollados, se ha duplicado con creces entre 1971-1990 y 1991-2002 y que ese aumento se ha debido a la integración del mercado de bonos y no a otros factores, como podrían ser las perturbaciones comunes.

Por último, Issing (2000) señala dos indicadores de integración que denomina *cualitativos*: la reducción y la convergencia de márgenes (*spreads*), que indicarían

una apertura de los mercados financieros locales a la competencia internacional; y la suavización de la curva de rendimientos de los bonos, que indicaría que hay menores oportunidades de arbitraje internacional. En cuanto al primer aspecto, se ha observado una correlación creciente entre los *spreads* de los bonos de deuda soberana en economías emergentes o EMBI+ (respecto de los bonos del Tesoro de EEUU) y los *spreads* de los bonos de alto rendimiento de los EEUU (siempre con respecto a los bonos del Tesoro), como señalan Andersen y Moreno (2005). En cuanto al segundo aspecto, es conocido que las pendientes de las curvas de rendimiento de los bonos públicos han disminuido en los años 2000 y que esas curvas han seguido incluso suavizándose a partir del endurecimiento de la política monetaria de EEUU en 2004 (6).

4. Balance de la información empírica disponible

A la vista de los datos recogidos en los dos apartados anteriores, la globalización financiera no es tan importante como suele pensarse.

En primer lugar, correcciones con criterios metodológicos más exigentes arrojarían niveles de integración más bajos (Sutcliffe y Glyn, 1999). Por ejemplo, las transacciones financieras pueden reflejar cambios en la composición de carteras ya existentes y no movimientos internacionales de *dinero nuevo*.

En segundo término, la globalización financiera es un fenómeno centrado principalmente en los países desarrollados, aunque se ha registrado una creciente pre-

(5) Como es bien conocido, la teoría de la paridad del poder adquisitivo, en esa versión, sostiene que el coste de los bienes y servicios tenderá a ser el mismo en todos los mercados y monedas de resultas de ajustes en los tipos de cambio, esto es, que los diferenciales de inflación tenderían a igualar los movimientos esperados del tipo de cambio.

(6) La globalización financiera podría quizá explicar el «enigma de los tipos de interés» expuesto en julio de 2005 por el entonces gobernador de la Reserva Federal, Alan Greenspan.



COLABORACIONES

sencia de las economías emergentes. Por ejemplo, Flandreau y Riviére (1999) y Bordo y Flandreau (2001) estiman los coeficientes de correlación de una regresión *cross-section* de la inversión respecto del ahorro interior para una muestra de 25 países desarrollados y de 14 economías emergentes. Sus resultados sugieren que el coeficiente se reduce claramente (mayor integración financiera) en los países desarrollados entre 1988 (0,7) y 1998 (0,3) pero aumenta en las economías emergentes (menor integración financiera) entre 1980-1988 (0,6) y 1989-1996 (0,8) para luego descender ligeramente (0,7 en 1997-1998); en suma, «la integración financiera actual es un fenómeno fundamentalmente de los países avanzados» (Bordo y Flandreau, 2001). Otro estudio empírico es el de Claessens y Schmukler (2007), que concluye, en un análisis del acceso empresarial a las bolsas de valores internacionales, que sólo un grupo relativamente pequeño de empresas originarias de países desarrollados es activo en esas bolsas y, por tanto, que «el alcance de la integración financiera internacional parece ser más limitado de lo que habitualmente se cree». Naturalmente, tal cosa no significa que las economías emergentes y otras economías en desarrollo no se vean afectadas por la globalización financiera, aunque, claro está, más como sujetos que como protagonistas, al menos hasta fechas recientes (7).

En tercer lugar, existen límites a la globalización por la persistencia de algunos puzles (o enigmas o también paradojas) en macroeconomía internacional (como el sesgo hacia mercados de origen y la alta correlación entre ahorro interno e inversión), analizados en Obstfeld y Rogoff (2000).

(7) Los especialistas discuten si la acumulación reciente de reservas en divisas en algunas economías emergentes (especialmente en Asia) podría alterar su capacidad de influencia sobre el tipo vigente de globalización financiera.

El sesgo hacia los mercados de origen fue identificado en particular por French y Poterba (1991), quienes ilustraron la baja proporción de acciones extranjeras en las carteras de los inversores de EEUU, Japón y Reino Unido en relación con el nivel sugerido por la teoría de la cartera óptima según el modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). En diciembre de 1989, la proporción de acciones de empresas del país de origen era 93,8 por 100 en EEUU, 98,1 por 100 en Japón y 82,0 por 100 en el Reino Unido.

El sesgo hacia los mercados de origen, aunque ha disminuido, sigue siendo sustancial. Entre 1990 y 2003 se ha registrado un aumento paulatino de la proporción de activos extranjeros en las carteras agregadas de los principales países desarrollados (con un indicador (8) que ha pasado del 10 por 100 al 25 por 100 en general). El aumento ha sido más pronunciado en el caso de las acciones (cuyo indicador ha pasado del 10 por 100 al 30 por 100) que en el de los bonos (cuya proporción ha aumentado del 10 por 100 al 17 por 100), como pone de manifiesto el *Global Financial Stability Report. September 2005*, del FMI, en su capítulo 3.

Por su parte, Sorensen *et al.* (2007) concluyen que el sesgo hacia los mercados de origen en una muestra de 24 países de la OCDE ha pasado, entre 1993 y 2003, de 0,83 a 0,67 en el caso de las acciones y de 0,63 a 0,52 en el caso de la deuda (9). Se han dado dos explicaciones principales para la persistencia de ese sesgo: la existencia de importantes costes de transacción

(8) Ese indicador es el coeficiente de aceptación de activos extranjeros (*foreign asset acceptance ratio*), que relaciona el porcentaje de activos extranjeros en la cartera real con el porcentaje de activos extranjeros en la cartera hipotética (la que existiría en un mundo «sin fronteras»).

(9) El indicador que utilizan es igual a 1 menos el cociente entre la parte de activos extranjeros en la cartera de activos de un país y la parte de activos extranjeros en la cartera mundial de activos.



COLABORACIONES

en la compraventa transfronteriza de instrumentos financieros (Obstfeld y Rogoff, 2000) o las asimetrías de información que hacen que la incertidumbre sobre los riesgos y rendimientos sea mayor en acciones extranjeras que en acciones locales (Hassan y Simaan, 2000).

La elevada correlación entre ahorro interno e inversión constituye la paradoja Feldstein-Horioka. La correlación es más elevada (y la diversificación internacional de la inversión es menor) de lo que predice la teoría de la diversificación óptima, de manera que existe una importante segmentación internacional de los mercados de capital (Feldstein y Horioka, 1980). Al igual que el sesgo hacia los mercados de origen, la correlación entre ahorro e inversión ha disminuido en los últimos años (Coakley *et al.*, 2004), pero sigue siendo demasiado elevada. Es más, Feldstein (2005), utilizando observaciones ponderadas por el PIB para 30 países de la OCDE, concluye que el descenso de esa correlación se ha debido principalmente al comportamiento de los países pequeños. En términos medios, el «coeficiente de retención de ahorro» (cociente entre el aumento de la tasa de inversión y el aumento de la tasa de ahorro) habría pasado de 0,92 en 1970-80 a 0,65 en 1991-2001. El autor concluye que «alrededor de dos tercios del ahorro permanecen en el país de origen» (Feldstein, 2005). En lo que se refiere a los países en desarrollo, Aizenman *et al.* (2004) muestran que en los años noventa del siglo XX no ha cambiado la fracción de la inversión financiada con ahorro interno (10).

(10) Un puzle relacionado con el de Feldstein-Horioka es, como es sabido, la «paradoja de Lucas» (Lucas, 1990), según la cual, aunque los modelos teóricos neoclásicos predicen unos muy altos flujos de capital hacia los países con mayor productividad del capital, esto es, los países en desarrollo, la predicción que no se ha cumplido en el mundo real. Baste señalar que, todavía hoy, la inversión per cápita es doce veces menor en los países en desarrollo que en los países desarrollados.

Además del sesgo hacia los mercados de origen y de la elevada correlación entre ahorro e inversión, Stulz (2005) enumera otros «límites de la globalización financiera»: escasa diversificación del riesgo en el consumo e importancia de los factores nacionales en la diferencia en los rendimientos de las acciones, el tamaño de las bolsas de valores, la propiedad empresarial, la dimensión de las empresas, la estructura del capital y la gobernanza.

5. Conclusiones

El proceso de globalización financiera ha avanzado de manera muy considerable en los últimos dos decenios. Ese fenómeno ha sido especialmente notable en el mercado de productos derivados, pero también en intercambio de divisas, préstamos bancarios internacionales y emisiones internacionales de títulos. Entre 1986 y 2004, el aumento del volumen de esas tres últimas partidas ha triplicado el crecimiento del producto bruto mundial y ha superado con creces el aumento del comercio internacional.

Con todo, los últimos datos disponibles indican que la situación a mediados de los años 2000 dista todavía mucho de una integración completa, en el plano mundial, de los mercados financieros. La lenta convergencia de los tipos de interés, la circunscripción del fenómeno al grupo de los países desarrollados (pese a una participación creciente de las economías emergentes) y la persistencia de paradojas como el sesgo hacia los mercados de origen y la elevada correlación entre ahorro e inversión confirman esa apreciación.

En suma, la globalización financiera, aunque ha crecido mucho en los últimos veinte años, es un proceso inacabado y reversible. Es un proceso inacabado porque la integración financiera internacional que



COLABORACIONES

se ha registrado hasta ahora dista mucho de haber avanzado rápidamente hacia una integración perfecta y es bastante menor de lo que, a menudo, suele creerse. Es reversible porque la experiencia histórica demuestra que una ola parecida de globalización (la de 1870-1914) fue interrumpida entre la Primera Guerra Mundial y los años ochenta del siglo XX (11).

Un corolario de esa conclusión es que los poderes públicos —nacionales y supranacionales— tienen todavía margen de actuación para moldear el curso de la globalización financiera.

Bibliografía

- [1] AIZENMAN, J., PINTO, B. y RADZIWIŁ, A. (2004): «Sources for Financing Domestic Capital - Is Foreign Saving a Viable Option for Developing Countries», *NBER Working Paper*, nº 10.624.
- [2] ANDERSEN, P. y MORENO, R. (2005): «Financial Integration: An Overview», en BPI, *Globalization and Monetary Policy in Emerging Markets*, BIS Papers, nº 23, junio, pp. 1-8.
- [3] AYUSO, J. y BLANCO, R. (1999): «Has Financial Market Integration Increased During the Nineties?», *Documento de trabajo*, nº 9.923, Banco de España (también en BPI, 2000).
- [4] BCE (2007): *Financial Statistics for a Global Economy. Third ECB Conference on Statistics, 4 and 5 May 2006*, Banco Central Europeo, Frankfurt.
- [5] BERGER, A. N., DAI, Q., ONGENA, S. y SMITH, D. C. (2002): «To What Extent will the Banking Industry be Globalized? A Study of Bank Nationality and Reach in 20 European Nations», *International Finance Discussion Papers*, nº 725, Board of

Governors of the Federal Reserve System, mayo.

- [6] BORDO, M., EICHENGREEN, B. y KIM, J. (1998), «Was There Really an Earlier Period of International Financial Integration Comparable to Today?», *NBER Working Papers*, nº 6.738, septiembre.
- [7] BORDO, M. y FLANDREAU, M. (2001): «Core, Periphery, Exchange Rate Regimes and Globalization», *CEPR Discussion Papers*, nº 3.077, noviembre, rep. en Bordo *et al.*, eds., 2003, *infra*, cap. 9.
- [8] BORDO, M., TAYLOR, A. M. y WILLIAMSON, J. G. (eds.) (2003): *Globalization in Historical Perspective*, University of Chicago Press, Chicago, Ill..
- [9] BPI (2000): *International Financial Markets and the Implications for Monetary and Financial Stability*, BIS Conference Papers, número 8, Banco de Pagos Internacionales, Basilea, marzo.
- [10] BPI (2006): *Financial Globalisation*, BIS Papers, nº 32, Banco de Pagos Internacionales, diciembre.
- [11] BPI (2007): *Institutional Investors, Global Savings and Asset Allocation*, CGFS Papers, nº 27, Committee on the Global Financial System, Banco de Pagos Internacionales, febrero.
- [12] BRICONGNE, J.-C. y POULAIN, J.-G. (2006): «Les statistiques financières permettent-elles d'appréhender les évolutions liées à la mondialisation?», *Bulletin de la Banque de France*, nº 156, diciembre, pp. 49-62.
- [13] CHINN, M. (2007): «Interest Parity Conditions», de próxima publicación en K. A. Reinert y R. S. Rajan (eds.): *The Princeton Encyclopedia of the World Economy*, Princeton University Press, Princeton, NJ, 2008.
- [14] CLAESSENS, S. y SCHMUKLER, S. L. (2007): «International Financial Integration Through Equity Markets: Which Firms from Which Countries Go Global?», *IMF Working Paper*, nº 07/138, junio.

(11) Otra cosa es que, en la situación actual, esa marcha atrás sea altamente improbable.



COLABORACIONES

- [15] COAKLEY, J., FUERTES, A. M. y SPAGNOLO, F. (2004), «Is the Feldstein-Horioka Puzzle History?», *The Manchester School*, vol. 72, nº 5, septiembre, pp. 569-90.
- [16] CORSETTI, G., M. PERICOLI y M. SBRACIA (2005), «Some Contagion, Some Interdependence: More Pitfalls in Tests of Financial Contagion», *Journal of International Money and Finance*, vol. 24, nº 8, diciembre, pp. 1177-99.
- [17] CUMMING, C. M. (2006): «Review of Recent Trend and Issues in Financial Sector Globalisation», en BPI, *supra*, pp. 12-19.
- [18] DE LA DEHESA, G. (2000): *Comprender la globalización*, Alianza Editorial, Madrid.
- [19] FELDSTEIN, M. (2005): «Monetary Policy in a Changing International Environment: The Role of Capital Flows», *NBER Working Paper*, nº 11.856, diciembre.
- [20] FELDSTEIN, M. y HORIOKA, C. (1980): «Domestic Savings and International Capital Flows», *Economic Journal*, vol. 90, nº 358, junio, pp. 314-29.
- [21] FLANDREAU, M. y RIVIÈRE, C. (1999): «La grande transformation? L'intégration financière internationale, 1880-2000», *Économie Internationale*, nº 78, pp. 11-58.
- [22] FOCARELLI, D. y POZZOLO, A. F. (2001): «The Pattern of Cross-Border Bank Mergers and Shareholdings in OECD Countries», *Journal of Banking and Finance*, vol. 25, nº 12, pp. 2305-37.
- [23] FORBES, K. y RIGOBON, R. (2002): «No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Co-movements», *Journal of Finance*, vol. 57, nº 5, pp. 2223-61.
- [24] FRANKEL, J. A. (2000): «Globalization of the Economy», *NBER Working Papers*, número 7.858, agosto, rep. en J. S. Nye y J. D. Donahue (eds.): *Governance in a Globalizing World*, Brookings Institution Press, Washington DC, 2000, pp. 45-70.
- [25] FRENCH, K. y POTERBA, J. (1991): «Investor Diversification and International Equity Markets», *American Economic Review*, vol. 81, nº 2, mayo, pp. 222-26.
- [26] GOETZMANN, W. N., LI, L. y ROUWENHORST, K. G. (2005): «Long-Term Global Market Correlations», *The Journal of Business*, vol. 78, nº 1, enero, pp. 1-38.
- [27] HASSAN, I. y SIMAAN Y. (2000): «A Rational Explanation for Home Country Bias», *Journal of International Money and Finance*, vol. 19, nº 3, pp. 331-61.
- [28] HUANG, H. y WAHID, S. K. (2002): «Financial Stability in the World of Global Finance», *Finance & Development*, vol. 39, nº 1, marzo, pp. 13-16.
- [29] ISSING, O. (2000): «The Globalisation of Financial Markets», European Central Bank, mimeo.
- [30] LANE, P. R. y MILESI-FERRETI, G. M. (2006): «The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004», *IMF Working Paper*, nº 06/2006 (de próxima publicación en el *Journal of International Economics*).
- [31] LUCAS, R. E. Jr. (1990): «Why Doesn't Capital Flow to from Rich to Poor Countries?», *American Economic Review*, vol. 80, nº 2, pp. 92-92.
- [32] MARTÍNEZ GONZÁLEZ-TABLAS, A. (2000): *Economía política de la globalización*, Ariel, Barcelona.
- [33] MGI (2007): *Mapping the Global Capital Market. Third Annual Report*, McKinsey Global Institute, enero.
- [34] OBSTFELD, M. y ROGOFF, K. (2000): «The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause?», *NBER Working Papers*, número 7.777, julio, rep. en B. S. Bernanke y K. Rogoff (eds.): *NBER Macroeconomics Annual 2000*, The MIT Press, 2001, pp. 339-90.
- [35] OBSTFELD, M. y TAYLOR, A. M. (2002): «Globalization and Capital Markets»,



COLABORACIONES

- NBER Working Papers*, n° 8.846, marzo, rep. en Bordo *et al.*, eds., 2003, *supra*, cap. 3.
- [36] OCDE (2005): *Measuring Globalisation. OECD Economic Globalisation Indicators*, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos, París.
- [37] ONU (2003): *Economic and Financial Globalization*, Naciones Unidas, Nueva York y Ginebra.
- [38] SASAKI, H., YAMAGUCHI S. y HISADA, T. (2000): «The Globalisation of Financial Markets and Monetary Policy», en BPI (2000): *supra*.
- [39] SCHINASI, G. J. (2006): *Safeguarding Financial Stability. Theory and Practice*, Fondo Monetario Internacional, Washington DC.
- [40] SHIRAKAWA, M., OKINA, K. y SHIRATSUKA, S. (1997): «Financial Market Globalization: Present and Future», *IMES Discussion Papers*, n° 97-E-11, Banco de Japón.
- [41] SORENSEN, B. E., WU, Y.-T., YOSHA, O. y ZHU, Y. (2007): «Home Bias and International Risk Sharing: Twin Puzzles Separated at Birth», *Journal of International Money and Finance*, vol. 26, n° 4, junio, pp. 587-605.
- [42] STULZ, R. (2005): «The Limits of Financial Globalization», *The Journal of Finance*, vol. 60, n° 4, agosto, pp. 1595-2638.
- [43] SUTCLIFFE, B. y GLYN, A. (1999): «Still Underwhelmed: Indicators of Globalization and their Misinterpretation», *Review of Radical Political Economics*, vol. 31, n° 1, pp. 111-32.
- [44] VOLOSOVYCH, V. (2007): «Measuring Financial Market Integration Over the Long Run: Is There a U-Shape?», Department of Economics, Florida Atlantic University, febrero, mimeo.
- [45] YANG, L., TAPON, F. y SUN Y. (2006): «International Correlations Across Stock Markets and Industries: Trends and Patterns 1988-2002», *Applied Financial Economics*, vol. 16, n° 6, pp. 1171-83.



COLABORACIONES