

RELACIÓN ENTRE LA GLOBALIZACIÓN FINANCIERA Y EL CRECIMIENTO DE LA
ECONOMÍA REAL: UNA REVISIÓN BIBLIOGRÁFICA

*RELATION BETWEEN THE FINANCIAL GLOBALIZATION AND THE REAL
ECONOMY GROWTH: A REVIEW*

Sara Urionabarrenetxea Zabalandikoetxea
Universidad del País Vasco
sara.urionabarrenetxea@ehu.es

Amaia Bañales Mallo
Universidad del País Vasco
amaia.banales@ehu.es

José Domingo García Merino
Universidad del País Vasco
josedomingo.garcia@ehu.es

Recibido: enero de 2008; aceptado: octubre de 2008

RESUMEN

El objetivo principal del presente trabajo es revisar los estudios existentes sobre los distintos factores que intervienen en la relación existente entre el proceso de globalización financiera y el crecimiento de la economía real y proponer un marco explicatorio conjunto. Los factores que han ayudado en el surgimiento y desarrollo de la globalización financiera repercuten directamente sobre el nivel de desarrollo financiero; éste, a su vez, deriva en un crecimiento de la economía real, a través de la reducción del coste de capital y la mejora de la eficiencia. Ahora bien, este planteamiento se ha condicionado a dos posibles limitaciones: por una parte, a la posible causalidad inversa en las relaciones planteadas y, por otra, a 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 make a bibliographical review about the multiple factors that have a bearing on the relationship between the financial globalization process and the real economy growth, and to propose an explanatory framework. The factors that have contributed to the emergence and development of the financial globalization have a direct effect in the financial development level. This level, 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 and, on the other, the existence of distortions that can be due to the negative effects carried by the financial globalization, or to some factors that have no relationship with it.

Keywords: Financial Globalization; Financial Development; Economic Growth; Reverse Causality.

Clasificación JEL: F3, F4.



1. INTRODUCCIÓN

La globalización financiera es un fenómeno que se está desarrollando de forma vertiginosa desde la década de los ochenta. Sus efectos más evidentes se han producido dentro del ámbito financiero pero, a través de distintos canales, también se han hecho sentir en la economía real. El objetivo de este trabajo es analizar los distintos factores que intervienen en la relación existente entre el proceso de globalización financiera y el crecimiento de la economía real y proponer un esquema explicativo conjunto.

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.

Conforme al mencionado objetivo, el trabajo se estructura en seis secciones, además de la que nos ocupa. En primer lugar, se revisan los factores que rodean el concepto de globalización financiera. Posteriormente, se estudia el efecto que este nuevo contexto financiero surte sobre el nivel de desarrollo financiero y éste, a su vez, sobre el crecimiento de la economía real. A continuación, se analizan las principales limitaciones que condicionan el planteamiento realizado: la existencia de una posible causalidad inversa y la existencia de posibles distorsiones derivados de los efectos negativos acarreados por la globalización financiera, o por factores ajenos al mismo. Por último, se apuntan las conclusiones más relevantes y la bibliografía empleada.

2. DEFINICIÓN Y CARACTERÍSTICAS DEL PROCESO DE GLOBALIZACIÓN FINANCIERA

El concepto de globalización financiera no siempre ha sido definido con claridad y exactitud por la literatura. 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 ál., 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 et ál., 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*, por su parte, 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 et ál., 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, tal como lo definió Kenen (1976) por primera vez, esto es, 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. La movilidad internacional del capital resulta de vital importancia porque la base de la globalización financiera 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

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

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 (Stulz, 2005).

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 Olivei, 1999; Bailliu, 2000; Henry, 2000 y 2006; Arteta et ál., 2001; Edison, et ál., 2002; Eichengreen y Leblang, 2003; Bekaert et ál., 2001, 2004 y 2005), 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 ál., 2003)².

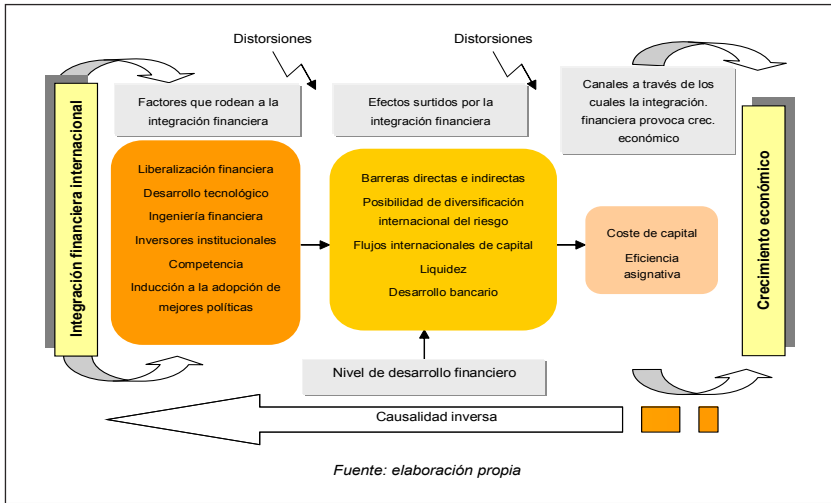
Con el objetivo de no ceñirnos a una única dimensión de la globalización financiera –las liberalizaciones financieras– como factor determinante del crecimiento de la economía real, en este trabajo se propone un esquema más amplio recogido en la Figura 1.

Esta propuesta parte de los factores que rodean la globalización financiera. Como ya se ha indicado anteriormente, el acometimiento generalizado de procesos de liberalización financiera por parte de las autoridades competentes resulta un factor primordial puesto que posibilita el traslado transfronterizo del capital financiero. No obstante, un proceso de integración financiera internacional exige, además de la pertinente liberalización, la concurrencia de, al menos, otros tres factores: en primer lugar, debido a que las liberalizaciones financieras no serían suficientes si no fuera posible un traslado rápido y sin excesivos costes adicionales, el avance en las tecnologías de la información y la comunicación ha contribuido decisivamente en el desarrollo del proceso de globalización financiera. En segundo lugar, 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

² Los distintos resultados obtenidos pueden ser debidos, entre otros, 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 (Henry, 2006).

consiguiente mejora en la eficiencia de los mercados financieros internacionales. Por último, el incremento, tanto en número como en patrimonio gestionado, de los inversores institucionales ha resultado de vital importancia puesto que cuentan con mejores recursos, tanto financieros como informacionales, para actuar en un entorno global.

FIGURA 1: FACTORES QUE PERMITEN QUE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL CONTRIBUYA AL CRECIMIENTO ECONÓMICO



En caso de que los procesos de liberalización de distintos mercados financieros no fueran acompañados por los factores apuntados, éstos no conducirían a su integración. Además, la conjunción de todos estos factores provoca 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, por un lado, y la oportunidad de apoderarse de parte del potencial extranjero, por otro, surten 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 sentido (Obstfeld, 1994). La mayor disciplina política puede conducir a una mayor estabilidad macroeconómica y financiera, asegurando una asignación más eficiente de los recursos y mayores tasas de crecimiento económico (Kose et ál., 2006).



Estas nuevas características asociadas al fenómeno de la globalización financiera favorecen el desarrollo financiero, y éste, a su vez, influye sobre ciertas dimensiones directamente relacionadas con el crecimiento económico: el aumento de la eficiencia de los mercados financieros y la disminución del coste de capital. Por tanto, 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.

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, las volatilidades e inestabilidades financieras que pueden llegar a inhibir el crecimiento económico y la existencia de distorsiones ajenas al proceso de globalización financiera³.

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

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

Como se ha indicado anteriormente, los procesos de liberalización financiera han provocado un incremento en el nivel de desarrollo financiero de los países en los que se han llevado a cabo. 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.

Las distintas dimensiones financieras que han sido objeto de desarrollo debido al proceso de integración financiera internacional son las siguientes:

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

Según el modelo de crecimiento neoclásico estándar, la eliminación de las restricciones sobre la movilidad internacional del capital permite que los fondos fluyan desde países de capital abundante, donde los rendimientos esperados son bajos, hacia países con escaso capital, donde los rendimientos esperados son altos. En base a ello, en la década de los setenta los principales mercados financieros mostraron el deseo de ampliar su operativa en el ámbito internacional y de captar recursos de inversores extranjeros; muchos de ellos instaron a las autoridades competentes a eliminar las restricciones que impedían u obstaculizaban la libre operativa internacional. La desregulación de

³ Los postulados en los que se fundamenta este último planteamiento descansan en la teoría neoclásica. Existen otros factores que no se han incluido en este análisis debido a la falta de estudios empíricos relevantes sobre los mismos.

los mercados financieros por parte de las autoridades 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. Por su parte, las barreras indirectas, fundamentalmente, se derivan del mayor coste que, en términos de tiempo y de obtención de información, supone operar en mercados financieros extranjeros. Este tipo de costes también ha sido objeto de reducción debido, principalmente, al avance tecnológico que facilita tanto la operativa en mercados extranjeros como la transmisión de información sin que la distancia suponga un obstáculo (Merton, 1992), lo cual, en el contexto de un modelo de crecimiento endógeno, implica un mayor crecimiento a largo plazo.

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. 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. 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; Devereux y Smith, 1994 y Acemoglu y Zilibotti, 1997). Ahora bien, cabe la posibilidad de que el ahorro sea menos precavido y no se produzca tal crecimiento (Devereux y Smith, 1994).

c) *Aumento de los flujos internacionales de capital.*

El notable 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 mayor liquidez y a una sofisticación de los mercados financieros, 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-Lobatón, 2001).

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 es habitual que los ahorradores no quieran 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.*

El desarrollo de los mercados financieros necesariamente debe ir acompañado por un desarrollo de los intermediarios financieros, puesto que 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 (Demirgüç-Kunt y Levine, 1996b; Lusinyan, 2002). Así pues, de forma paralela a la liberalización de los mercados financieros, se ha producido una liberalización del sector bancario.

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; Caprio y Honohan, 1999). Respecto de la forma directa,

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; Levine, 2001).

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 (Klein, 2005). La presencia de bancos extranjeros, y la consiguiente mejora en la intermediación financiera, tiende a promover un sistema doméstico más eficiente, beneficiando a la productividad y al crecimiento (Bencivenga y Smith, 1991; King y Levine, 1993b; Bencivenga et ál., 1995; Levine, 2001).

4.2. EL CRECIMIENTO ECONÓMICO COMO CONSECUENCIA DEL DESARROLLO FINANCIERO

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).

Los primeros trabajos que se desarrollan en este aspecto 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 limitación⁵, son numerosos los trabajos que consideran una única dimensión del desarrollo financiero, el desarrollo bancario, para analizar su relación con el crecimiento económico (King y Levine, 1993a y b; Levine, 1998 y 1999; De Gregorio y Guidotti, 1995; Levine et ál., 2000; Fisman y Love, 2003), 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. Una amplia mayoría confirma la significatividad de la relación entre desarrollo bancario y crecimiento económico⁶.

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 real.

Es evidente que el análisis del nivel de desarrollo financiero necesariamente debe abarcar, además del sector bancario, los mercados financieros. En este sentido, Demirgüç-Kunt y Levine (1996a y 1996b), Levine y Zervos (1996), Demirgüç-Kunt y Maksimovic (1998) y Errunza (2001) examinan el efecto del desarrollo de los mercados financieros sobre el crecimiento económico, observando una relación positiva entre ambas variables⁷. Por su parte, Levine y Zervos (1998b), Rousseau y Wachtel (2000), Khan y Senhadji (2000), Arestis et ál. (2001), Levine (2004) y Beck y Levine (2004) estudian 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. Es más, Levine (2001 y 2004) asegura que un sistema financiero que funcione mejor es la clave para el crecimiento.

⁵ Las otras dos limitaciones serán analizadas en los apartados 5.3 y 5.1, respectivamente.

⁶ Las cuatro medidas más utilizadas de desarrollo financiero desde el punto de vista bancario 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).

⁷ 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.

Las distintas dimensiones del desarrollo financiero indicados anteriormente –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 (Fischer, 2003). 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 (King y Levine, 1993a; Beck et ál., 2000 y Galindo et ál., 2002a)⁸.

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.

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. En este caso, si los gobiernos decidieran liberalizar los mercados financieros, la tasa de crecimiento de la inversión real se incrementaría tras la liberalización financiera, pero es posible que no fuera por la liberalización propiamente, sino por las expectativas favorecedoras que llevaron a tal liberalización (Gupta y Yuan, 2005). El incremento esperado de la productividad marginal del capital causaría tanto la liberalización financiera como el crecimiento de la inversión, por tanto, a

⁸ 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.

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 influir sobre el crecimiento económico, pero también es posible que el crecimiento económico influya sobre el desarrollo financiero. El problema que puede presentarse 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).

Partiendo de un periodo de tiempo concreto, el nivel de desarrollo financiero al inicio del mismo predice la tasa de crecimiento económico de los años posteriores (King y Levine, 1993b; Levine y Zervos, 1998b), es decir, este factor tiene un poder predictivo del crecimiento económico futuro. Por tanto, se podría concluir que las finanzas no siguen simplemente a la actividad económica, sino que el nivel de desarrollo financiero condiciona el crecimiento económico futuro.

Ahora bien, este planteamiento no recoge formalmente el sesgo de simultaneidad y, por tanto, no asegura la existencia de causalidad en la relación estudiada. 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)⁹.

Por ello, resulta conveniente recurrir a estudios que incorporen una corrección de la causalidad con base econométrica. En este sentido, algunos 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; Levine et ál., 2000), sino que existe una causalidad en la dirección planteada en la Figura 1. Ahora bien, estudios basados en muestras y periodos distintos han observado que puede existir bidireccionalidad en la causalidad entre ambos factores (Ahmed y Ansari, 1998; Neusser y Kugler, 1998), aunque dependiendo de las características de los países analizados la intensidad de la causalidad varía en un sentido u otro. En lo que concierne al presente trabajo,

⁹ Para profundizar en los mecanismos teóricos a través de los cuales el desarrollo financiero afecta al crecimiento económico, véase Rajan y Zingales (1998), Love (2001), Galindo et ál., (2002b) y Kaminsky y Schmukler (2003).

lo destacable es que no se produce únicamente una causalidad en la dirección inversa a la apuntada en la figura 1 y que el crecimiento es mayor en los países con un mayor desarrollo financiero (Alfaro et ál., 2004; Durham, 2004).

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 de los mercados financieros (Levine y Zervos, 1998a) y la posible mayor inestabilidad implica un mayor riesgo para la inversión, aminorando la tasa de crecimiento de la economía real. 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 grande¹⁰. 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.

No obstante, los estudios empíricos más recientes parecen dar cada vez menor cobertura a esta posible limitación. Se ha producido una reducción generalizada de la volatilidad macroeconómica en la mayoría de los países industrializados desde mediados de la década de los ochenta, periodo desde el cual la globalización financiera ha sido objeto de mayor desarrollo (Kose et ál., 2003 y 2005; Doyle y Faust, 2005; Kose et ál., 2006). Acorde con ello, la relación entre los procesos de liberalización financiera y crisis financieras parece haberse debilitado (Bonfiglioli y Mendicino, 2004; Edwards, 2005 y 2006; Glick y Hutchison, 2006). Además, a pesar de que en algunos casos se constate esta relación, si se sopesa el efecto que ejerce dicha liberalización financiera sobre el crecimiento económico, se observa que el efecto positivo supera al negativo de forma significativa (Ranciere, Tornell, Westermann, 2006).

Las propias características de los países provocan que los efectos negativos, así como los positivos, provocados por la globalización financiera adquieran

¹⁰ Para profundizar en el efecto de los distintos tipos de flujos de capital sobre el crecimiento económico, véase Durham (2003).

mayor o menor intensidad. Por tanto, es necesario controlar el efecto de estas características en la relación entre globalización financiera y crecimiento económico. A continuación se estudian los factores que en mayor medida pueden intervenir en esta relación.

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 sólo del propio proceso, sino también de otras variables, como la coyuntura económica, la distribución de los recursos del país, las políticas desarrolladas por las autoridades competentes, etc. (véase la figura 2). Para conocer la relación existente entre integración financiera internacional y crecimiento económico es necesario controlar los efectos provenientes de estos factores.

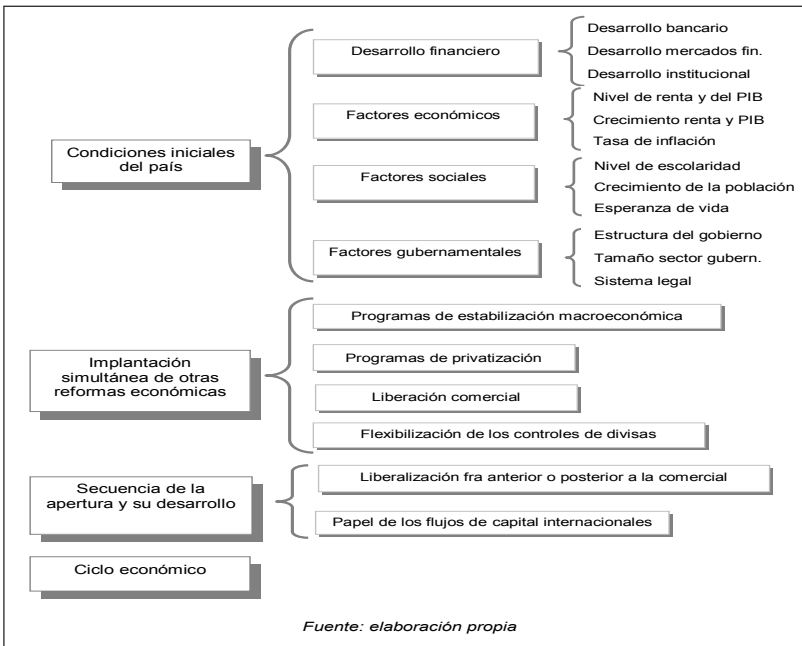
a) Condiciones iniciales del país.

Un proceso de integración financiera internacional puede desarrollarse de forma muy distinta dependiendo de las condiciones financieras, económicas, sociales y gubernamentales con las que cuente el país objeto de integración en el momento de iniciar el proceso.

- Factores financieros. En primer lugar, los países con un sector bancario desarrollado cuentan con una mayor capacidad para acometer proyectos de inversión que puedan impulsar el crecimiento económico, debido a la mayor y mejor disponibilidad de recursos financieros (Bailliu, 2000; Edison et ál., 2002 y Bekaert et ál., 2001). En segundo lugar, cuanto mayor sean la liquidez, transparencia y eficiencia de los mercados financieros mayor será la repercusión de la integración financiera internacional sobre el crecimiento económico (Edison et ál., 2002). Por último, para que la integración financiera internacional provoque un desarrollo financiero que, a su vez, impulse el crecimiento económico es necesaria la existencia de instituciones financieras sólidas y un sistema de supervisión y regulación sólidos que avalen el proceso (Arteta et ál., 2001; Edwards, 2001).
- Factores económicos. Los factores económicos que mayor repercusión tienen sobre el crecimiento económico son los niveles de renta y de PIB al inicio del proceso de integración y su tasa de crecimiento (Henry, 2000, Edison et ál., 2002 y 2004). En los países con niveles de renta y PIB altos, en general, se aprecia un mayor crecimiento de la economía real cuando se liberalizan sus mercados financieros. Por su parte, el nivel de inflación puede interferir negativamente en la relación estudiada, aunque su repercusión es inferior a los anteriores factores (Bekaert et ál., 2001 y 2005).

- Factores sociales. Los factores sociales que en mayor medida influyen en la relación a analizar son tres: en primer lugar, el nivel de formación del capital humano juega un papel primordial dentro del proceso de crecimiento económico de un país, dado que las acciones y comportamientos de los individuos tienen un efecto muy importante sobre la economía real. Dentro de este ámbito, resultan fundamentales la educación y la formación recibidas en las escuelas: cuanto mayor sea la escolaridad, mayor crecimiento económico se produce tras un proceso de integración financiera internacional. En segundo lugar, un crecimiento positivo de la población favorece significativamente el crecimiento económico y, por último, a mayor esperanza de vida, en general, se observa que mayor crecimiento económico se produce cuando se acomete un proceso de integración financiera (Bekaert et ál., 2001 y 2005; Arteta et ál., 2001; Edison et ál., 2002 y 2004; McLean y Shrestha, 2002).

FIGURA 2: FACTORES A CONTROLAR EN EL ESTABLECIMIENTO DE UNA RELACIÓN CAUSAL ENTRE INTEGRACIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL Y CRECIMIENTO ECONÓMICO



- Factores gubernamentales. Una estructura de gobierno basada en instituciones democráticas provee de reglas transparentes en la alternancia de las fuerzas políticas en el poder, reduciendo la



inestabilidad política, lo cual resulta positivo para el impulso del crecimiento económico. Si, además, el grado de intervencionismo del gobierno sobre la actividad económica es moderada, el efecto positivo se ve incrementado (Tavares y Wacziarg, 2001; Bekaert et ál., 2001 y 2005). A ello hay que añadirle el sistema legal vigente, que condiciona las relaciones que se producen entre los distintos agentes económicos, relaciones que pueden condicionar el crecimiento económico de un país. Una mayor protección legal de los inversores permite la realización de contratos más eficientes y una mejor aplicación de los mismos, lo cual debería aumentar la amplitud y la eficiencia de los mercados financieros (La Porta et ál., 2000).

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, y políticas monetarias y fiscales dirigidas a animar la realización de inversiones (Edison et ál., 2002); la liberalización del sector comercial que mantiene una relación positiva y significativa con el crecimiento económico (McLean y Shrestha, 2002; Wacziarg y Welch, 2003; Bekaert et ál., 2005); los programas de privatización para asegurarse de que la actividad empresarial responde a razones puramente económicas, no a la combinación de argumentos con valoraciones ideológicas, políticas y sociales, como ocurre cuando dicha actividad empresarial es acometida por el sector público (Megginson, 2001); 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. Si las barreras comerciales continúan protegiendo un sector antieconómico de las posibles importaciones, los flujos de capital extranjeros se dirigirán a ese país atraídos por rentas y beneficios incrementados artificialmente. Si ese país perdiera la ventaja competitiva, sostenida por las restricciones, la entrada de la producción extranjera provocaría una reducción del crecimiento económico. Por tanto, permitir la movilidad del capital internacional resultaría contraproducente en economías cuyo sector comercial permanece restringido o en las que existen inestabilidades macroeconómicas (Arteta et ál., 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 éstas 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, por ende, 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. 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, 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 el 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.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Acemoglu, D. y Zilibotti, F. (1997): "Was Prometheus Unbound by Chance? Risk, Diversification and Growth", *Journal of Political Economy*, 105(4), 709-751.
- Ahmed, S.N. y Ansari, M.I. (1998): "Financial Sector Development and Economic Growth: The South-Asian Experience", *Journal of Asian Economics*, 9, 503-517.

- Alfaro, L.; Chanda, A.; Kalemli-Ozcan, S. y Sayek, S. (2004): "FDI and Economic Growth: The Role of Local Financial Markets", *Journal of International Economics*, 64(1), 89-112.
- Arestis, P.; Demetriades, P.O. y Luintel, K.B. (2001): "Financial Development and Economic Growth: the Role of Stock Markets", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 33, 16-41.
- Arteta, C.; Eichengreen, B. y Wyplosz, C. (2001): "When Does Capital Account Liberalization Help More than It Hurts?", *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper*, 8414, Cambridge, 1-39.
- Bailliu, J.N. (2000): "Private Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth in Developing Countries", *Working Paper del Banco de Canadá*, 15, 1-22.
- Beck, T. y Levine, R. (2004): "Stock Markets, Banks, and Growth: Panel Evidence", *Journal of Banking and Finance*, 28, 423-442.
- Beck, T.; Levine, R. y Loayza, N. (2000): "Finance and the Sources of Growth", *Journal of Financial Economics*, 58, 261-300.
- Beckers, S.; Connor, G. y Curds, R. (1996): "National versus Global Influences on Equity Returns", *Financial Analysts Journal*, 52(2), marzo/abril, 31-39.
- Bekaert, G.; Harvey, C.R. y Lundblad, C. (2001): "Emerging Equity Markets and Economic Development", *Journal of Development Economics*, 66, 465-504.
- Bekaert, G.; Harvey, C.R. y Lundblad, D. (2005): "Does Financial Liberalization Spur Growth?", *Journal of Financial Economics*, 77(1), 3-55.
- Bekaert, G.; Harvey, C.R.; Lundblad, C. y Siegel, S. (2004): "Global Growth Opportunities and Market Integration", *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper*, 10990, Cambridge, 1-47.
- Bencivenga, V.R. y Smith, B.D. (1991): "Financial Intermediation and Endogenous Growth", *Review of Economic Studies*, 58(2), 195-209.
- Bencivenga, V.R.; Smith, B.D. y Starr, R.M. (1995): "Transaction Costs, Technological Choice, and Endogenous Growth", *Journal of Economic Theory*, 67(1), 53-117.
- Bonfiglioli, A. y Mendicino, C. (2004): "Financial Liberalization, Banking Crises and Growth: Assessing the Links", *Working Paper Series in Economics and Finance*, 567, Stockholm School of Economics, 1-28.
- Caprio, G. y Honohan, P. (1999): "Restoring Banking Stability: Beyond Supervised Capital Requirements", *Journal of Economic Perspectives*, 13, 43-64.
- Chen, Z. y Khan, M.S. (1997): "Patterns of Capital Flows to Emerging Markets: A Theoretical Perspective", *International Monetary Fund (IMF) Working Paper*, 13, 1-32.

- De Gregorio, J. y Guidotti, P.E. (1995): "Financial development and Economic Growth", *World Development*, 23(3), 433-448.
- Demirgüç-Kunt, A. y Levine, R. (1996a): "Stock Market, Corporate Finance, and Economic Growth: An Overview", *World Bank Economic Review*, 10, 223-240.
- Demirgüç-Kunt, A. y Levine, R. (1996b): "Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts", *World Bank Economic Review*, 10(2), 291-322.
- Demirgüç-Kunt, A. y Maksimovic, V. (1998): "Law, Finance and Firm Growth". *Journal of Finance*, 53, 2.107-2.137.
- Devereux, M.B. y Smith, G.W. (1994): "International risk sharing and Economic Growth", *International Economic Review*, 35(4), 535-550.
- Doyle, B.M. y Faust, J. (2005): "Breaks in Variability and Co-Movement of G-7 Economic Growth," *Review of Economics and Statistics*, 87(4), 721-740.
- 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*, 757, 1-35.
- Durham, J.B. (2004): "Absorptive Capacity and the Effects of Foreign Direct Investment and Equity Foreign Portfolio Investment on Economic Growth". *European Economic Review*, 48(2), 285-306.
- Edison, H.J.; Klein, M.; Ricci, L. y Sløk, T. (2004): "Capital Account Liberalization and Economic Performance: Synthesis and Survey", *IMF Staff Papers*, 51(2), 220-256.
- Edison, H.J.; Levine, R.; Ricci, L. y Sløk, T. (2002): "International Financial Integration and Economic Growth", *Journal of International Money and Finance*, 21(6), 749-776.
- Edwards, S. (2001): "Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?", *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper*, 8076, Cambridge, 1-32.
- Edwards, S. (2005): "Capital Controls, Sudden Stops and Current Account Reversals", *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper*, 11170, Cambridge, 1-58.
- Edwards, S. (2006): "Financial Openness, Currency Crises and Output Losses", en *Strengthening global financial markets*, S. Edwards y M.G.P. Garcia (Ed.s), University of Chicago Press, Chicago.
- Eichengreen, B. y Leblang, D. (2003): "Capital account liberalization and growth: Was Mr. Mahathir Right?", *International Journal of Finance and Economics*, 8(3), 205-224.
- Errunza, V. (2001): "Foreign Portfolio Equity Investments, Financial Liberalization, and Economic Development", *Review of International Economics*, 9(4), 703-726.

- Fischer, S. (2003): "Globalization and Its Challenges", *American Economic Review*, 93(2), 1-30.
- Fisman, R. y Love, I. (2003): "Financial Dependence and Growth Revisited". *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper*, 9582, Cambridge, 1-23.
- Galindo, A.; Micco, A. y Ordóñez, G. (2002b): "Financial Liberalization and Growth: Empirical Evidence", *Inter-American Development Bank (IADB)*, mayo, Washington, 1-35.
- Galindo, A.; Schiantarelli, F. y Weiss, A. (2002a): "Does Financial Liberalization Improve the Allocation of Investment?", *Boston College Working Papers in Economics*, 503, 1-40.
- Glick, R. y Hutchison, M. (2006): "Currency Crises, Capital Account Liberalization, and Selection Bias", *Review of Economics and Statistics*, 88(4), 698-714.
- Goldsmith, R. (1969): *Financial Structure and Development*, Yale University Press, New Haven.
- Greenwald, B. y Stiglitz, J.E. (1990): "Financial Market Imperfections and Productivity Growth", *Journal of Economic Behavior and Organization*, 13, 321-345.
- Grilli, V. y Milesi-Ferretti, G.M. (1995): "Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls", *International Monetary Fund Staff Papers*, 42(3), 517-551.
- Gupta, N. y Yuan, K. (2005): "On the Growth Effects of Liberalizations", *Social Science Research Network (SSRN) Working Paper*, junio, 1-34.
- Henry, P. (2000): "Do Stock Market Liberalizations Cause Investment Booms?", *Journal of Financial Economics*, 58, 301-334.
- Henry, P. (2006): "Capital Account Liberalization: Theory, Evidence, and Speculation", *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper*, 7384, Cambridge, 1-84.
- Kaminsky, G.L. y Schmukler, S.L. (2003): "Short-run Pain, Long-Run Gain. The Effects of Financial Liberalization", *International Monetary Fund (IMF) Working Paper*, 34, 1-59.
- Kenen, P. (1976): *Capital Mobility and Financial Integration: A Survey*, Princeton University Press, New Jersey.
- Khan, M.S. y Senhadji, A.S. (2000): "Financial Development and Economic Growth: An Overview", *International Monetary Fund (IMF) Working Paper*, 209, diciembre, 1-24.
- King, R.G. y Levine, R. (1993a): "Finance, Entrepreneurship and Growth", *Journal of Monetary Economics*, 32(3), 513-542.
- King, R.G. y Levine, R. (1993b): "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right", *Quarterly Journal of Economics*, 108, 717-737.

- Klein, M. (2005): "Capital Account Liberalization, Institutional Quality and Economic Growth: Theory and Evidence", *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper*, 11112, Cambridge, 1-39.
- Klein, M. y Olivei, G. (1999): "Capital Account Liberalization, Financial Depth and Economic Growth", *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper*, 7384, Cambridge, 1-47.
- Kose, M.A.; Prasad, E.; Rogoff, K. y Wei, S. (2006): "Financial Globalization: A Reappraisal", *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper*, 12484, Cambridge, 1-91.
- Kose, M.A.; Prasad, E.M. y Terrones, M.E. (2003): "Financial Integration and Macroeconomic Volatility", *IMF Working Paper*, 50, 1-28.
- Kose, M.A.; Prasad, E.M. y Terrones, M.E. (2005): "Growth and Volatility In an Era of Globalization", *IMF Staff Papers*, 52, 31-63.
- Kraay, A. (1998): "In Search of the Macroeconomic Effect of Capital Account Liberalization", *World Bank Group Manuscript*, 1 de octubre, 1-45.
- La Porta, R.; Lopez-De-Silanes, F.; Shleifer, A. y Vishny, R.W. (2000): "Investor Protection and Corporate Governance", *Journal of Financial Economics*, 58, 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*, 35, 688-726.
- Levine, R. (1998): "The Legal Environment, Banks, and Long-Run Economic Growth", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 30(3), parte. 2, 596-613.
- Levine, R. (1999): "Law, Finance, and Economic Growth", *Journal of Financial Intermediation*, 8(1), 36-67.
- Levine, R. (2001): "International Financial Liberalization and Economic Growth", *Review of International Economics*, 9(4), 688-702.
- Levine, R. (2004): "Finance and Growth: Theory and Evidence", *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper*, 10766, Cambridge, 1-118.
- Levine, R. y Renelt, D. (1992): "A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions", *American Economic Review*, 82(4), 942-963.
- Levine, R. y Zervos, S. (1996): "Stock Market Development and Economic Growth", *World Bank Economic Review*, 10, 323-340.
- Levine, R. y Zervos, S. (1998a): "Capital Control Liberalization and Stock Market Development", *World Development*, 26(7), 1.169-1.183.
- Levine, R. y Zervos, S. (1998b): "Stock Markets, Banks, and Economic Growth", *American Economic Review*, 88(3), 537-558.

- Levine, R.; Loayza, N. y Beck, T. (2000): "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes", *Journal of Monetary Economics*, 46, 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, 1-49.
- Lusinyan, L. (2002): "International Capital Flows, Economic Growth and Financial Market Efficiency", *European University Institute Working Paper, Department of Economics*, 20, 1-36.
- McLean, B. y Shrestha, S. (2002): "International Financial Liberalization and Economic Growth", *Reserve Bank of Australia Research Discussion Paper*, 03, Economic Research Department, 1-24.
- Meggison, W. (2001): "From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization", *Journal of Economic Literature*, 39, 321-389.
- Merton, R.C. (1992): "Financial Innovation and Economic Performance", *Journal of Applied Corporate Finance*, 4(4), 12-22.
- Neusser, K. y Kugler, M. (1998): "Manufacturing Growth and Financial Development: Evidence From OECD Countries", *Review of Economics and Statistics*, 80, 638-646.
- Obstfeld, M. (1994): "Risk Taking, Global Diversification and Growth", *American Economic Review*, 84(5), 1.310-1.329.
- Prasad, E.; Rogoff, K. Wei, S. y Kose, M.A. (2003): "Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence", *International Monetary Fund (IMF) Occasional Paper*, 220, septiembre, 1-86.
- Quinn, D. (1997): "The Correlates of Change in International Financial Regulations", *American Political Science Review*, 91(3), septiembre, 531-551.
- Rajan, R.G. y Zingales, L. (1998): "Financial Dependence and Growth", *American Economic Review*, 88, 559-586.
- Ranciere, R.; Tornell, A. y Westermann, F. (2006): "Decomposing the Effects of Financial Liberalization: Crises vs. Growth", *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper*, 12806, Cambridge, 1-23.
- Rodrik, D. (1998): "Who Needs Capital-Account Convertibility?", en P. Kenen (1998): *Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility? Essays in International Finance*, 207, Princeton University Press, Nueva Jersey.
- Rousseau, P.L. y Wachtel, P. (1998): "Financial Intermediation and Economic Performance: Historical Evidence from Five Industrial Countries", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 30, 657-678.
- Rousseau, P.L. y Wachtel, P. (2000): "Equity Markets and Growth: Cross-Country Evidence on Timing and Outcomes, 1980-1995", *Journal of Business and Finance*, 24, 1.933-1.957.

- Schmukler, S.L. y Zoido-Lobato, P. (2001): "Financial Globalization: Opportunities and Challenges for Developing Countries", *World Bank Working Paper*, 30 de mayo, 1-47.
- Shirakawa, M; Okina, K. y Shiratsuka, S. (1997): "Financial Market Globalization: Present and Future", *Institute for Monetary and Economic Studies Discussion Paper Series*, 56.
- Stulz, R.M. (2005): "The Limits of Financial Globalization", *Journal of Finance*, 60(4), 1.595-1.638.
- Suzuki, Y. (1990): "Increasing the Financial Integration of U.S. and Japanese Markets", *Japan and the World Economy*, 2(4), 387-395.
- Tavares, J. y Wacziarg, R. (2001): "How Democracy Affects Growth", *European Economic Review*, 45, 1.341-1.378.
- Wacziarg, R. y Welch., K. (2003): "Trade Liberalization and Growth: New Evidence", *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper*, 10152, Cambridge, 1-90.