

las finanzas globales: ¿se están deteniendo?

ALAN GREENSPAN

Director de la Reserva Federal
Correo electrónico: FRB.Mail@frb.gov

resumen / abstract

El autor examina si hay o no, una tendencia al estancamiento de la globalización, mostrando que aún hay un amplio espacio para el florecimiento de la misma, si se reduce el sesgo doméstico de los inversionistas, a través de la mejora en las prácticas de revelación contable y de gobierno corporativo en todos los países.

The author examines if the globalization is at a standstill, showing that there is large room for its continuation, if the home bias of investors is reduced by better accounting practices and improvements in corporate governance all over the world.



Por al menos los últimos veinte años, el proceso de globalización financiera ha ido avanzando rápidamente. El desarrollo de nuevos productos financieros, en especial de derivados en el OTC, y la remoción de numerosas barreras a la movilidad del capital internacional han establecido fuertes nexos en torno a los mercados financieros globales. Como resultado de lo anterior, el capital ha fluído fácilmente a través de las fronteras nacionales en busca de las mayores tasas de retorno ajustadas por riesgo.

En un cierto punto, la globalización alcanzará indudablemente madurez. La innovación financiera se hará más lenta en la medida que nos acerquemos a un mundo en el cual los mercados financieros sean completos en el sentido que todos los riesgos financieros se puedan transferir eficientemente a aquellos que estén dispuestos a manejarlos. Equivalentemente, como los impedimentos institucionales y legales para los flujos fronterizos se eliminan, la propensión en la asignación de ahorros hacia inversiones locales será reducida a su mínimo, y la oportunidad para el arbitraje a través de mercados nacionales desaparecerá.

En mi conferencia de hoy, consideraré si hoy tenemos muestras de que la globalización está acercándose a la madurez. En detalle, ¿el paso de la innovación financiera ha comenzado a reducirse? ¿Los patrones de flujos de capital sugieren que los mercados financieros globales se acercan a la integración completa? Y, lo más importante, ¿qué implican las respuestas para estas preguntas con respecto al potencial de las contribuciones futuras de la globalización al desarrollo económico y a la estabilidad financiera?

1. ¿ha empezado a detenerse el paso hacia la innovación financiera?

A pesar de que el paso hacia la innovación no se puede medir con precisión, nuevos instrumentos importantes continúan emergiendo. Los derivados de crédito



se presentaron solo a principios de los 90. Más reciente aun ha sido la unión de derivados y de técnicas de aseguramiento en materia de obligaciones colateralizadas sintéticas de la deuda (CDOs). Estos instrumentos han ensanchado la gama de inversionistas dispuestos a proporcionar protección al crédito a través de la agregación y desagregación del riesgo de crédito que permita la creación de papeles que se ajusten lo mejor posible a sus preferencias de riesgo y retorno. La combinación de derivados y de técnicas de titularización se está aplicando a una gama cada vez mayor de activos subyacentes.

Además, la manera que los derivados de la OTC se negocian y se compensan con claridad podría ser mejorada perceptiblemente. A pesar de, o mejor, debido al acelerado paso del desarrollo del producto, la industria de derivados todavía ejecuta transacciones principalmente por el teléfono y las confirma vía fax. Los sistemas para la ejecución y la confirmación electrónica de transacciones requieren un grado de estandarización y una medida grande de cooperación que no se requieren para desarrollar los instrumentos nuevos. No obstante, la industria de los derivados tiene una historia larga de cooperación para estandarizar la documentación, y es decepcionante que tan poco progreso se haya hecho en adoptar medios eficientes y confiables de ejecutar y de confirmar dichas transacciones.

Debemos también considerar cómo las innovaciones recientes se han adoptado ampliamente. Por supuesto, el crecimiento de los derivados de OTC durante los últimos veinte años ha sido espectacular y no revela ninguna muestra obvia de disminuir. La última estimación hecha por el banco para los establecimientos internacionales de la excepcional cantidad teórica mundial de los derivados de OTC ha alcanzado \$128 trillones en junio de 2002, una cifra de más del 25 por ciento, más grande que la registrada el año anterior. Tales derivados se han convertido en herramientas imprescindibles para la gestión de riesgo corporativo para muchas de las corporaciones más grandes.

Un estudio reciente hecho en el marco de la Comisión de Valores de Estados Unidos indicó que, a finales de 1997, sólo poco más de la mitad de las 1,000



más grandes corporaciones estadounidenses no financieras, usan OTC o derivados bursátiles¹. Datos detallados, más comprensivos y oportunos de las actividades bancarias están disponibles para las organizaciones americanas. Esos datos demuestran que aunque las cincuenta organizaciones más grandes de Estados Unidos utilizaron derivados hasta septiembre de 2002, sólo el 5 por ciento de todas las firmas de actividades bancarias de Estados Unidos utilizaron cualquier tipo de derivado. Para los derivados de crédito del OTC, que han demostrado ser particularmente eficaces en la gerencia de riesgo, sólo un 0.2 por ciento de organizaciones bancarias de Estados Unidos ha comenzado a utilizar tales herramientas. Incluso, entre las cincuenta más grandes, menos de la mitad usó estos instrumentos. Así, juzgando de los datos sobre el uso de derivados, el potencial para que la innovación financiera tenga un impacto más amplio y de tal modo continúe contribuyendo a la globalización parece considerable.

II. evidencia de la globalización financiera en flujos de capital

Está implícito en el criterio de una globalización completa que con ella desaparecen las oportunidades para el arbitraje fronterizo; en otras palabras, los ahorros globales deben fluir independiente de la localización hacia la inversión en proyectos con el más alto índice de riesgo de retorno ajustado².

¹ Véase: W. Fama y K. French, "How much do firms hedge with derivatives?" *Journal of Financial Economics*, próximo a publicarse.

² Los inversionistas riesgo-neutrales, si es que existen, valoran un activo solamente con base en su retorno esperado. Pero, en el mejor de los casos, muy pocos seres humanos son neutrales al riesgo. En general, los inversionistas requieren un precio de los activos que sea descontado por debajo del precio de riesgo neutral como remuneración por asumir el riesgo. La cantidad de descuento requerida variará con el riesgo real, la variación de los retornos de los activos y con el grado de aversión al riesgo del inversionista. Si la familiaridad reduce la incertidumbre de un inversionista sobre el retorno esperado de un activo, uno esperaría que el inversionista descontara activos desconocidos más duramente que activos conocidos. En tal caso, las diferencias entre la familiaridad de los inversionistas extranjeros y domésticos con una inversión conduciría a la menor inversión de los inversionistas extranjeros, en relación con los domésticos, dejando un sesgo reduciéndolo hacia la inversión local. Es, pues, el riesgo total, no el riesgo neutral, el que es objeto de arbitraje.



Hace medio siglo, Harry Markowitz demostró matemáticamente que un inversionista puede reducir la variación, y por lo tanto el riesgo, de su portafolio, para una expectativa de retorno dada, diversificando sus activos. La investigación subsecuente demostró que los activos extranjeros son candidatos excelentes a la diversificación^{3,4}.

Barreras directas a los flujos de capital, tales como restricciones en las compras extranjeras de activos domésticos y las limitaciones en la capacidad de residentes domésticos de invertir en el exterior, han promovido el sesgo local, aunque, como discutiré pronto, muchos de tales obstáculos directos en décadas recientes se han atenuado. Las barreras indirectas, tales como altos costes de transacciones extranjeras, la información inadecuada sobre inversiones extranjeras y las diferencias culturales y lingüísticas entre los inversionistas extranjeros y domésticos, también se consideran como factores a un sesgo local, que se mantiene. Y, finalmente, hay riesgos cambiarios y riesgos país. Las oscilaciones salvajes, en los tipos de cambio, pueden borrar enteramente ganancias en activos extranjeros, incluso mientras que esos mismos activos rinden un retorno sano en monedas locales. Preocupaciones sobre quien llevará el riesgo cambiario o, alternativamente, quién llevará los costes de cobertura, son un factor adicional que retarda la inversión internacional. Junto con el riesgo de la moneda extranjera, los riesgos políticos pueden generar sesgos entre las opiniones extranjeras y domésticas relacionadas con el riesgo-ajustado previsto para un activo. La consecuencia de tales expectativas duales es un precio de evaluación de un mercado más bajo para esos activos y un nivel inferior de la inversión extranjera que existiría en ausencia de tales distorsiones.

Independientemente de cualquier barrera directa o indirecta, la gente parece preferir invertir en negocios locales aun si no hay riesgo cambiario o riesgo país.

³ H. Markowitz, "Portfolio selection," *Journal of Finance*, vol. 7, No. 1 (1952), pp. 77-91.

⁴ Véase a H.G. Grubel, "Internationally diversified portfolios," *American Economic Review*, vol. 58 (1968), pp. 1299-314; o B.H. Solnik, "Why not diversified internationally rather?" *Financial Analysts Journal*, vol. 30 (1974), pp. 91-135.



Los Estados Unidos no tienen ninguna barrera a la inversión de un Estado a otro, y los estados comparten una modernidad común, una cultura, una lengua y un sistema legislativo. Sin embargo, con todos los estudios que se han hecho, se ha demostrado que los inversionistas individuales e incluso los encargados de dineros profesionales tienen una preferencia leve por inversiones en sus propias comunidades y estados. La confianza, crucial aspecto de la inversión, se cimienta más fácilmente en la familiaridad de comunidades locales.

Los investigadores han encontrado constantemente que, en general, los inversionistas asignan una porción excesiva de sus ahorros en el marco nacional. Debido a la aversión al riesgo, tienden, a su propio detrimento, a sobredescontar los retornos extranjeros. Tal asignación subóptima del capital baja los estándares de vida por todas partes.

En su papel seminal de hace veinte años, Feldstein y Horioka precisaron que, en el neto, los ahorros de las naciones generalmente están invertidos a nivel doméstico⁵. Esto implica que los ahorros globales están distribuidos ineficazmente en la inversión, significando que los ahorradores están soportando demasiados riesgos para los retornos que alcanzan y que los países con proyectos de inversión de alto-potencial están consiguiendo menos financiamiento que el que podrían emplear productivamente. Una ventaja clara de la globalización financiera es que, en la medida en que reduce el sesgo local, los ahorros serán dirigidos mejor a las inversiones más prometedoras del mundo, del desarrollo económico global de aumento y de la prosperidad. Sin embargo, siempre y cuando exista la aversión de riesgo y la confianza sea realzada por la familiaridad local, no podemos contar con que el sesgo casero se disipe completamente.

Sin embargo, ¿la globalización está reduciendo por lo menos la tendencia hacia el sesgo doméstico hacia su nivel mínimo? Los datos del examen recogidos

⁵ M. Feldstein y C. Horioka, "Domestic savings and international capital flows," *Economic Journal*, vol. 90 (el año 80), pp. 514-29.

en los Estados Unidos sugieren una oscilación grande hacia la inversión extranjera. Los residentes de Estados Unidos comenzaron a aumentar la parte de sus activos extranjeros en sus portafolios de menos de 9 por ciento en los últimos años de los 70, a cerca del 15 por ciento a mediados de los 90. Desde entonces, la tendencia ha nivelado. La asignación creciente de activos extranjeros tiene una amplia base. Ésta abarca gran parte del portafolio asignado en deuda y en acciones así como de inversión directa extranjera.

Una parte substancial del encuentro de las tendencias de activos extranjeros de los residentes de Estados Unidos coincidió con una liberalización significativa de las cuentas de capital en economías desarrolladas y de mercado emergente. En Europa occidental, mercados como el de las mercancías se integraron cada vez más y así ocurrió con las cuentas de capital. Comenzando los años 80, los controles en moneda extranjera y en flujos de capital de entrada y de salida fueron flexibilizados. En Japón, los controles capitales más restrictivos fueron flexibilizados a comienzos de los años 80, pero la liberalización importante vino a mediados de los 90 con las medidas financieras de la reforma del "big bang". Del mismo modo, muchas economías de mercados emergentes se debilitaron o eliminaron los controles sobre la cuenta de capital y sobre la moneda en los años 90. Un estudio de los controles, hecho a partir de 1983 a 1998, revela como la apertura de la cuenta de capital mejoró marcadamente en varios países⁶. Con creciente experiencia, los inversionistas de Estados Unidos mejoraron sin duda alguna su familiaridad con las oportunidades de inversión extranjera, y las propensiones domésticas, paralelamente declinaron.

Los datos sobre flujos financieros en los Estados Unidos indican que las compras extranjeras de las seguridades de Estados Unidos y de la inversión directa extranjera en los Estados Unidos comenzaron a tomar rumbo a principio de los 90, y se han aflojado en los últimos cuatro años. Un patrón similar es evidente

⁶ J. Miniano, "A new set of measures on capital account restrictions", mimeo, Universidad de Johns Hopkins, noviembre de 2000.



en las tenencias extranjeras acumuladas de las seguridades publicadas por los residentes de Estados Unidos. Hacia 1998, los residentes extranjeros poseían apenas el 6 por ciento de las inversiones de Estados Unidos, pero antes de 2001 la figura se había levantado a casi 15 por ciento. Los datos confiables sobre flujos de capital y las tenencias de las seguridades fuera de los Estados Unidos son escasos, pero en cuanto a datos que podemos reunir se puede contar una historia similar.

Aunque la diversificación internacional parece haber aumentado durante las últimas dos décadas, sigue siendo de desconcierto que, como mencioné previamente, las partes de activos extranjeros en las listas de los residentes de Estados Unidos comenzaron hacia mediados de los 90 en niveles bien debajo de la diversificación completa. Este resultado puede indicar que todavía existen barreras indirectas substanciales a los flujos de capital o que frente a un diagonal casero irreducible entre los inversionistas de Estados Unidos se está inhibiendo la diversificación geográfica.

Sigue habiendo formidables barreras institucionales indirectas a bajar el diagonal casero. Las restricciones legales en la propiedad extranjera de activos domésticos o de límites en el flujo de fondos domésticos al exterior pueden ser significativas. Las prácticas informales de revelación que favorecen a inversionistas locales y pueden conducir a las asimetrías de la información - es decir, una ventaja para los residentes domésticos en la adquisición de la información sobre las perspectivas de las inversiones - que desalientan la inversión extranjera en un país. Estas asimetrías se pueden exacerbar por diferencias entre gobiernos corporativos y las normas locales de la imparcialidad que divergen de los estándares extranjeros, socavando la confianza. Esta falta de familiaridad fomenta la aversión de riesgo y eleva el sesgo casero.

Estudios recientes sugieren que la diversidad de estándares de disclosure y de gobierno corporativo preserva el sesgo casero. Investigadores han demostrado que, en la mayoría de los países, tener el control que rinde significativas ventajas

de las que no disfrutaban los accionistas minoritarios y que una parte substancial del sesgo casero puede derivar de allí⁷. Adicionalmente, personal de la Reserva Federal y del Fondo Monetario Internacional han mostrado que, para firmas de economías emergentes que tienen conocimiento de los estándares estadounidenses de acceso y protección de los derechos de minorías accionistas, los residentes estadounidenses mantienen en acciones de las mismas en las proporciones predichas por la teoría⁸. Así, es evidente que una mejora en el reporte global y en los estándares de gobierno corporativo podría reducir significativamente el sesgo doméstico global.

En este orden de ideas, es evidente como los mercados de derivados ayudan a acortar la distancia entre las tasas riesgo-ajustadas percibidas por residentes extranjeros y domésticos en cualquier inversión particular. Los contratos a plazo de moneda extranjera y los *swaps* han ayudado a reducir el riesgo total de los papeles denominados en monedas extranjeras o a transferir los riesgos a los agentes con un mayor apetito por el riesgo o con un horizonte más largo de inversión sobre el cual amortizar pérdidas. Incluso la imposición de controles de capital, las restricciones cambiarias, o las devaluaciones de monedas con tipos de cambio fijos se pueden ahora cubrir por lo menos parcialmente a través de los contratos a plazo no entregables que liquidan en dólares el cambio de valor en un periodo predeterminado. Los *swaps* de riesgo crediticio le permiten ahora a los agentes cubrir o ceder incluso riesgo soberano. La cesación de pagos reciente de Argentina proporcionó una prueba de gran alcance de estos derivados nuevos y probó su valor, quizás incluso ayudando a limitar el contagio.

El desarrollo posterior de los mercados de derivados, particularmente en economías más pequeñas donde el riesgo idiosincrásico puede ser más difícil de

⁷ Ver a A. Dyck y L. Zingales, "Why are private benefits of control so large in certain countries and what effect does it have on their financial development?", Mimeo, Universidad de Chicago, 2001; a T. Netzer, "The value of corporate votes and control benefits: cross country analysis" *Journal of financial economics*, próximo a publicarse; y M. Doldrakis et alia, "Gobierno corporativo y el sesgo doméstico", *Journal of financial and quantitative analysis*, próximo a publicarse.

⁸ H. J. Linton y F. E. Warnock, "U.S. investor/emerging market equity portfolios: a country-level analysis", *Working Paper*, 2003.

cubrir, facilitará probablemente mayores flujos fronterizos y una distribución más productiva del ahorro global. El desarrollo coincidente de los mercados de derivados locales puede facilitar el desarrollo de los mercados de las obligaciones en moneda local en economías pequeñas o de mercados emergentes, dando a inversionistas extranjeros y domésticos más herramientas con las cuales cubrir su exposición al riesgo país.

III. ¿cuáles son las implicaciones económicas verdaderas de la globalización financiera?

Debe ser evidente que se está suscitando un proceso de globalización financiera, de alguna manera largo, pero hasta ahora incompleto. El desarrollo adicional debe conducir al enriquecimiento y al crecimiento de las economías en desarrollo, en la medida en que los ahorros globales se dirigen eficientemente a la acumulación de capital en esos países en donde el producto marginal del capital es más alto.

Otro resultado posible del proceso de globalización financiera son los crecientes desequilibrios de balanza de pagos internacionales cada vez más grandes entre países que exportan su superávit y aquellos que reciben capital para cubrir su déficit. Sin embargo, tales desarrollos no se deben tomar necesariamente como muestra de un problema sistémico. Pueden, de hecho, ser una muestra que la economía global está llegando a ser más eficiente al dirigir el capital a los activos con el índice de retorno ajustado de riesgo más alto. A lo largo de las últimas décadas, las economías que han liberalizado primero y en mayor grado, y que protegen creíblemente los derechos de propiedad de los extranjeros, han podido recibir la mayor porción de capital que fluye libremente y ello ha facilitado mayores afluencias netas y déficits por cuenta corriente más grandes.

Este proceso pudo haber contribuido a la ampliación reciente del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos. Esa ampliación coincidió con una revaluación sostenida del dólar de Estados Unidos en los últimos años de los 90, sugiriendo que la demanda neta de activos de Estados Unidos sería un factor importante que habría conducido a ensanchar significativamente el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos. Según lo observado anteriormente, el apetite de los ahorradores de Estados Unidos para aumentar la parte de su portafolio dedicado a los activos extranjeros comenzó a disminuir, prácticamente al mismo tiempo la liberalización de la cuenta de capital en otros países liberó una piscina grande de los ahorros que se invirtieron internacionalmente. Estos ahorros nuevamente liberados fluyeron desproporcionadamente a los Estados Unidos, en donde por consiguiente uno debe asumir que los retornos ajustados por riesgo fueron percibidos como los más altos nunca antes registrados.

Al parecer, la rápida ganancia de productividad de Estados Unidos nunca antes vista elevó las expectativas de retorno de los activos americanos. Por otra parte, la crisis asiática en 1997 se combinó con el *default* ruso al año siguiente para revertir el entusiasmo por invertir en economías en desarrollo. Las crisis recordaron a los inversionistas extranjeros las barreras indirectas que continúan existiendo, en especial en el mundo en desarrollo: una carencia de revelación contable adecuada y de buen gobierno corporativo; estructuras legales subdesarrolladas, y a menudo caprichosas, para la disolución de los contratos y para la bancarrota; e intervención a posteriori del gobierno en favor de los inversionistas locales por sobre los extranjeros. Los flujos de capital a las economías de mercado emergente, que habían registrado niveles récord a principios de los años 90, se contrajeron consecuentemente. En contraste, los mercados financieros profundos y amplios de los Estados Unidos y el bien desarrollado sistema legislativo, con una historia larga de respeto por la propiedad privada atrajeron flujos financieros records a los Estados Unidos.

La lección que debemos extraer, sin embargo, no es que la continuada globalización financiera atraerá cantidades crecientes de capital a los Estados



Unidos o aun al mundo industrializado más generalmente. Hay límites a la acumulación de las demandas netas contra una economía que los déficit en cuenta corriente persistentes implican. El coste de mantener tales demandas se agrega al déficit de cuenta corriente y, bajo ciertas circunstancias, puede ser desestabilizante.

El tamaño bruto de excedentes trimestrales o anuales globales y de los correspondientes déficit aumentará en la medida en que las barreras indirectas a la inversión transfronteriza se eliminan y se reduce el sesgo doméstico en la medida en que mejoren los estándares internacionales de la contabilidad y de la revelación, las asimetrías de información que existen actualmente entre los inversionistas extranjeros y domésticos disminuirán. Es de esperar que la adecuada revelación se acompañe del desarrollo de las instituciones que reducirán la corrupción, y de la mejora del gobierno corporativo, el respeto por la propiedad privada y por los derechos de los accionistas minoritarios. Junto con el crecimiento de mercados más profundos y más amplios para los derivados, estos progresos deben disminuir el riesgo de la inversión transfronteriza, haciendo una gama más amplia de los activos del mundo, más atractiva a los inversionistas internacionales.

A pesar de mucho progreso, el proceso de la integración financiera global está lejos de ser completo. La mayoría de las barreras directas a los flujos de capital internacionales se han eliminado, sin embargo, numerosas barreras indirectas aún persisten. Mientras que un arsenal impresionante de innovaciones financieras ha brotado en las décadas recientes, la incapacidad de los participantes del mercado para cubrir, transar e compartir ciertos riesgos, especialmente los relacionados con la inversión transfronteriza, implican que los mercados financieros todavía necesitan más innovación y profundidad. Tales barreras a los flujos de capital preservan el sesgo local e impiden la distribución eficiente del ahorro global hacia las inversiones más productivas.

Debemos recordar que en la medida en que la globalización financiera madure tendrá consecuencias para las economías a las que no podemos sustaernos. Los flujos de capital globales aumentarán de tamaño y cambiarán de dirección



más fácilmente. En consecuencia, los desequilibrios temporales ocurrirán naturalmente de tiempo en tiempo. Para contrabalancear este fenómeno, necesitamos considerar varias iniciativas multilaterales de política, desde los estándares internacionales de contabilidad hasta los requisitos de capital internacional para los bancos, desde una "nueva arquitectura financiera" hasta la prevención de crisis y los mecanismos de resolución. También, los participantes del mercado necesitarán realzar su capacidad de manejar las grandes cantidades de colateral que están integradas a las finanzas modernas globalizadas. Nuestras metas deben incluir, no sólo estabilidad financiera global, sino también la promoción de la libertad de los flujos de capital dirigidos a sus aplicaciones más productivas a través del mundo. Esa meta traerá una mayor estabilidad financiera y un futuro más próspero para todos los que elijan participar en la economía global.