

INFLUENCIA DE LA GLOBALIZACIÓN FINANCIERA SOBRE EL CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA REAL: PROPUESTA DE UN MARCO EXPLICATIVO

Sara Urionabarrenetxea Zabalandikoetxea, UPV/EHU

Amaia Bañales Mallo, UPV/EHU

José Domingo García Merino, UPV/EHU

RESUMEN

El objetivo principal del presente trabajo es establecer una relación entre el proceso de globalización financiera y el crecimiento de la economía real. Tras un análisis de los factores que rodean el concepto de globalización financiera, se estudia el efecto que el mismo surte sobre el nivel de desarrollo financiero, el cual a través de la reducción del coste de capital y la mejora de la eficiencia, deriva en un crecimiento de la economía real. Ahora bien, este planteamiento se ha condicionado a dos posibles limitaciones: por una parte, la posible causalidad inversa, es decir, que sea el curso de la propia economía real la que condicione el desarrollo financiero, y no al revés. Por otra parte, la existencia de distorsiones que pueden derivarse de los efectos negativos acarreados por la globalización financiera, o provocadas por factores ajenos al mismo.

PALABRAS CLAVE: globalización financiera, desarrollo financiero, crecimiento económico, causalidad inversa.

ABSTRACT

Our goal is to establish a connection between the financial globalization process and the real economy growth. After an analysis of the factors surrounding the financial globalization concept, we study its effect in the level of financial development, which through the capital cost reduction and the improvement of the efficiency, derives in a growth of the real economy. However, this approach has been conditioned by two possible limiting factors: on the one hand, the possible reverse causality, this means, that it is the development of the real economy itself the one that conditions the financial development, and not the other way around. On the other hand, the existence of distortions that can be due to the negative effects carried by the financial globalization, or caused by factors that have no relation with it.

KEY WORDS: financial globalization, financial development, economic growth, reverse causality.

1. INTRODUCCIÓN

La globalización financiera es un fenómeno que se está desarrollando de forma vertiginosa desde la década de los ochenta. Los efectos más evidentes de este proceso se han producido dentro del ámbito financiero, pero a

través de distintos canales también se han hecho sentir en la economía real. Así, el objetivo de este trabajo es establecer una relación entre el proceso de globalización financiera y el crecimiento de la economía real. Somos conscientes de que el desarrollo de la economía real depende de otros muchos y muy variados factores aparte del que nos ocupa, pero siempre es posible identificar y controlar una parte mayoritaria de estos factores, ajenos a la globalización financiera, y establecer una relación entre el factor financiero y la economía real.

Han sido diversos los estudios que han intentado analizar la vinculación existente entre la liberalización financiera –requisito imprescindible para la precipitación del proceso de globalización financiera– y el crecimiento económico observando, en general, una relación positiva entre ambas variables. Sin embargo, para analizar la relación existente entre globalización financiera y crecimiento económico propiamente, es necesario mejorar este planteamiento puesto que la liberalización financiera no equivale exactamente a la globalización; este último proceso requiere de otros factores que también deberían ser recogidos en el análisis.

Con esta finalidad, en el primer apartado se analizarán los factores que rodean el concepto de globalización financiera. A continuación, se estudiará el efecto que este nuevo contexto financiero surte sobre el nivel de desarrollo financiero, el cual a través de la reducción del coste de capital y la mejora de la eficiencia, deriva en un crecimiento de la economía real. Ahora bien, existen dos cuestiones principales que condicionan el planteamiento a realizar: por una parte, la posible causalidad inversa, es decir, que sea la propia economía real la que condicione el desarrollo financiero, y no al revés. Por otra parte, también se debe contemplar la posible existencia de distorsiones que condicionen los efectos de la globalización financiera sobre el crecimiento de la economía real. Estas distorsiones pueden derivarse de los efectos negativos acarreados por la globalización financiera, o por factores ajenos al mismo. Estas cuestiones serán analizadas en los tres últimos apartados.

2. DEFINICIÓN Y CARACTERÍSTICAS DEL PROCESO DE GLOBALIZACIÓN FINANCIERA

El concepto de globalización de los mercados financieros no siempre ha sido definido con claridad y exactitud por la literatura. La confusión ha residido, principalmente, en dos aspectos: las diferencias semánticas al referirse al mismo, y la controversia existente acerca de los requisitos que deben cumplirse para que se produzca.

Así, en lo referente a las diferencias semánticas, existen otros conceptos estrechamente relacionados con el de globalización como son los de *integración*, *internacionalización* o *liberalización financiera* que, a menudo, no se han distinguido con suficiente claridad, e incluso se han considerado como términos equivalentes.

La *globalización financiera* es un concepto que se refiere al incremento de las relaciones globales a través de los flujos financieros transnacionales (Prasad *et al.*, 2003: 7). La *integración financiera*, por su parte, se refiere a la vinculación de un país o conjunto de países a los mercados de capitales internacionales, dependiendo el grado de integración de la medida en que se expone a las influencias externas (Beckers, Connor y Curds, 1996). Ambos conceptos están íntimamente relacionados –la integración de todos los países nos conduciría a la globalización– y sería correcto utilizar indistintamente los términos de *integración financiera internacional* y *globalización financiera*; esta última es una integración financiera total, en su grado máximo, a escala mundial (Suzuki, 1990).

La *internacionalización financiera* es una consecuencia directa de un proceso de *liberalización financiera*. Esta última implica la eliminación de las barreras directas por parte de las autoridades competentes instauradas precisamente al objeto de impedir u obstaculizar la libre circulación internacional de los capitales financieros. El concepto de *internacionalización financiera* recoge las relaciones que se han desarrollado entre los sistemas financieros de varios países a través de las fronteras geográficas mediante un movimiento de flujos de capital transnacionales (Shirakawa, Okina y Shiratsuka, 1997), pero no tiene por qué producirse una interconexión entre el mercado del que es originario el inversor y el mercado en el que invierte. La *internacionalización financiera* implica la “movilidad” de activos –concepto definido por primera vez por Kenen (1976)–, es decir, la capacidad de comprar o vender activos transnacionales sin ningún impedimento y sin retrasos en el tiempo, pero no necesariamente la “sustitutividad” –voluntad por parte de los inversores para comerciar con los activos mencionados (Kenen, 1976)– que requiere un proceso de *globalización financiera*.

Para que los mercados financieros se integren debe ser posible actuar en mercados no domésticos sin restricciones, lo que requiere tanto la desregulación de los mercados financieros nacionales como la liberalización de los controles a los flujos financieros internacionales. Es de gran importancia la movilidad internacional del capital, porque la base de la globalización de los mercados financieros se encuentra en la posibilidad de trasladar gran volumen de capital de un mercado a otro de forma rápida y sin restricciones. Sin embargo, es posible que, a pesar de que no existan barreras, no haya voluntad entre los inversores para la compraventa de activos en mercados extranjeros debido, principalmente, a la existencia de barreras indirectas. Los procesos de liberalización financiera eliminan las barreras directas –las creadas expresamente por parte de las autoridades para influir sobre la actividad financiera internacional– pero no las barreras indirectas¹ –aquellos factores que pueden frenar la actividad internacional pero no se han establecido para tal finalidad–. Factores como las asimetrías de información, las diferencias idiomáticas y culturales o el riesgo país provocan un incremento del rendimiento exigido a activos financieros ubicados en países extranjeros y son fuente de segmentación entre distintos mercados financieros; de hecho, dan lugar a que la integración absoluta de los mercados financieros sea difícil de alcanzar.

A pesar de la dificultad de culminar totalmente el proceso de globalización financiera, existen distintos factores que pueden ayudar. El espectacular desarrollo de este proceso desde la década de los ochenta responde, en primer lugar, al acometimiento generalizado de procesos de liberalización financiera por parte de las autoridades que han hecho posible el traslado del capital de unos mercados financieros a otros. Ahora bien, las liberalizaciones financieras no serían suficientes si no fuera posible un traslado transfronterizo del capital rápido y sin excesivos costes adicionales. A este aspecto ha contribuido decisivamente el avance en las tecnologías de la información y la comunicación. También se ha avanzado en la creación y mejora de nuevos instrumentos financieros que permiten, por una parte, una mayor cobertura de los potenciales riesgos adicionales a los que el inversor pueda exponerse en su actividad internacional y, por otra, un incremento de las operaciones de arbitraje y de especulación en el ámbito mundial, con la consiguiente mejora en la eficiencia de los mercados financieros internacionales. Por último, al proceso de globalización de los mercados financieros también ha contribuido decisivamente el incremento, tanto en número como en patrimonio gestionado, de los inversores institucionales que cuentan con mejores recursos, tanto financieros como informacionales, para actuar en un entorno global.

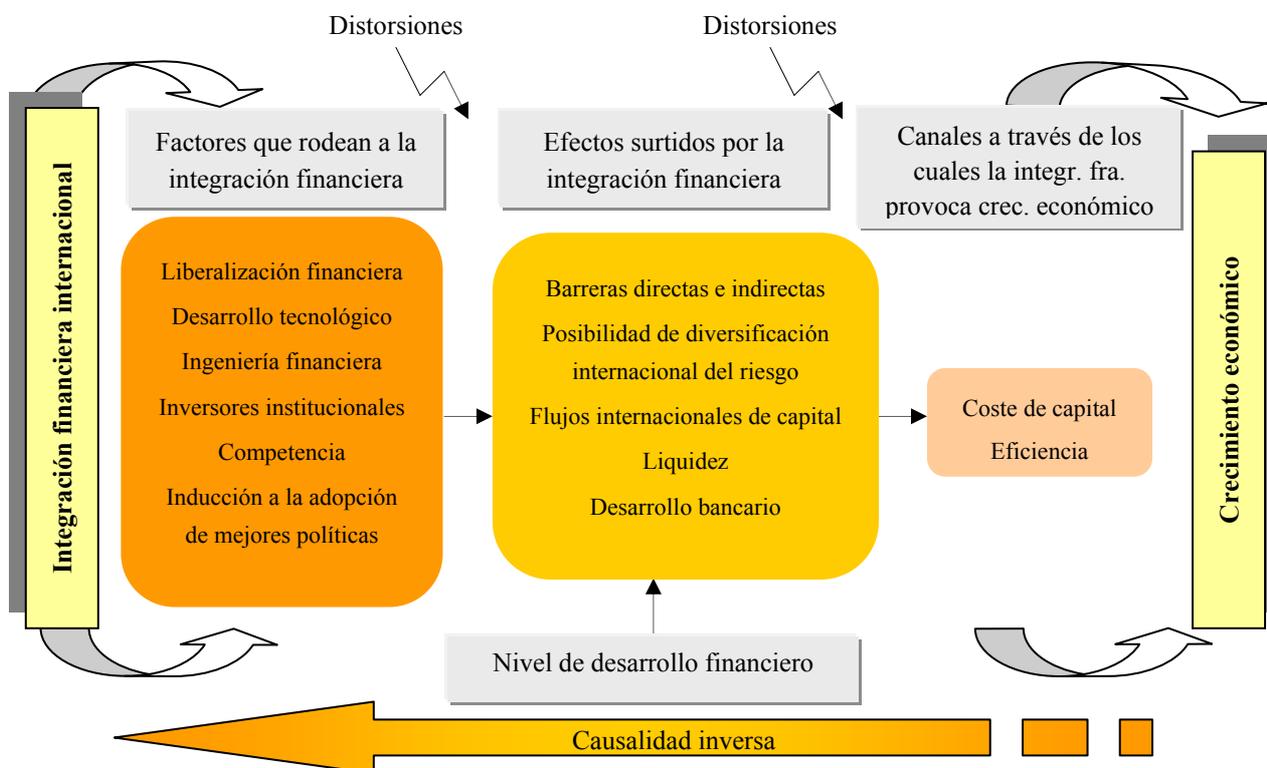
¹ Este tipo de barreras es la que marca la diferencia entre el concepto de *internacionalización financiera* y el de *integración financiera internacional*.

3. GLOBALIZACIÓN FINANCIERA Y CRECIMIENTO ECONÓMICO: PLANTEAMIENTO GENERAL

La literatura se ha centrado en analizar la influencia de los procesos de liberalización financiera sobre el crecimiento de la economía real, obviando el resto de las características que rodean a la globalización financiera. Una parte mayoritaria de los estudios empíricos desarrollados muestran una vinculación positiva y significativa entre ambas variables (Quinn, 1997; Klein y Oliver, 1999; Henry, 2000 y 2006; Bailliu, 2000; Bekaert, Harvey y Lundblad, 2001a, b y 2004; Arteta, Eichengreen y Wyplosz, 2001; Edwards, 2001; Edison, *et al.*, 2002; Eichengreen y Leblang, 2003; Bekaert y Harvey, 2004), aunque algunos constatan la posibilidad de que dicha relación pueda ser negativa (Grilli y Milesi-Ferretti, 1995; Kraay, 1998; Rodrik, 1998; Edwards, 2001). También hay quien no encuentra ninguna relación significativa (Prasad *et al.*, 2003)².

Con el objetivo de no ceñirnos a una única dimensión de la globalización financiera –las liberalizaciones financieras– como factor determinante del crecimiento de la economía real, en este trabajo se propone un esquema más amplio recogido en la figura 1.

Figura 1: canales a través de los cuales la integración financiera internacional puede propiciar el crecimiento económico



Fuente: elaboración propia

² Los distintos resultados obtenidos pueden ser debidos a la diferente composición de la muestra utilizada, tanto en términos de países como de periodo considerado, a las diferentes medidas de liberalización financiera empleadas o a diferentes factores no controlados.

Esta propuesta parte de los factores que rodean la globalización financiera, entre los cuales se encuentra la liberalización financiera. Un proceso de integración financiera internacional exige –además de la pertinente liberalización por parte de las autoridades competentes– de la concurrencia de ciertos factores en los mercados financieros objeto de integración, como que la liberalización financiera sea acompañada por un potencial tecnológico que posibilite la operativa en el ámbito mundial, la existencia de una ingeniería financiera preparada para la asunción de riesgos adicionales o la existencia de inversores institucionales dispuestos a dirigirse a cualquier parte del mundo si existe una oferta financiera atractiva. Si la liberalización financiera no va acompañada por estos factores, no provocará la integración de los mercados financieros. Además, la conjunción de todos estos factores provocará un aumento de la competencia entre los distintos mercados financieros en el ámbito mundial. La amenaza de que parte del negocio financiero pueda desviarse a mercados extranjeros y la oportunidad de apoderarse de parte del potencial extranjero, surte efectos positivos sobre los precios, la inversión y, en consecuencia, sobre el crecimiento económico.

Ante tal perspectiva, las autoridades competentes, tanto gobiernos como organismos nacionales e internacionales, se ven obligadas a adoptar políticas que faciliten las relaciones internacionales. La libertad en los flujos transnacionales de capital induce a los países a una mayor disciplina en la adopción de las políticas macroeconómicas, disminuyendo la frecuencia de los errores cometidos en este campo (Obstfeld, 1994). La mayor disciplina política puede conducir a una mayor estabilidad macroeconómica y financiera, asegurando una asignación más eficiente de los recursos y unas mayores tasas de crecimiento económico.

Estas nuevas características los mercados financieros favorecen el desarrollo financiero, y éste, a su vez, influye sobre ciertas dimensiones directamente relacionadas con el crecimiento económico, como el aumento de la eficiencia de los mercados financieros y a la disminución del coste de capital. Ambos aspectos serán objeto de análisis en el apartado siguiente.

Por último, el esquema propuesto recoge dos aspectos adicionales a tener en cuenta para no incurrir en errores a la hora de valorar las relaciones planteadas: la posible existencia de una causalidad inversa y de ciertas variables que pueden distorsionar los resultados, que serán estudiadas en el último apartado.

4. CADENA CAUSAL DESDE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL HASTA EL CRECIMIENTO ECONÓMICO

4.1. EL DESARROLLO FINANCIERO COMO CONSECUENCIA DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL

Los procesos de liberalización financiera han provocado un incremento en el nivel de desarrollo financiero de los países objeto de la liberalización (Klein y Olivei, 1999 y Bailliu, 2000). Si la liberalización la encuadramos en un contexto de progreso tecnológico, avances en ingeniería financiera e incremento de la actividad de los inversores institucionales –factores que acompañan a la liberalización en un proceso de integración financiera internacional– el desarrollo financiero provocado es aún más destacable. A su vez, la literatura económica ha establecido empíricamente una incuestionable relación entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico

real. Como consecuencia, integración financiera internacional y crecimiento económico están vinculados por el desarrollo financiero provocado por el primero el cual impulsa el crecimiento de la economía real.

Para una mejor comprensión de esta cadena de relaciones debemos analizar cuáles son las distintas dimensiones financieras que se han desarrollado debido al proceso de integración financiera internacional. El desarrollo financiero influye sobre el crecimiento económico a través de la reducción de barreras, tanto directas como indirectas, de la mejora de las oportunidades de diversificación del riesgo, del incremento de los flujos internacionales de capital, de la mayor provisión de liquidez y del desarrollo del sector bancario. A continuación analizamos estas dimensiones y la relación de cada una de ellas con la integración financiera internacional.

a) Reducción de las barreras directas e indirectas a la actividad financiera internacional

El deseo de los principales mercados financieros de ampliar su operativa en el ámbito internacional y de captar recursos de inversores extranjeros, les llevó a solicitar a las autoridades competentes la eliminación de las restricciones que impedían u obstaculizaban la libre operativa internacional. La desregulación de los mercados financieros y la reducción de los costes adicionales en el acceso y participación de inversores extranjeros en mercados domésticos, por parte de las instituciones reguladoras de los mercados financieros, han hecho que las barreras directas en operaciones internacionales sean cada vez menores. Las barreras indirectas también han sido objeto de reducción debido, principalmente, al avance tecnológico que facilita tanto la operativa en mercados extranjeros como la transmisión de información (Merton, 1992).

b) Diversificación internacional del riesgo

La accesibilidad a los mercados financieros extranjeros por parte de los inversores domésticos amplía las oportunidades de diversificación de las carteras, con la consecuente reducción en el riesgo de las mismas.

La diversificación del riesgo afecta al crecimiento económico mediante la alteración que puede provocar en la asignación de los recursos financieros (Levine, 1997). Las mayores posibilidades de reducir el riesgo pueden provocar una modificación de las decisiones de inversión, en el sentido de incluir en sus carteras proyectos con mayor rendimiento o menor riesgo, ya que en la medida en la que existan dichas posibilidades de diversificación menor será el riesgo conjunto de estos proyectos (Saint-Paul, 1992; Devereux y Smith, 1994 y Obstfeld, 1994). Las mejoras en las oportunidades de reducción del riesgo a través de la diversificación de las carteras pueden llevar a los inversores a acometer proyectos con unos mayores rendimientos esperados, dando lugar a un mayor crecimiento del PIB doméstico (Obstfeld, 1994 y Acemoglu y Zilibotti, 1997). No obstante, también es posible que el ahorro sea menos precavido y no se produzca tal crecimiento (Devereux y Smith, 1994³).

c) Aumento de los flujos internacionales de capital

El incremento de los flujos internacionales de capital que se ha producido en las dos últimas décadas influye sobre el desarrollo financiero porque surgen nuevas alternativas para la adquisición de fondos y el capital se vuelve más disponible. Los prestatarios no sólo dependerán de los fondos domésticos, pudiendo tomar prestado de mercados financieros extranjeros para invertir en el doméstico, e incluso en países extranjeros. El mayor volumen de flujos de capital conduce a una profundización y sofisticación de los mercados financieros,

³ La evidencia empírica que trata de relacionar directamente las posibilidades de diversificación de las carteras con el crecimiento económico a largo plazo es escasa y poco contundente. No se encuentra evidencia significativa de que los países con mayor potencial para diversificar sus carteras, y reducir su riesgo, sean los que mayor crecimiento logren (Levine y Zervos, 1998b y Bekaert, Harvey y Lunblad, 2001b).

incluyendo un incremento de las fuentes y usos de la financiación y una expansión de los productos, instrumentos y servicios disponibles para los inversores (Schmukler y Zoido-Lobaton, 2001). Así, tanto los prestamistas como los inversores cuentan con mayores oportunidades financieras.

d) Aumento de la liquidez de los mercados financieros

La actuación conjunta de los factores analizados anteriormente produce un aumento de la liquidez de los mercados financieros. Los costes tanto directos como indirectos en la actividad financiera internacional inhiben la liquidez e intensifican el riesgo de liquidez (Levine y Zervos, 1998a), mientras que la oportunidad de diversificar el riesgo internacionalmente aumenta los flujos de capital financieros en el extranjero, proveyéndolos de mayor liquidez. Si a ello le añadimos la agilidad operativa que proporciona el avance tecnológico y la disposición de los inversores institucionales a mover grandes volúmenes de capital transnacionalmente, el aumento de liquidez queda sobradamente justificado.

La relación entre la liquidez y el desarrollo económico se produce porque algunos proyectos de alto rendimiento requieren comprometer capital a largo plazo, pero los ahorradores no suelen querer renunciar al control de sus ahorros. Si el sistema financiero no consigue aumentar la liquidez de las inversiones a largo plazo, menos inversiones se dedicarán a proyectos de alto rendimiento (Levine, 1997). A través de unos mercados financieros líquidos, los ahorradores pueden comprar activos financieros y venderlos fácil y rápidamente si los desean recuperar reduciendo, así, la incertidumbre a la que se exponen. Simultáneamente, los mercados financieros transforman estos activos financieros líquidos en inversiones a largo plazo o procesos de producción ilíquidos⁴.

e) Desarrollo bancario

De forma paralela a la liberalización de los mercados financieros, se ha producido una liberalización del sector bancario⁵. La reducción de las restricciones impuestas a la entrada de los bancos extranjeros mejora la calidad, los precios ofrecidos y la disponibilidad de los servicios bancarios, tanto directa como indirectamente (Levine, 1996 y Caprio y Honohan, 1999). Respecto de la forma directa, los bancos extranjeros pueden traer nuevas y mejores habilidades –técnicas de gestión de riesgos más avanzadas, tecnología bancaria más sofisticada y nuevos productos financieros– a los bancos domésticos. De forma indirecta, la entrada de los bancos extranjeros incrementa la eficiencia de los domésticos a través de la estimulación de la competencia. La intensificación de la competencia ejerce presión a la baja de los beneficios y los gastos generales e impulsa la inversión en nuevas tecnologías con el objetivo de mejorar los servicios ofrecidos y no ceder cuota de mercado.

Además, los bancos extranjeros pueden acelerar el desarrollo de las instituciones que promueven los flujos de información sobre las empresas, por ejemplo, pueden animar el surgimiento de agencias de *rating* y empresas de contabilidad y auditoría. Incluso pueden estimular el desarrollo del marco de regulación y supervisión del sector. La presencia de bancos extranjeros, y la consiguiente mejora en la intermediación financiera, tiende a promover

⁴ En el plano empírico, Levine y Zervos (1998b) observaron que en los países en los que los mercados financieros son más líquidos, el PIB per capita real tiende a crecer más rápidamente durante las décadas siguientes, incluso después de haber controlado factores económicos, políticos y legales que pueden afectar al crecimiento a largo plazo. La relación positiva entre la liquidez de mercado y el crecimiento económico ha sido corroborada por diversos autores (Rousseau y Wachtel, 1998; Demirgüç-Kunt y Maksimovic, 1998 y Levine, 2001).

⁵ El desarrollo de los mercados financieros necesariamente debe ir acompañado por un desarrollo de los intermediarios financieros porque, en cierta medida, ambos resultan sustitutivos. La financiación intermediada y la no intermediada resultan vías complementarias que proporcionan financiación con características diferentes. De hecho, el nivel de desarrollo de los mercados financieros está altamente correlacionado con el desarrollo bancario y no bancario (Demirgüç-Kunt y Levine, 1996b y Lusinyan, 2002).

un sistema doméstico más eficiente, beneficiando a la productividad y al crecimiento (Greenwood y Jovanovic, 1990; Bencivenga y Smith, 1991; King y Levine, 1993b; Bencivenga, Smith y Starr, 1995 y Levine, 2001).

4.2. EL CRECIMIENTO ECONÓMICO COMO CONSECUENCIA DEL DESARROLLO FINANCIERO

Uno de los mayores beneficios de la globalización financiera, sobre todo para los mercados emergentes, es el desarrollo de sus sistemas financieros, dando lugar a unos mercados financieros más líquidos y mejor regulados. Levine (2001 y 2004) asegura que un sistema financiero que funcione mejor es la clave para el crecimiento.

En un trabajo pionero publicado en 1969, Goldsmith observó que existía cierto paralelismo entre desarrollo financiero y económico. Una buena estructura financiera de la economía “acelera el crecimiento económico y mejora el comportamiento económico en la medida en que facilita la migración de los fondos a su mejor uso, es decir, lo localiza en el sistema económico en el que mayor rendimiento ofrezca” (Goldsmith, 1969: 400). Posteriormente, McKinnon (1973) y Shaw (1973) corroboran estos resultados.

Sin embargo, estos primeros trabajos cuentan con tres limitaciones principales:

- La medida de desarrollo financiero utilizada fue el valor de los activos de los intermediarios financieros con respecto al producto nacional bruto, cuando es posible que el tamaño de los intermediarios financieros no recoja adecuadamente el funcionamiento del sistema financiero.
- No se realiza un control sistemático de otros factores que influyen sobre el crecimiento económico (Levine y Renelt, 1992). En la relación entre el desarrollo financiero y el crecimiento de la economía real pueden interferir ciertos factores económicos, sociales o legales que pueden hacer variar la intensidad de esta relación e incluso su signo positivo o negativo.
- Por último, reconocido por el propio Goldsmith, la relación entre el tamaño del sistema financiero y el crecimiento económico no establece la dirección de la causalidad, es decir, no se puede asegurar que los factores financieros sean responsables de la aceleración del desarrollo económico o si, por el contrario, el desarrollo financiero es un reflejo del crecimiento económico, cuyos motivos principales habría que buscar en otros factores.

Con respecto a la primera limitación⁶, los primeros trabajos que empiezan a relacionar el desarrollo financiero con el crecimiento económico identifican el desarrollo financiero con el desarrollo bancario, debido a la importancia de los intermediarios financieros en la asignación de los recursos en la economía y también por una razón tan operativa como que la disponibilidad de datos es más amplia para la realización del estudio empírico.

En el proceso de transformación del ahorro en inversión, los intermediarios financieros absorben recursos, es decir, una unidad monetaria ahorrada genera menos de una unidad para la inversión. El diferencial se dirige a los bancos por la diferencia entre el tipo comprador y vendedor y a otros agentes intermediarios en concepto de comisiones o tasas. Si la globalización financiera impulsa el desarrollo de los intermediarios financieros se posibilita la reducción de la fuga de estos recursos, produciéndose de esta forma un incremento en la economía

⁶ Las otras dos limitaciones serán analizadas en los apartados 5.3 y 5.1, respectivamente.

real (Pagano, 1993). Numerosos estudios empíricos han confirmado esta relación (King y Levine, 1993a y b; Levine, 1998 y 1999; De Gregorio y Guidotti, 1995; Levine, Loayza y Beck, 2000)⁷.

Todos ellos omiten la consideración del nivel de desarrollo de los mercados financieros, cuando es evidente que el análisis del nivel de desarrollo financiero necesariamente debe abarcar, además del sector bancario, los mercados financieros. En este sentido, Atje y Jovanovic (1993), Demirgüç-Kunt y Levine (1996a y b), Demirgüç-Kunt y Maksimovic (1996a), Levine y Zervos (1996, 1998b) y Errunza (2001) examinaron el efecto del desarrollo de los mercados financieros sobre el crecimiento económico, observando una relación positiva entre ambas variables⁸. Por su parte, Levine y Zervos (1998b), Rousseau y Wachtel (2000), Khan y Senhadji (2000), Arestis, Demetriades y Luintel (2001), Levine (2004) y Beck y Levine (2004) estudiaron cómo afectan sobre el crecimiento económico tanto el desarrollo bancario como el de los mercados financieros, concluyendo que ambas dimensiones financieras se encuentran relacionadas con el crecimiento de la economía real.

Las distintas dimensiones del desarrollo financiero –la reducción de los costes de transacción, el aumento de los flujos de capital internacionales, la mayor liquidez de los mercados, las mayores posibilidades de diversificación del riesgo o el desarrollo bancario– desembocan en dos dimensiones principales –la reducción del coste de capital y el incremento de la eficiencia en la asignación de los recursos– que constituyen los canales directos a través de los cuales el plano financiero repercute sobre el real. La reducción del coste de capital hará posible que un mayor número de inversiones reales sean viables; en unos mercados financieros más eficientes los inversores evaluarán los proyectos con más acierto y elegirán aquellos que resulten más prometedores. La mejor asignación del capital deriva en crecimiento económico porque se incrementa la productividad total del capital. Así, el desarrollo financiero no parece encontrarse significativamente asociado a una mayor acumulación del capital, sino a un mayor crecimiento de la productividad, es decir, una mejora en la asignación del capital (Greenwood y Jovanovic, 1990; King y Levine, 1993a; Beck, Levine y Loayza, 2000 y Galindo, Schiantarelli y Weiss, 2002)⁹.

5. LIMITACIONES A LA CADENA CAUSAL PROPUESTA

5.1. POSIBLE EXISTENCIA DE UNA CAUSALIDAD INVERSA

En el planteamiento realizado hasta el momento hemos observado la relación existente entre, por una parte, la integración financiera internacional y el desarrollo financiero y, por otra, entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico. Sin embargo, esto no implica necesariamente que el primer factor constituya la causa del segundo, ni que éste sea causal del tercero. La política de apertura financiera de un país puede ser endógena o dependiente, en cierta medida, del desarrollo del sistema financiero y éste puede ser, a su vez, endógeno al crecimiento económico. La existencia de la endogeneidad nos lleva a determinar la dirección de la causalidad.

⁷ Las cuatro medidas más utilizadas de desarrollo financiero han sido: medida del tamaño de los intermediarios financieros o profundidad, medida del grado en el que el banco central asigna créditos con respecto a los bancos comerciales, crédito asignado a las empresas privadas/crédito doméstico total (excluyendo los créditos a los bancos) y crédito asignado a las empresas privadas/PIB. Respecto de las medidas de crecimiento económico, las más extendidas son: la tasa media de crecimiento del PIB per capita real, la tasa media de acumulación del capital físico y el crecimiento de la productividad (mejoras en la eficiencia económica).

⁸ Las medidas de desarrollo de los mercados financieros más utilizadas por la literatura son las siguientes: el tamaño de los mercados financieros (capitalización del mercado/PIB), el logaritmo del número de empresas domésticas y la rotación de los mercados financieros como medida de liquidez.

⁹ Chen y Khan (1997) y Lusinyan (2002) muestran la existencia de una relación simultánea entre el crecimiento económico, el coste de capital y la eficiencia financiera.

Respecto de la primera relación –integración financiera internacional y desarrollo financiero–, es habitual que los gobiernos liberalicen los mercados financieros e impulsen su integración en respuesta a la anormalmente alta demanda de la inversión en los años previos o en anticipación de los futuros *shocks* a la productividad marginal del capital (Henry, 2000). Además, cuanto más desarrollado esté el sistema financiero mayor capacidad tendrá para asumir exitosamente el posible crecimiento. Si los gobiernos decidieran liberalizar los mercados financieros, la tasa de crecimiento de la inversión real se incrementaría tras la liberalización financiera, pero no por la liberalización propiamente, sino por las expectativas favorecedoras que llevaron a tal liberalización. El incremento esperado de la productividad marginal del capital causaría tanto la liberalización financiera como el crecimiento de la inversión, por tanto, a pesar de la correlación entre ambos conceptos, la liberalización financiera no constituiría la causa del incremento de la inversión.

En cuanto a la segunda relación planteada se puede producir un sesgo de simultaneidad, es decir, el desarrollo financiero puede afectar sobre el crecimiento económico, pero también es posible que el crecimiento económico afecte sobre el desarrollo financiero (Patrick, 1966). El problema que se nos puede presentar es que exista una causalidad inversa a la planteada en la figura 1. Incluso es posible que no exista tal causalidad y ambos efectos pueden ser conducidos por unas variables comunes omitidas (Rajan y Zingales, 1998).

Al objeto de arrojar luz sobre esta cuestión, algunos estudios analizan si el nivel de desarrollo financiero al inicio del periodo de la muestra considerada predice la tasa de crecimiento económico de los años posteriores (King y Levine, 1993b y Levine y Zervos, 1998b). Se observa que este factor tiene un poder predictivo del crecimiento económico futuro, una vez controlados otros factores que puedan distorsionar el resultado. Por tanto, llegaron a la conclusión de que las finanzas no siguen simplemente a la actividad económica.

Sin embargo, estos estudios no recogen formalmente el sesgo de simultaneidad y, por tanto, no aseguran la existencia de causalidad en la relación planteada. Por una parte, la metodología estadística utilizada no permite que diferentes países cuenten con comportamientos distintos con respecto a la causalidad. Además, el desarrollo financiero puede predecir el crecimiento simplemente porque el sistema financiero se desarrolla en anticipación al crecimiento económico futuro. Podríamos pensar que si el desarrollo financiero se produce de forma anticipada en el tiempo, no puede producirse como respuesta a las necesidades de la economía real, sino como causa del crecimiento económico. Sin embargo, este argumento no es válido formalmente porque el desarrollo financiero puede ser un indicador adelantado del crecimiento, es decir, los mercados financieros pueden anticipar el incremento de la actividad económica y desarrollarse en anticipación a esta actividad. Los mercados financieros capitalizan el valor actual de las oportunidades de crecimiento, mientras que las instituciones financieras prestan más capital si consideran que la economía va a crecer. Por tanto, el desarrollo financiero simplemente puede constituir un indicador anticipado y no un factor causal (Rajan y Zingales, 1998)¹⁰.

Por ello, resulta conveniente recurrir a estudios que incorporen una corrección de la causalidad con base econométrica. Algunos autores han encontrado evidencia de que existe bidireccionalidad en la causalidad entre desarrollo financiero y crecimiento económico (Jung 1986; Engle y Granger, 1987; Granger, 1988; Johansen, 1988; Thornton, 1995; Ahmed y Ansari, 1998; Neusser y Kugler, 1998), aunque dependiendo de las

¹⁰ Los propios Rajan y Zingales (1998) y, posteriormente, Love (2001), Galindo, Micco y Ordóñez (2002) y Kaminsky y Schmukler (2003) intentan avanzar en el estudio de la causalidad entre las dos variables planteadas centrándose en los mecanismos teóricos a través de los cuales el desarrollo financiero afecta al crecimiento económico.

características de los países analizados la intensidad de la causalidad varía en un sentido u otro. Sin embargo, otros autores han demostrado que la relación positiva entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico no se debe al sesgo de simultaneidad (Levine, 1998 y 1999 y Levine, Loayza y Beck, 2000). Lo que sí parece claro es que no se produce únicamente una causalidad en la dirección inversa a la apuntada en la figura 1.

5.2. LA INTEGRACIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL COMO POSIBLE FUENTE DE INHIBICIÓN DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO

En el apartado 3 se ha establecido el marco a través del cual la integración financiera internacional puede impulsar el crecimiento de la economía real. Sin embargo, es posible que el propio proceso de integración dé lugar al efecto contrario, es decir, a la inhibición del crecimiento económico o, al menos, a la aminoración del efecto positivo esperado según el planteamiento propuesto.

El motivo fundamental sería que la propia liberalización financiera a menudo ha sido fuente de volatilidad e inestabilidad financiera. Los procesos de liberalización financiera tienden a incrementar la volatilidad del rendimiento de los activos financieros (Levine y Zervos, 1998a) y la posible mayor inestabilidad implica un mayor riesgo para la inversión, obstaculizando la mayor fuente de crecimiento económico. En épocas de crisis las inversiones en investigación y desarrollo, infraestructuras y los gastos con el fin de incrementar la productividad tienden a limitarse, frenando el crecimiento a largo plazo (Greenwald y Stiglitz, 1990).

Los flujos que experimentan mayor volatilidad e inestabilidad son los de corto plazo, que mayoritariamente son especulativos y no están dirigidos a financiar inversiones productivas a largo plazo, en cuyo caso la influencia sobre la economía real no sería muy grande¹¹. Sin embargo, si la inestabilidad financiera se acentúa es posible que traspase el efecto sobre los flujos a corto plazo afectando negativamente a las inversiones productivas.

A pesar de la existencia de una innegable asociación entre volatilidad e inestabilidad financiera con los procesos de liberalización, no es menos cierto que su intensidad varía de unos países a otros. Las propias características de los países provocan que estos efectos negativos, así como los positivos, adquieran mayor o menor intensidad. Por ejemplo, un país con una política macroeconómica inestable e inconsistente y una inadecuada supervisión financiera es propenso a sufrir inestabilidades agudas, mientras que en entornos macroeconómicos sólidos con instituciones sólidas es más probable que los efectos positivos superen a los negativos.

Las características propias de los países impulsan o frenan el posible crecimiento económico que puede provocar la integración financiera internacional. Las condiciones de los países que afectan sobre los efectos tanto positivos como negativos, que surte un proceso de liberalización sobre el crecimiento serán analizadas a continuación.

5.3. DISTORSIONES AJENAS AL PROCESO DE INTEGRACIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL

Ante un proceso de integración financiera internacional, la respuesta de los diferentes países no es siempre la misma, lo cual demuestra que los resultados de la integración no dependen solo del propio proceso, sino también de otras variables (figura 2), como la coyuntura económica, la distribución de los recursos del país, las políticas

¹¹ Durham (2003) analiza el efecto de los distintos tipos de flujos de capital sobre el crecimiento económico.

desarrolladas por las autoridades competentes, etc. Para conocer la relación existente entre integración financiera internacional y crecimiento económico es necesario controlar los efectos provenientes de estos factores.

a) Condiciones iniciales del país. Un proceso de integración financiera internacional puede desarrollarse de forma muy distinta dependiendo de las condiciones económico-financieras, sociales y gubernamentales con las que cuenta el país objeto de integración en el momento de iniciar el proceso.

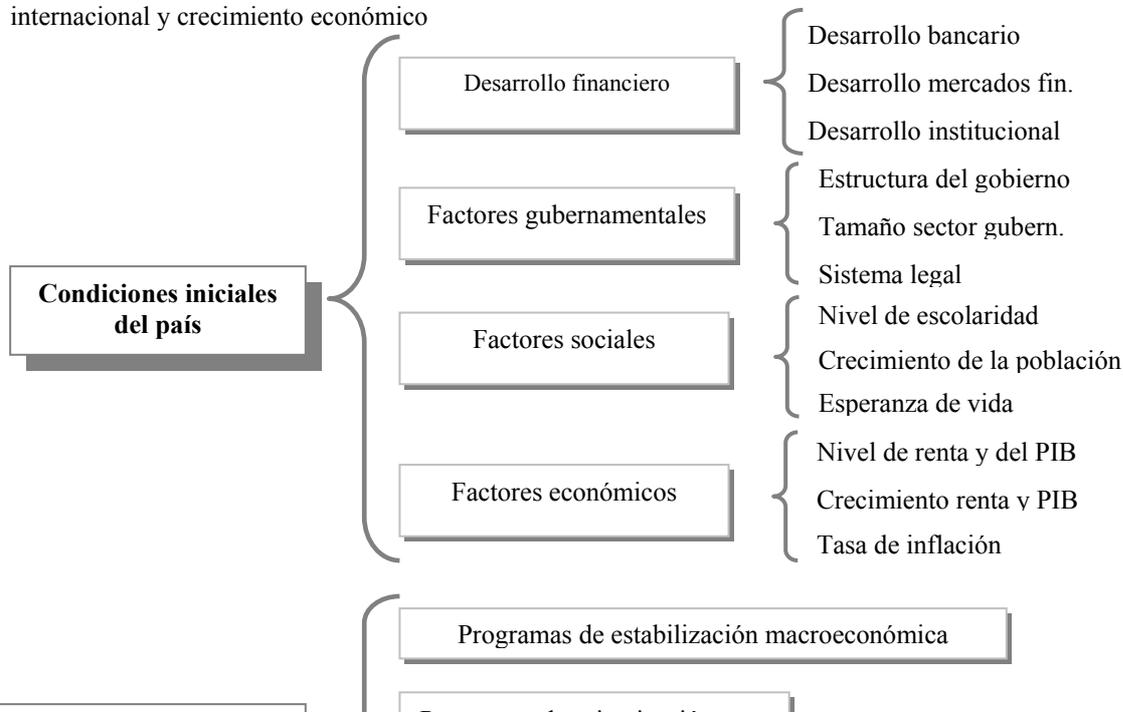
- Desarrollo financiero: el cual puede ser dividido en tres dimensiones principales: el desarrollo bancario internacional (Bailliu, 2000; Edison, Levine, Ricci y Sløk, 2002 y Bekaert, Harvey y Lundblad, 2001a), el de los mercados financieros (Edison, Levine, Ricci y Sløk, 2002) y el desarrollo de las instituciones que avalan la actividad de los dos anteriores (Arteta, Eichengreen y Wyplosz, 2001 y Edwards, 2001).

- Factores gubernamentales: tales como el hecho de que el gobierno de un país cuente o no con instituciones democráticas (Bekaert, Harvey y Lundblad, 2001b), el grado de intervencionismo de los gobiernos sobre la actividad económica (Bekaert, Harvey y Lundblad, 2001a y b, y Tavares y Wacziarg, 2001), en el sentido de que cuanto mayor es el tamaño del sector público menor es el crecimiento económico producido por un proceso de integración financiera internacional y, por último, el sistema legal vigente condiciona las relaciones que se producen entre los distintos agentes económicos (La Porta *et al.*, 1997 y 2000).

- Factores sociales: el nivel de escolaridad es un factor que influye positivamente (Barro y Sala i Martín, 1995; Quinn, 1997; Kraay, 1998; Bekaert, Harvey y Lundblad, 2001a y b; Arteta, Eichengreen y Wyplosz, 2001; Edison, Levine, Ricci y Sløk, 2002; Edison, Klein, Ricci y Sløk, 2002 y McLean y Shrestha, 2002); el crecimiento de la población (Bekaert, Harvey y Lundblad, 2001b; Quinn, 1997; Kraay, 1998 y Edison, Klein, Ricci y Sløk, 2002), ya que un crecimiento positivo de la población posibilita un mayor crecimiento económico y, siguiendo el mismo razonamiento, la esperanza de vida está asociada positivamente con el crecimiento económico (Bekaert, Harvey y Lundblad, 2001b).

- Factores económicos: los niveles de renta y de PIB al inicio del proceso de integración (Edison, Levine, Ricci y Sløk, 2002; Edison, Klein, Ricci y Sløk, 2002; Quinn, 1997; Kraay, 1998 y Edwards, 2001), la tasa de crecimiento de ambos factores (Henry, 2000 y Edison, Levine, Ricci y Sløk, 2002) y la tasa de inflación (Barro, 1997; Bekaert, Harvey y Lundblad, 2001a y b) son factores que pueden condicionar el crecimiento económico.

Figura 2: factores a controlar en el establecimiento de una relación causal entre integración financiera internacional y crecimiento económico



Fuente: elaboración propia

b) Implantación simultánea de otras reformas económicas. La puesta en marcha de otras reformas económicas coincidiendo con el periodo de liberalización financiera también puede influir en el impulso a la inversión real. Las principales reformas económicas que, habitualmente, acompañan a un proceso de liberalización financiera son cuatro: los programas de estabilización macroeconómica que incorporan medidas como el control de la tasa de crecimiento del índice del precio al consumo y del balance gubernamental (Edison, Levine, Ricci y Sløk, 2002); la liberalización del sector comercial (Bekaert, Harvey y Lundblad, 2001b y McLean y Shrestha, 2002); los programas de privatización para evitar que la actividad empresarial no responda a razones puramente económicas y, por último, la flexibilización de los controles de divisas (Henry 2000).

c) Secuencia de la apertura y su desarrollo. El hecho de que la liberalización financiera se inicie antes que la comercial puede provocar efectos de distorsión importantes (Edwards, 1987; McKinnon, 1991 y Arteta, Eichengreen y Wyplosz, 2001). La apertura financiera estimula el crecimiento cuando la mayor parte de las distorsiones comerciales y desequilibrios macroeconómicos están eliminados.

Por otra parte, por mucho que se produzcan liberalizaciones financieras, si no van seguidas de aumentos de los flujos internacionales de capital, no se producirán descensos en el coste de capital para las empresas ni aumentos en la eficiencia de los mercados financieros y, por tanto, tampoco se producirán incrementos en el nivel de crecimiento económico. Cuanta mayor sea la capacidad del proceso de liberalización para atraer flujos de capital extranjeros, mayor crecimiento económico se producirá. Además del volumen, también resulta determinante la composición de estos flujos. Si predominan los flujos de capital a corto plazo se generan mayores inestabilidades, dado el carácter especulativo que presenta este tipo de flujos. Su incidencia en el nivel de crecimiento será poco significativa. Si, por el contrario, predominan los flujos a largo plazo, dirigidos a la inversión real, el crecimiento provocado puede ser muy superior.

d) Ciclo económico. Es habitual que las autoridades gubernamentales hagan coincidir la fecha de la liberalización financiera con un punto álgido del ciclo económico mundial. Consecuentemente, si no se controla el efecto de esta variable, es posible que el incremento del crecimiento sea debido al momento favorecedor del ciclo económico y no tanto a la liberalización propiamente (Henry, 2000). Si no se considera este factor se puede sobrevalorar el efecto producido por el proceso de liberalización financiera.

El control de las cuatro variables principales planteadas hace que la relación entre la integración financiera internacional y el crecimiento económico se debilite, es decir, los estudios que observan una relación positiva entre ambas variables descubren que la integración financiera por sí misma, sin ningún otro factor que la apoye, es menor que si no se controlara ninguno de los factores recogidos en la figura 2, aunque sigue siendo positiva (Henry, 2000). Ahora bien, no todos los factores presentados influyen en la misma medida en la relación entre la integración financiera internacional y el crecimiento económico, e incluso algunos pueden tener una influencia nula para periodos y muestras de países concretos.

6. CONCLUSIONES

Las conclusiones que se desprenden del trabajo realizado son las siguientes:

1. El concepto de globalización financiera integra ciertos factores que favorecen el aumento del nivel de desarrollo financiero: reducción de las barreras directas e indirectas a la actividad financiera internacional, posibilidad de diversificar el riesgo internacionalmente, incremento de los flujos financieros internacionales, aumento de la liquidez de los mercados financieros y desarrollo bancario. Todos ellos, de forma conjunta y simultánea provocan un incremento en el nivel de desarrollo financiero del país en proceso de integración.
2. Las distintas dimensiones del desarrollo financiero derivan, por un lado, en la reducción del coste de capital que hace posible que un mayor número de inversiones reales sean viables y, por otro, en el incremento de la eficiencia en la asignación de los recursos, cuando en unos mercados financieros más eficientes los inversores evaluarán los proyectos con más acierto y elegirán los que resulten más prometedores. Ambos constituyen los canales a través de los cuales el plano financiero repercute sobre el real.
3. La globalización financiera favorece el desarrollo financiero y éste, a su vez, el crecimiento económico. Ahora bien, esto no implica necesariamente que el primer factor constituya la causa de que se produzca el segundo factor, ni que el segundo factor sea causal del tercero. En ambas relaciones puede producirse el fenómeno de la endogeneidad, el cual nos lleva a determinar la dirección de la causalidad. Incluso se podría producir una causalidad inversa, es decir, la opuesta a la planteada inicialmente.
4. El propio proceso de integración financiera internacional puede ser fuente de inhibición del crecimiento económico debido a que bajo ciertas circunstancias puede acarrear incremento de la volatilidad de las distintas magnitudes financieras e incluso inestabilidades financieras. La exposición a estos mayores riesgos hace que las inversiones en investigación y desarrollo, infraestructuras y los gastos con el fin de incrementar la productividad tienden a limitarse, frenando el crecimiento a largo plazo.
5. Los efectos asociados a la globalización financiera no dependen únicamente del propio proceso, sino también de otro tipo de factores, ajenos al mismo. Las condiciones iniciales del país inmerso en el proceso de globalización –nivel de desarrollo financiero y factores gubernamentales, sociales y económicos, fundamentalmente–, la implantación simultánea de otras reformas económicas, la secuencia de la apertura y su desarrollo y, por último, el ciclo económico son factores que pueden condicionar significativamente la relación entre globalización financiera y crecimiento económico.

7. BIBLIOGRAFÍA

- ACEMOGLU, D. y F. ZILIBOTTI (1997): "Was prometheus unbound by chance? Risk, diversification and growth". *Journal of Political Economy*, vol. 105, nº 4, pp. 709-751.
- AHMED, S.N. y M.I. ANSARI (1998): "Financial sector development and economic growth: the south-asian experience". *Journal of Asian Economics*, vol. 9, pp. 503-517.
- ARESTIS, P.; P.O. DEMETRIADES y K.B. LUIINTEL (2001): "Financial development and economic growth: the role of stock markets". *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 33, pp. 16-41.
- ARTETA, C.; B. EICHENGREEN y C. WYPLOSZ (2001): "When does capital account liberalization help more than it hurts?". *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper*, nº 8414, Cambridge, pp. 39.

- ATJE, R. y B. JOVANOVIĆ (1993): "Stock markets and development". *European Economic Review*, vol. 37, pp. 632-640.
- BAILLIU, J.N. (2000): "Private capital flows, financial development, and economic growth in developing countries". *Working Paper del Banco de Canadá*, n° 15, pp. 22.
- BARRO, R.J. y X. SALA-I-MARTIN (1995): *Economic growth*. McGraw-Hill, New York.
- BARRO, R. (1997): *Determinants of economic growth*. MIT Press, Cambridge.
- BECK, T. y R. LEVINE (2004): "Stock markets, banks, and growth: panel evidence". *Journal of Banking and Finance*, vol. 28, pp. 423-442.
- BECK, T.; R. LEVINE y N. LOAYZA (2000): "Finance and the sources of growth". *Journal of Financial Economics*, vol. 58, pp. 261-300.
- BECKERS, S.; G. CONNOR y R. CURDS (1996): "National versus global influences on equity returns". *Financial Analysts Journal*, vol. 52, n° 2, marzo/abril, pp. 31-39.
- BEKAERT, G.; C.R. HARVEY y C. LUNDBLAD (2001a): "Emerging equity markets and economic development". *Journal of Development Economics*, vol. 66, pp. 465-504.
- BEKAERT, G.; C.R. HARVEY y C. LUNDBLAD (2001b): "Does financial liberalization spur growth?". *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper*, n° 8245, Cambridge, pp. 65.
- BEKAERT, G.; C.R. HARVEY, C. LUNDBLAD y S. SIEGEL (2004): "Global growth opportunities and market integration". *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper*, n° 10990, Cambridge, pp. 47.
- BENCIVENGA, V.R. y B.D. SMITH (1991): "Financial intermediation and endogenous growth". *Review of Economic Studies*, vol. 58, n° 2, pp. 195-209.
- BENCIVENGA, V.R.; B.D. SMITH y R.M. STARR (1995): "Transaction costs, technological choice, and endogenous growth". *Journal of Economic Theory*, vol. 67, n° 1, pp. 53-117.
- CAPRIO, G. y P. HONOHAN (1999): "Restoring banking stability: beyond supervised capital requirements". *Journal of Economic Perspectives*, vol. 13, pp. 43-64.
- CHEN, Z. y M.S. KHAN (1997): "Patterns of capital flows to emerging markets: a theoretical perspective". *International Monetary Fund (IMF) Working Paper*, n° 13, pp. 32.
- DE GREGORIO, J. y P.E. GUIDOTTI (1995): "Financial development and economic growth". *World Development*, vol. 23, n° 3, pp. 433-448.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A. y V. MAKSIMOVIC (1998): "Law, finance and firm growth". *Journal of Finance*, vol. 53, pp. 2.107-2.137.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A. y R. LEVINE (1996a): "Stock market, corporate finance, and economic growth: an overview". *World Bank Economic Review*, vol. 10, pp. 223-240.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A. y R. LEVINE (1996b): "Stock market development and financial intermediaries: stylized facts". *World Bank Economic Review*, vol. 10, n° 2, pp. 291-322.

DEVEREUX, M.B. y G.W. SMITH (1994): "International risk sharing and economic growth". *International Economic Review*, vol. 35, n° 4, pp. 535-550.

DURHAM, J.B. (2003): "Foreign Portfolio Investment, Foreign Bank Lending, and Economic Growth". *Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers*, n° 757, pp. 35.

EDISON, H.J.; M. KLEIN, L. RICCI y T. SLØK (2002): "Capital account liberalization and economic performance: survey and synthesis". *International Monetary Fund (IMF) Working Paper*, n° 120, pp. 38.

EDISON, H.J.; R. LEVINE, L. RICCI y T. SLØK (2002): "International financial integration and economic growth". *Journal of International Money and Finance*, vol. 21, n° 6, pp. 749-776.

EDWARDS, S. (1987): "Sequencing economic liberalization in developing countries". *Finance and Development*, marzo, pp. 26-29.

EDWARDS, S. (2001): "Capital mobility and economic performance: are emerging economies different?". *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper*, n° 8076, Cambridge, pp. 32.

EICHENGREEN, B. y D. LEBLANG (2003): "Capital account liberalization and growth: was Mr. Mahathir right?". *International Journal of Finance and Economics*, vol. 8, n° 3, pp. 205-224.

ENGLE, R.F. y C.W.J. GRANGER (1987): "Co-integration and error correction: representation, estimation and testing". *Econometrica*, vol. 55, pp. 251-276.

ERRUNZA, V. (2001): "Foreign portfolio equity investments, financial liberalization, and economic development". *Review of International Economics*, vol. 9, n° 4, pp. 703-726.

GALINDO, A.; A. MICCO y G. ORDÓÑEZ (2002): "Financial liberalization and growth: empirical evidence". *Inter-American Development Bank (IADB)*, mayo, Washington, pp. 35.

GALINDO, A.; F. SCHIANTARELLI y A. WEISS (2002): "Does financial liberalization improve the allocation of investment?". *Boston College Working Papers in Economics*, n° 503, pp. 40.

GOLDSMITH, R. (1969): *Financial structure and development*. Yale University Press, New Haven.

GRANGER, C.W.J. (1988): "Some recent developments in a concept of causality". *Journal of Econometrics*, vol. 39, pp. 199-211.

GREENWALD, B. y J. E. STIGLITZ (1990): "Financial market imperfections and productivity growth". *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 13, pp. 321-345.

GREENWOOD, J. y B. JOVANOVIĆ (1990): "Financial development, growth, and the distribution of income". *Journal of Political Economy*, vol. 98, n° 5, pp. 1.076-1.107.

GRILLI, V. y G.M. MILESI-FERRETTI (1995): "Economic effects and structural determinants of capital controls". *International Monetary Fund Staff Papers*, vol. 42, n° 3, pp. 517-551.

HENRY, P. (2000): "Do stock market liberalizations cause investment booms?". *Journal of Financial Economics*, vol. 58, pp. 301-334.

HENRY, P. (2006): "Capital account liberalization: Theory, evidence, and speculation". *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper*, n° 7384, Cambridge, pp. 84

- JOHANSEN, S. (1988): "Statistical analysis of co-integrating vectors". *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 12, pp. 231-254.
- JUNG, W.S. (1986): "Financial development and economic growth: international evidence". *Economic Development and Cultural Change*, vol. 34, pp. 336-346.
- KAMINSKY, G.L. y S.L. SCHMUKLER (2003): "Short-run pain, long-run gain. The effects of financial liberalization". *International Monetary Fund (IMF) Working Paper*, n° 34, pp. 59.
- KENEN, P. (1976): *Capital mobility and financial integration: a survey*. Princeton University Press, New Jersey.
- KHAN, M.S. y A.S. SENHADJI (2000): "Financial development and economic growth: an overview". *International Monetary Fund (IMF) Working Paper*, n° 209, diciembre, pp. 24.
- KING, R.G. y R. LEVINE (1993a): "Finance, entrepreneurship and growth". *Journal of Monetary Economics*, vol. 32, n° 3, pp. 513-542.
- KING, R.G. y R. LEVINE (1993b): "Finance and growth: Schumpeter might be right". *Quarterly Journal of Economics*, vol. 108, pp. 717-737.
- KLEIN, M. y G. OLIVEI (1999): "Capital account liberalization, financial depth and economic growth". *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper*, n° 7384, Cambridge, pp. 47.
- KRAAY, A. (1998): "In search of the macroeconomic effect of capital account liberalization". *World Bank Group Manuscript*, 1 de octubre, pp. 45.
- LA PORTA, R.; F. LOPEZ DE SILANES, A. SHLEIFER y R.W. VISHNY (1997): "Legal determinants of external finance". *Journal of Finance*, vol. 52, n° 3, pp. 1.131-1.150.
- LA PORTA, R.; F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER y R.W. VISHNY (2000): "Investor protection and corporate governance". *Journal of Financial Economics*, vol. 58, pp. 3-27.
- LEVINE, R. (1996): "Foreign banks, financial development, and economic growth". En *International Financial Markets*. American Enterprise Institute Press, Washington.
- LEVINE, R. (1997): "Financial development and economic growth: views and agenda". *Journal of Economic Literature*, vol. 35, pp. 688-726.
- LEVINE, R. (1998): "The legal environment, banks, and long-run economic growth". *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 30, n° 3, parte. 2, pp. 596-613.
- LEVINE, R. (1999): "Law, finance, and economic growth". *Journal of Financial Intermediation*, vol. 8, n° 1, pp. 36-67.
- LEVINE, R. (2001): "International financial liberalization and economic growth". *Review of International Economics*, vol. 9, n° 4, pp. 688-702.
- LEVINE, R. (2004): "Finance and growth: theory and evidence". *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper*, n° 10766, Cambridge, pp. 118.

- LEVINE, R. y D. RENELT (1992): "A sensitivity analysis of cross-country growth regressions". *American Economic Review*, vol. 82, n° 4, pp. 942-963.
- LEVINE, R. y S. ZERVOS (1996): "Stock market development and economic growth". *World Bank Economic Review*, vol. 10, pp. 323-340.
- LEVINE, R. y S. ZERVOS (1998a): "Capital control liberalization and stock market development". *World Development*, vol. 26, n° 7, pp. 1.169-1.183.
- LEVINE, R. y S. ZERVOS (1998b): "Stock markets, banks, and economic growth". *American Economic Review*, vol. 88, n° 3, pp. 537-558.
- LEVINE, R.; N. LOAYZA y T. BECK (2000): "Financial intermediation and growth: causality and causes". *Journal of Monetary Economics*, vol. 46, pp. 31-77.
- LOVE, I. (2001): "Financial development and financing constraints: international evidence from the structural investment model". *Social Science Research Network (SSRN) Working Paper*, septiembre, pp. 49.
- LUSINYAN, L. (2002): "International capital flows, economic growth and financial market efficiency". *European University Institute Working Paper, Department of Economics*, n° 20, pp. 36.
- MCKINNON, R. (1991): *The order of economic liberalization: financial control in the transition to a market economy*. John Hopkins University Press, Baltimore.
- MCKINNON, R.I. (1973): *Money and capital in economic development*. Brooking Institution, Washington.
- MCLEAN, B. y S. SHRESTHA (2002): "International financial liberalisation and economic growth". *Reserve Bank of Australia Research Discussion Paper*, n° 03, Economic Research Department, pp. 24.
- MERTON, R.C. (1992): "Financial innovation and economic performance". *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 4, n° 4, pp. 12-22.
- NEUSSER, K. y M. KUGLER (1998): "Manufacturing growth and financial development: evidence from OECD countries". *Review of Economics and Statistics*, vol. 80, pp. 638-646.
- OBSTFELD, M. (1994): "Risk taking, global diversification and growth". *American Economic Review*, vol. 84, n° 5, pp. 1.310-1.329.
- PAGANO, M. (1993): "Financial markets and growth". *European Economic Review*, vol. 37, pp. 613-622.
- PATRICK, H. (1966): "Financial development and economic growth in underdeveloped countries". *Economic Development and Cultural Change*, vol. 14, pp. 174-189.
- PRASAD, E.; K. ROGOFF, S. WEI y M.A. KOSE (2003): "Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence". *International Monetary Fund (IMF) Occasional Paper*, n° 220, septiembre, pp. 86.
- QUINN, D. (1997): "The correlates of change in international financial regulations". *American Political Science Review*, vol. 91, n° 3, septiembre, pp.531-551.
- RAJAN, R.G. y L. ZINGALES (1998): "Financial dependence and growth". *American Economic Review*, vol. 88, pp. 559-586.

- RODRIK, D. (1998): "Who needs capital-account convertibility?". En P. KENEN: *Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility? Essays in International Finance*, n° 207. Princeton University Press, New Jersey.
- ROUSSEAU, P.L. y P. WACHTEL (1998): "Financial intermediation and economic performance: historical evidence from five industrial countries". *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 30, pp. 657-678.
- ROUSSEAU, P.L. y P. WACHTEL (2000): "Equity markets and growth: cross-country evidence on timing and outcomes, 1980-1995". *Journal of Business and Finance*, vol. 24, pp. 1.933-1.957.
- SAINT-PAUL, G. (1992): "Technological choice, financial markets and economic development". *European Economic Review*, vol. 36, n° 4, pp. 763-781.
- SCHMUKLER, S. L. y P. ZOIDO-LOBATÓN (2001): "Financial Globalization: Opportunities and Challenges for Developing Countries". *World Bank Working Paper*, 30 de mayo, pp. 47.
- SHAW, E.S. (1973): *Financial deepening in economic development*. Oxford University Press, Nueva York.
- SHIRAKAWA, M; OKINA K. y S. SHIRATSUKA (1997): "Financial market globalization: present and future". *Institute for Monetary and Economic Studies Discussion Paper Series*, pp. 56.
- SUZUKI, Y. (1990): "Increasing the financial integration of U.S. and Japanese markets". *Japan and the World Economy*, vol. 2, n° 4, pp. 387-395.
- TAVARES, J. y R. WACZIARG (2001): "How democracy affects growth". *European Economic Review*, vol. 45, pp. 1.341-1.378.
- THORNTON, J. (1995): "Financial deepening and economic growth in developing countries". *Economia Internazionale*, vol. 48, n° 3, pp. 423-430.