



UNIVERSIDAD NACIONAL
AVENIDA DE
MÉXICO

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

PROGRAMA DE MAESTRÍA EN ECONOMÍA

FACULTAD DE ECONOMÍA

*Flujos de Capital Extranjero y su
Impacto en el Crecimiento Económico
en México, América Latina y el Caribe*

T E S I S

QUE PARA OPTAR POR EL GRADO DE:

MAESTRO EN ECONOMÍA

CAMPO DE CONOCIMIENTO - ECONOMÍA APLICADA

P R E S E N T A :

JOSE ISRAEL MUCIÑO JARA

TUTOR:

DR. BENJAMÍN GARCÍA PÁEZ

2011





Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

Agradecimientos

*Para mis padres y hermanos: **Paulino, Candelaria, Pedro y Berenice,**
por su apoyo incondicional y completo en todos los proyectos de mi vida.
Mi admiración, motivación y amor por siempre.*

*Amigo y arquitecto académico:
Benjamín García.*

*Para mis queridos amigos y compañeros
de la disciplina económica y laboral,
pero sobre todo de la vida.*

*Sinodales, por sus valiosas aportaciones a este trabajo:
Dr. José Luis Clavellina, Mtro. Javier Galán,
Dr. Juan Ramiro de la Rosa y Dr. José Francisco Reyes.*

*Por el amparo académico y laboral:
A la Universidad Nacional Autónoma de México y
Facultad de Economía.*

Índice

INTRODUCCIÓN	1
I. SITUACIÓN ACTUAL	6
I.1 Evolución Global de los Flujos de Capital.....	6
I.2 Tendencias Recientes en América Latina.....	13
I.3 Conclusión	22
II. ECONOMÍA DEL CAPITAL EXTERNO Y CRECIMIENTO ECONÓMICO	24
II.1 Integración Financiera Internacional.....	24
II.2 Enfoque Alternativo Sobre la Integración Financiera Internacional	34
II.3 El Debate Neoclásico de los Flujos de Capital.....	37
II.4 Conclusión	42
III. IMPACTO DE LOS FLUJOS DE CAPITAL EN EL CRECIMIENTO ECONÓMICO	45
III.1 Estudios Precedentes.....	45
III.2 Metodologías.....	60
III.3 IFI y Crecimiento Económico.....	67
III.4 IED y Crecimiento Económico	77
III.5 IFI y Crecimiento Económico en México.....	83
III.6 IED y Crecimiento Económico en México	91
III.7 Conclusión	96
IV. CONCLUSIONES GENERALES	100
BIBLIOGRAFÍA	104
ANEXO A	109

INTRODUCCIÓN

El crecimiento de los países en desarrollo puede provenir de dos fuentes: la primera, por el aumento de la productividad total de sus factores y, la segunda, por las adiciones de capital externo que les permitan impulsar una dinámica de crecimiento más intensa en caso de que la inversión estuviera limitada por el bajo nivel de ahorro e ingreso interno. No obstante, con respecto a esta última opción de política, no hay un consenso unánime y el debate gira en torno a dos preguntas interrelacionadas, ¿El capital foráneo estimula o inhibe al crecimiento económico de un país? ¿Puede el capital extranjero ayudar a los países en vías de desarrollo a crecer, ya sea por el avance del conocimiento y de la productividad de la economía, o bien, por el incremento de sus propios factores de producción?

Desde el periodo de posguerra, guiándose por la experiencia exitosa de algunas economías en el sudeste asiático beneficiadas por el Plan Marshall, un elemento distintivo en la agenda para el desarrollo económico ha sido la creación de políticas para estimular la transferencia de bienes de capital de las naciones ricas hacia los países pobres. En décadas más recientes, los postulados del enfoque neoclásico sobre la teoría del comercio han sido reanimados para dar paso a la política de liberalización de la cuenta de capital de la balanza de pagos, la cual en su profundización, ha conducido a un proceso de *Integración Financiera Internacional* (IFI) en que los flujos de capital no sólo se han dado en el patrón acostumbrado, es decir, entre las economías desarrolladas y en desarrollo, sino también entre las llamadas economías emergentes y las naciones más atrasadas.

Desde la perspectiva neoclásica, la IFI postula que el flujo de capitales opera de las economías ricas hacia las economías con capital relativamente escaso, que ello aumenta el nivel de ahorro e inversión, facilita la distribución de riesgos y, por tanto, reduce el costo del capital; incrementa la especialización de la producción, la asignación de capital, y el crecimiento económico. De acuerdo con este enfoque, los flujos de capital facilitan la transferencia o la difusión de la gestión conocimientos tecnológicos; mejoran el funcionamiento interno de los sistemas financieros, a través de la intensificación de la competencia y la importación de recursos y servicios financieros, con externalidades positivas en el crecimiento; y, por último, promueven el crecimiento en los países en ambientes caracterizados por sólidas instituciones públicas y políticas macroeconómicas.

Sin embargo, el proceso de IFI enfrenta un intenso debate enfocado no sólo en sus predicciones teóricas, sino en sus resultados. Por un lado, el debate tiene que ver con la dirección esperada de los flujos de capital conforme al postulado neoclásico, es decir, el movimiento del capital de los países con capital abundante hacia los países con capital escaso, sino a la inversa como lo advirtiera Lucas (1990). Más aún, algunos economistas del desarrollo han constatado que los flujos de capital tampoco se dirigen hacia las economías emergentes más atractivas en términos crecimiento económico y, por tanto, mejores oportunidades de inversión (Gourinchas y Jeanne, 2006). Por su parte, Prasad, Rajan y Subramanian (2006), encuentran evidencia en países en desarrollo que con una menor dependencia relativa del capital externo, tienen un ritmo de crecimiento del producto relativamente más rápido. En línea con lo anterior, se plantean dos preguntas que han desencadenado una nueva etapa de investigación ¿Por qué el capital no fluye de los países ricos hacia los países pobres como lo predice el modelo neoclásico estándar? ¿Por qué los países con menor dependencia de la inversión extranjera y de los flujos de capital crecen más rápido, en comparación de los países con mayor dependencia y menor crecimiento económico?

Por el otro lado, el debate gira en torno a la responsabilidad de la IFI en la creación, propagación y difusión de las crisis financieras en las últimas décadas en Asia y América Latina. Exponentes de ésta posición crítica (como Bhagwati, Rodrik y Stiglitz) recomiendan a los gobiernos de los países en desarrollo de considerar los riesgos inherentes del proceso de apertura de la cuenta de capital de balanza de pagos. Como resultado, estos autores argumentan que la trayectoria de crecimiento de las economías en desarrollo se ha interrumpido, inclusive hasta por décadas, debido al fracaso en el proceso de IFI.

Por otra parte, lo cierto es también que una vez atraídos los flujos de capital se vuelven inocuos en las economías en desarrollo si éstas no elevan y fortalecen las capacidades de absorción de las potencialidades productivas del capital externo, pero particularmente si no cuentan con las instituciones adecuadas y las políticas económicas correctas para asignarlo a sus mejores usos productivos. La capacidad de absorción se define como la habilidad de atraer flujos de inversión extranjera, particularmente en términos de Inversión Extranjera Directa (IED), hacia sus mejores usos alternativos y se asocia, además de los elementos arriba enunciados, a la conformación de sistemas financieros desarrollados con las apropiadas medidas de supervisión y transparencia financiera.

Es pertinente acotar, sin embargo, que debido a la dificultad de obtener evidencia sobre la relación causal entre apertura de la cuenta de capital de balanza de pagos, y desarrollo de instituciones y capacidades para canalizar los flujos financieros hacia la inversión productiva en los países desarrollados, el argumento “capacidad de absorción” ha sido vinculado más a la escasez relativa de demanda de capital. Cada vez más se admite que la transformación de flujos financieros en inversión productiva requiere no sólo de un entorno macroeconómico estable, sino de condiciones internas para la demanda de inversiones. Bajo una hipotética y perfecta integración financiera internacional, la oferta de fondos es perfectamente elástica, la inversión alcanza su nivel “natural” y los ahorros adicionales no se invierten, pero se consumen a menos que haya perturbaciones en la demanda de inversión real: los flujos de capital extra se desviarían hacia usos no productivos (Murshid, 2005 y La Marca, 2004, p. 34).

Lo cierto es que sólo se puede potenciar la rentabilidad de las inversiones, incentivar las exportaciones y, por tanto, el crecimiento económico, si la presencia de capital externo se acompaña del mejoramiento y la profundización de los sistemas financieros, así como de sólidas políticas macroeconómicas para orientarlo hacia el crecimiento y desarrollo.

En presencia de un sistema financiero frágil, es probable que los efectos del capital extranjero se canalicen hacia proyectos que no multiplican la inversión en el sector de bienes transables manufactureros, sino hacia inversiones no transables como en el caso de bienes inmobiliarios o la adquisición de capital productivo ya existente. Así, el escaso desarrollo financiero y, en lo general, la carencia de una política económica apropiada, podrían socavar la deseable complementariedad entre el capital externo y la inversión nacional.

Bajo las premisas anteriormente expuestas, el *objetivo* de la presente investigación, consiste en evaluar el impacto de los flujos de capital externo en el crecimiento económico, así como de analizar la consistencia de los modelos teóricos que intentan explicar el funcionamiento de esos flujos en México, y en una muestra seleccionada de países de América Latina durante el periodo 1979-2009, el cual, a su vez, permitirá cotejar los resultados estimados en la etapa de transición comercial de economías cerradas hacia economías abiertas, que con diferencias en la fecha específica, tuvieron lugar entre las décadas de 1970 y 1990; y en los periodos de pre-profundización financiera entre las décadas de 1980-1990, y el periodo de pos-liberalización ubicado a partir de la década de 1990 hasta 2009.

En esta perspectiva, el trabajo caracteriza las tendencias actuales de los flujos de capitales en los países en vías de desarrollo; cuantifica los efectos de los flujos de capital en el crecimiento económico y, por último, proporciona elementos para evaluar el desempeño del capital externo

[IED e Inversión de Portafolio (IP), principalmente], en las diversas estructuras productivas, sistemas financieros y políticas macroeconómicas que los países en estudio han acumulado en la búsqueda del desarrollo.

En este contexto, la *hipótesis* que sustenta este trabajo es que, además de la cantidad y calidad de los flujos de capital hacia los países en vías de desarrollo, la capacidad de absorción y la política económica para inducirlos hacia la producción de bienes e insumos sectores estratégicos en las economías nacionales, determinan el impacto favorable sobre el crecimiento económico.

Después de la presentación de los parámetros de referencia en que se da la discusión académica sobre un tema tan importante en la agenda de desarrollo de los países en América Latina como es el proceso de IFI, los resultados de la investigación se informan de la siguiente manera: El primer capítulo describe la evolución de los flujos de capital externo tanto a escala global como de una muestra seleccionada de países en la región de América Latina, durante el periodo 1980-2009 interpretando en forma preliminar las evidencias estadísticas disponibles sobre algunos hechos estilizados observables.

El segundo capítulo, revisa la literatura teórica sobre los efectos de los flujos de capital y el crecimiento económico, mediante el análisis de la política de Integración Financiera Internacional inspirada en el modelo neoclásico convencional, particularmente en cuanto a la direccionalidad de los flujos de capital, e impulsada por las grandes instituciones financieras multilaterales como el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial. Además, este mismo capítulo ofrece los principales enfoques alternativos sobre la IFI, que cuestionan tanto las consecuencias adversas generadas por ésta en términos de inestabilidad macroeconómica y ocurrencia de crisis financieras, como el debate contemporáneo sobre el comportamiento en la dirección de los flujos de capital en el modelo neoclásico convencional.

El tercer capítulo persigue cuatro propósitos. En primer lugar formaliza la presentación de los estudios empíricos precedentes sobre los efectos de la IFI en el crecimiento económico. En segundo lugar, busca evidencias empíricas para la validación de la hipótesis planteada, es decir, evalúa en forma cuantitativa el impacto del capital externo en el crecimiento económico en una muestra seleccionada de dieciséis países de América Latina mediante diversas técnicas econométricas -Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO), Mínimos Cuadrados Ordinarios en Dos Etapas con Variables Instrumentales (MC2E-VI) y Panel Dinámico. En tercer lugar, intenta obtener evidencias más claras y específicas para las economías incluidas en la muestra, mediante la aplicación de esos mismos procedimientos econométricos considerando sólo a los

flujos de IED. Por último, se precisa el efecto de los flujos de capital externo en el crecimiento económico en el caso concreto de México.

Finalmente, el capítulo cuarto concluye tanto con la presentación de los principales hallazgos empíricos obtenidos, como con el planteamiento de opciones de política pública asociadas para una mejor administración de los flujos de capital externo a las economías latinoamericanas bajo estudio. Este capítulo también propone direcciones para la investigación futura en este ámbito.

Como en toda investigación económica aplicada, esta tesis es un producto colectivo, dirigido y supervisado por el Dr. Benjamín García Páez. En el proceso completo de planeación se ha beneficiado de los puntos de vista, observaciones y recomendaciones de diversos miembros de la comunidad académica del Posgrado en Economía de la UNAM. Sin embargo, todos ellos están exentos de cualquier posible insuficiencia en términos tanto del marco teórico y/o de la metodología en esta tesis, tanto en la búsqueda de evidencias empíricas para validar la hipótesis y lograr el objetivo propuesto, como de las alternativas de política pública inferidas. Asumo, por lo tanto, la plena responsabilidad intelectual del proceso y sus resultados finales.

México, D.F., Ciudad Universitaria, Junio de 2011.

I. SITUACIÓN ACTUAL

Este capítulo tiene como objetivo, establecer los principales hechos estilizados observados de los flujos de capital y el crecimiento económico que motivaron la presente investigación. Primero, en referencia a una muestra seleccionada de países en desarrollo situados en diversas regiones económicas del mundo, se informa sobre la dirección y comportamiento de los flujos de capital, a fin de tener una primera inferencia del impacto de los flujos de capital en el crecimiento económico, ya sea bajo la modalidad de Inversión Extranjera Directa (IED) y/o de Inversión de Portafolio (IP), toda vez que la calidad y cantidad de los mismos generan efectos diferenciados en el desempeño macroeconómico de las economías receptoras. Posteriormente, el capítulo se focaliza América Latina y el Caribe, tanto para observar las tendencias recientes en los inlfujos de capital externo hacia la región como para formular las primeras percepciones al respecto. Por último, se formula una conclusión específica al capítulo.

I.1 Evolución Global de los Flujos de Capital

La cuenta corriente de balanza de pagos puede definirse como el ahorro de un país menos su inversión ($X - M = S - I$), y proporciona una medida del saldo neto en la cuenta de capital de balanza de pagos. Si el saldo neto del flujo de capital (flujos de capital tanto privado como público; el rubro errores y omisiones; y la acumulación de reservas internacionales) es positivo en un periodo determinado de un país dado, o bien, existe un exceso en el nivel de ahorro doméstico sobre el nivel de inversión nacional en ese mismo periodo, existirá un superávit en cuenta corriente de balanza de pagos. Un déficit en cuenta corriente de balanza de pagos, por su parte, implicaría la situación inversa, un saldo neto negativo de inlfujos de capital o, en forma equivalente, un exceso en el nivel de inversión de un país por arriba de su nivel de ahorro doméstico.¹

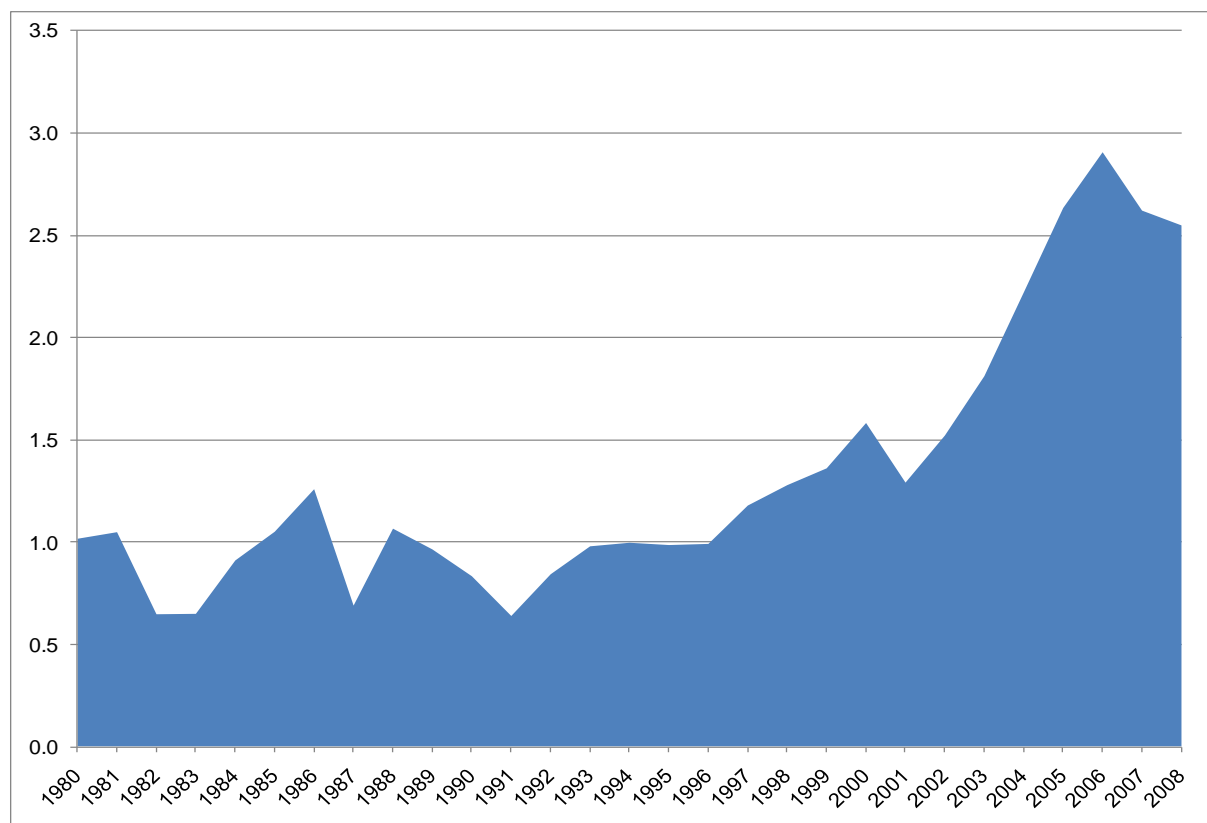
La gráfica 1 muestra los flujos financieros netos a nivel mundial, en términos de superávit en cuenta corriente de balanza de pagos de los países exportadores de capital como proporción del PIB mundial. A partir de la instalación de las reformas estructurales de primera generación, particularmente aquéllas de carácter comercial y financiero, los movimientos de capital se han incrementado a una tasa promedio anual de 9.2% durante el periodo de estudio -con la particularidad de que después de lo que Prasad *et al.* (2006, p. 5) denomina la etapa ‘dorada’²

¹ Típicamente, mientras que el primer rol lo desempeñan los países industrializados, el segundo es cumplido por economías en desarrollo.

² Prasad, *et al.* (2006, p. 5), caracterizan a la etapa de 1985-1997 como la época de oro de la integración financiera internacional en tiempos recientes, debido a la liberalización de las restricciones para la movilidad de capitales en gran parte de las economías nacionales, y por tanto, al incremento de los flujos de capital observados en el periodo.

de la Integración Financiera Internacional (IFI)- entre 2001 y 2008, este mismo indicador ha aumentado de manera más acelerada, precisamente a una tasa de 19.2% en promedio anual como una evidencia no sólo de mecanismos financieros más sofisticados y desarrollados, sino de los enormes requerimientos demandados en la región Asia-Pacífico.

Gráfica 1. Superávit de la Cuenta Corriente como % del PIB Mundial 1980-2008

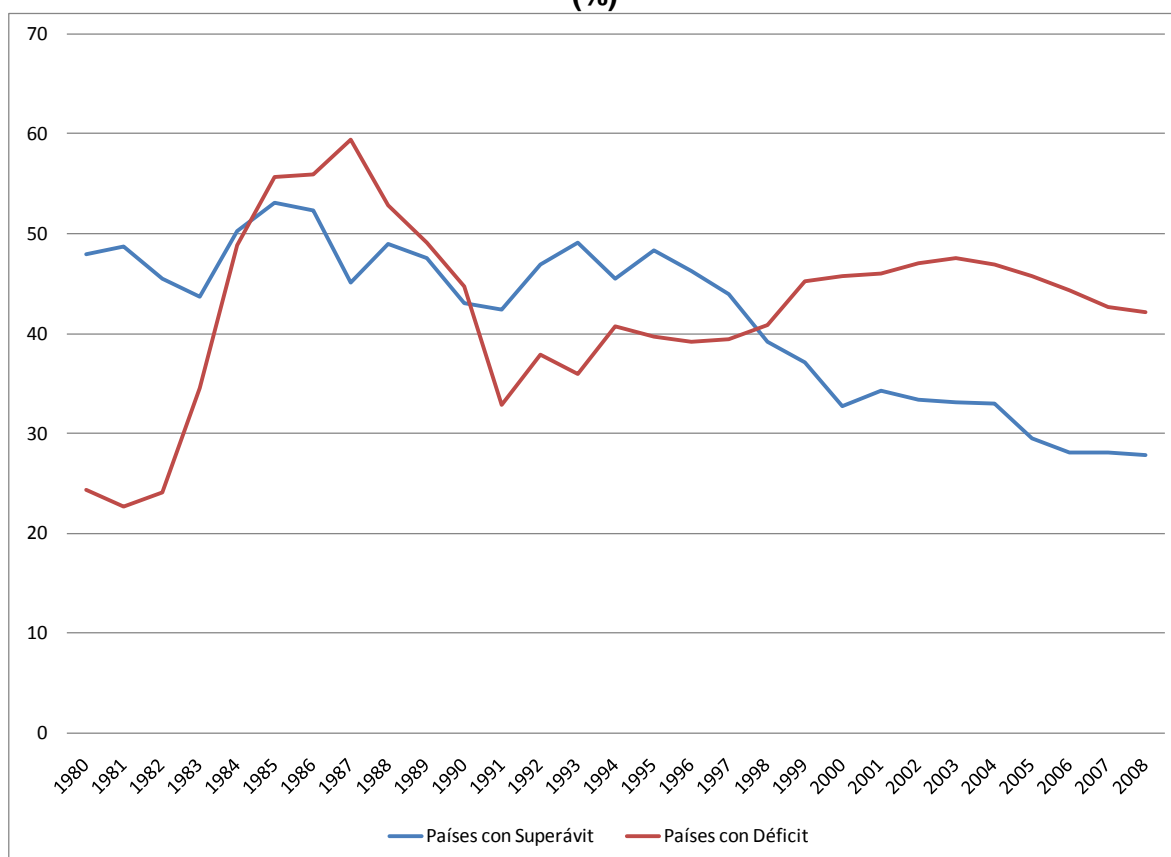


Fuente: World Economic Outlook (WEO) del Banco Mundial.

Aunque la densidad del flujo financiero neto mundial es importante *per se*, la característica clave a constatar es su direccionalidad reciente de tales flujos toda vez que parece no ajustarse al patrón predecido por la teoría convencional, en el sentido de que los movimientos de capital fluye de los países ricos con una alta relación capital-trabajo (K/L) hacia los países pobres con tasas (K/L) relativamente más bajas pero con una alta productividad marginal del capital (Lucas, 1990). Sin embargo, el ingreso medio per cápita³ de los países con excedente en la cuenta corriente de la balanza de pagos, ha descrito una tendencia a la baja. En consecuencia, el ingreso per cápita medio de los países en situación de déficit en cuenta corriente de la Balanza de Pagos, ponderado de manera análoga, ha mostrado una tendencia ascendente (Véase gráfica 2).

³ Es decir, ingreso medio per cápita medido en términos relativos del nivel correspondiente al país más rico en un año determinado, y ponderado por su superávit.

Gráfica 2. PIB per cápita de los Países Exportadores e Importadores de Capital 1980-2008 (%)



Fuente: Elaboración propia con base a datos del World Economic Outlook (WEO) y cálculos de Prasad *et al.* (2006).

La gráfica 2, muestra que aunque en un periodo relativamente corto entre 1985 y 1990 fue perceptible la trayectoria divergente entre los países en situación de superávit en cuenta corriente de la balanza de pagos y aquéllos en situación de déficit, a partir de 1998 se observa en forma inequívoca que estos últimos se han convertido en los nuevos exportadores de capital. Esto denota que los flujos de capital no solo han dejado de dirigirse de los países ricos hacia los países pobres en las magnitudes predecidas por el modelo neoclásico estándar, sino que ahora se opera en forma inversa, es decir, de los países pobres a los países ricos, dando soporte a la denominada “Paradoja de Lucas” (Lucas, 1990).

Más aún todavía, parte de la literatura especializada ha constatado que el capital externo no fluye ni siquiera a los países en desarrollo con más rápido crecimiento económico, donde por extensión, la productividad marginal del capital es más alta que en otras economías en desarrollo, pero estancadas (Gertler y Rogoff (1990); Reinhart y Rogoff (2004)).

Gourinchas y Jeanne (2006), por su parte, sostienen que entre los países en desarrollo el capital debe fluir en mayor cantidad hacia aquéllos que han crecido más rápido en una etapa determinada, es decir, hacia las naciones que puedan tener las más rentables oportunidades de inversión.

Para una primera inferencia estadística de lo anterior, la gráfica 3 que clasifica a los países no industriales⁴ en tres grupos de igual tamaño demográfico, separa los casos de China e India, y calcula el déficit acumulado de la cuenta corriente de balanza de pagos para cada uno de esos casos.

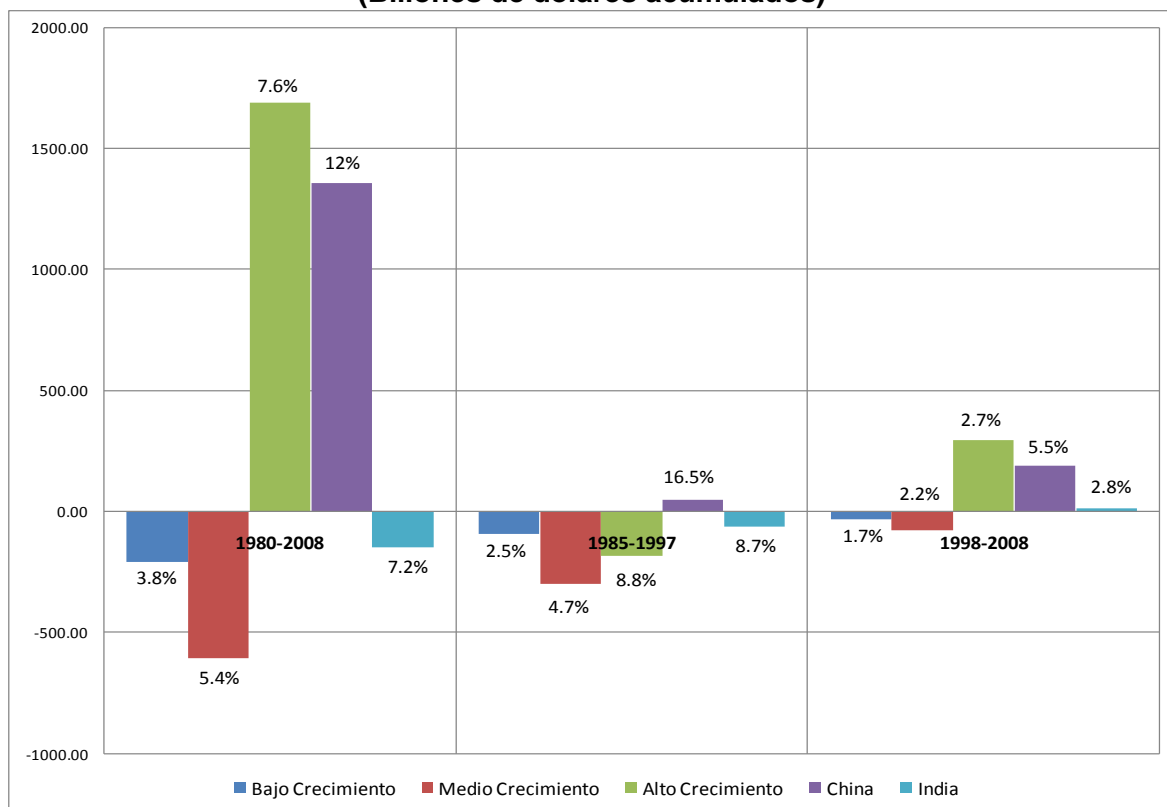
Se muestra que durante el período 1980-2008 han sido mayores los influjos netos de capital hacia economías en desarrollo con crecimiento alto y China, en comparación de aquéllos flujos de capital canalizados a los países en desarrollo de los grupos de una dinámica de crecimiento lenta y media, teniendo a India como acompañante.

Distinguiendo dentro del periodo de referencia, dos subperiodos: 1985-1997 y 1998-2008, se denota que mientras en el primero los tres grupos de países, incluyendo India, eran importadores de capital, en el segundo se observa un nuevo fenómeno: que el grupo de países en desarrollo con mayor dinamismo económico, pero ahora acompañados de China e India, se convierten en exportadores netos de capital.⁵

⁴ Véase apéndice A, cuadro A1.

⁵ A este nuevo patrón de movimientos de capital, Gourinchas y Jeanne (2006) lo han denominado como el “*Dilema de la Asignación*”.

Gráfica 3. Cuenta Corriente de Balanza de Pagos de los Países No Industriales 1980-2008, (Billones de dólares acumulados)



Nota: Las cifras positivas (negativas) indican superávit (déficit) en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Las cifras por encima de las barras indican las tasas de crecimiento promedio del PIB per cápita real.

Fuente: Elaboración propia con base a datos del World Economic Outlook (WEO), Penn World Table Versión 6.3 y cálculos de Prasad *et al.* (2006).

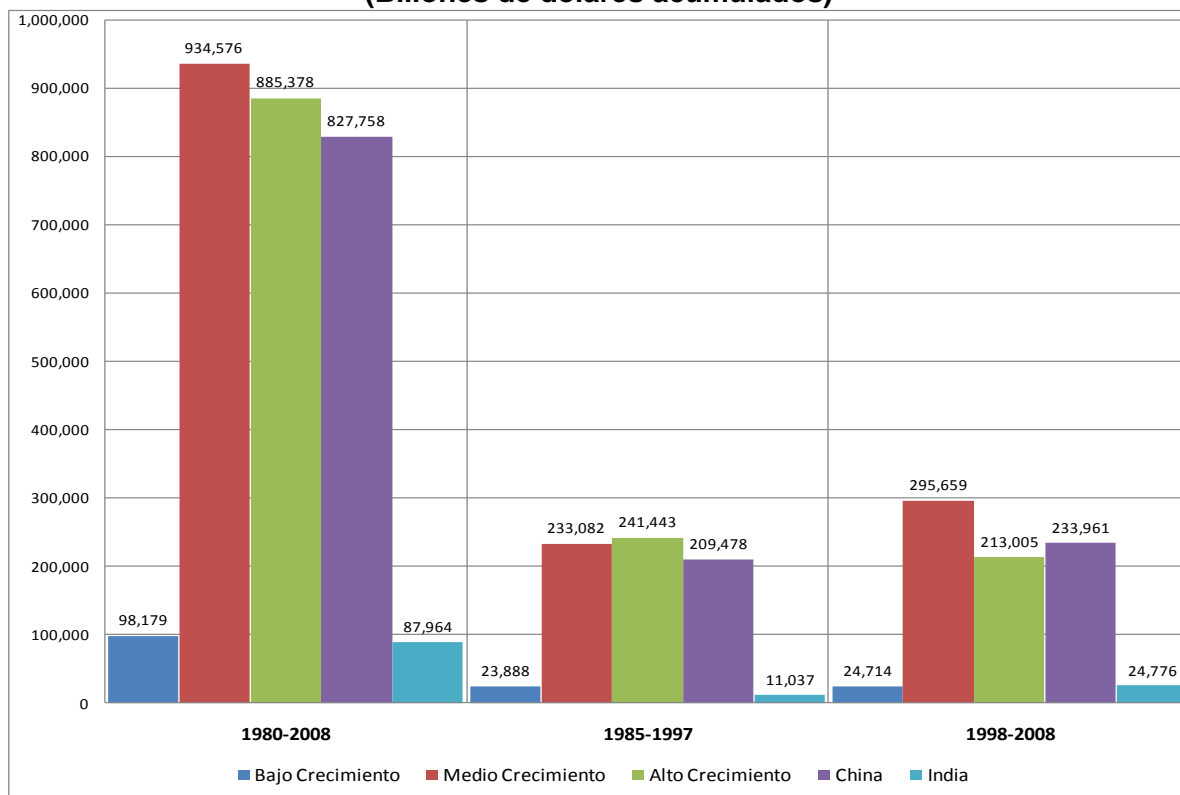
Por otro lado: “desde una perspectiva financiera, el flujo neto de todas las formas de capital es el determinante del crecimiento económico. Pero no todos los componentes de ese flujo son iguales, ya sea en términos de asignación o de sus efectos sobre el crecimiento. De hecho, la asignación de capital presenta una imagen más clara cuando se considera únicamente a la Inversión Extranjera Directa (IED)” (Prasad *et al.*, 2006, p. 3).

Lo anterior, se concreta en la medida en que la IED representa una relación a largo plazo entre el inversor externo y la economía receptora.

La gráfica 4, muestra que en el período 1980-2008 los flujos netos de IED no tienen como destino principal a los grupos de países en desarrollo con tasas bajas y medias de crecimiento, sino que son atraídos por el grupo de países con alto crecimiento económico, en compañía de China, en virtud de su frontera más amplia de oportunidades de inversión. De nuevo, aquí se presenta la relación perversa ya observada, países como China y el grupo de países de alto

crecimiento no utilizan toda la inversión foránea que reciben, y se vuelven exportadores netos de capital.

Gráfica 4. Inversión Extranjera Directa de los Países No Industriales 1980-2008, (Billones de dólares acumulados)



Fuente: Elaboración propia con base a datos del World Economic Outlook (WEO), Penn World Table Versión 6.3 y cálculos de Prasad *et al.* (2006).

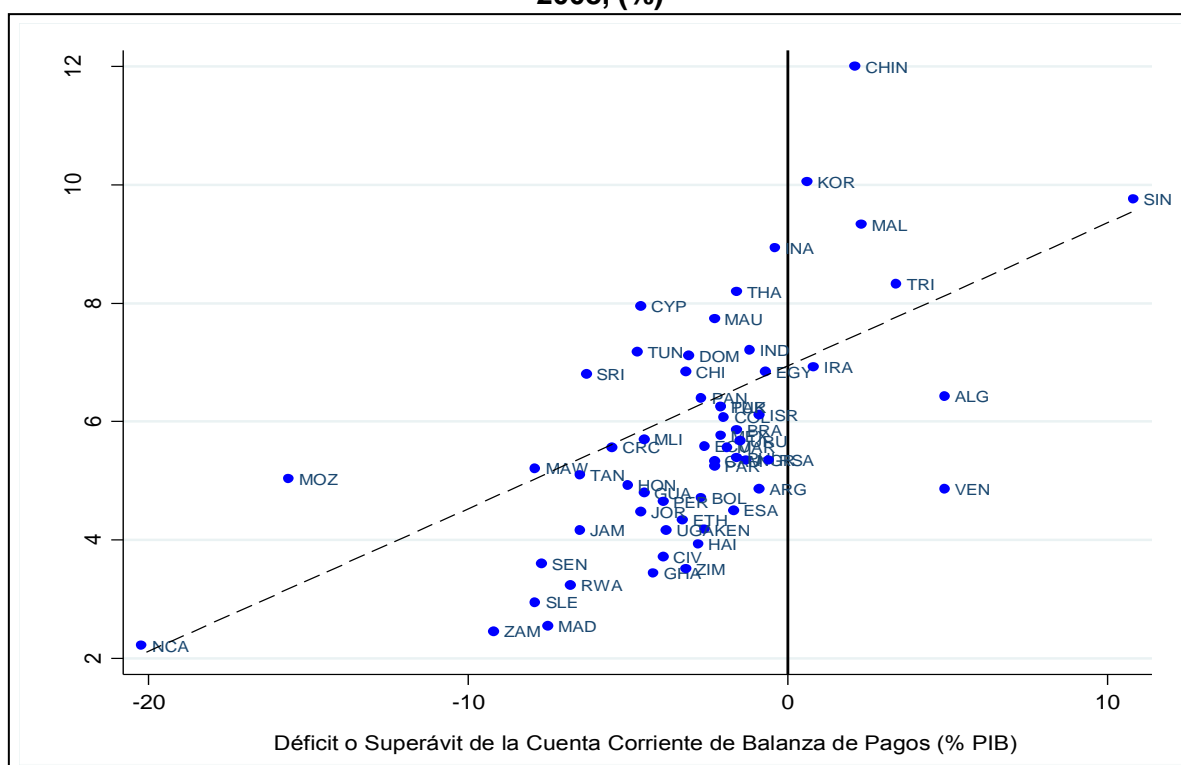
Conforme a la anterior agrupación, se observa que en los dos subperiodos, no obstante ligeras variaciones de participación, se mantiene el mismo patrón: el grupo de los países en desarrollo de medio crecimiento reciben casi proporcionalmente la misma cantidad de IED que los otros grupos de países de alto crecimiento y, por supuesto, que las dos economías emergentes más dinámicas: China e India. Lo anterior, en un abierto contrasentido del postulado del enfoque convencional.

Como lo plantea Henry (2006), el crecimiento de las economías en equilibrio estable proviene principalmente de aumento de la productividad total de los factores. Pero para los países pobres, donde la inversión en capital físico está restringida por el bajo nivel de ahorro interno e ingreso, en cambio, el crecimiento sólo puede derivarse de adiciones netas de recursos externos que les permitan alcanzar una dinámica productiva más rápida. En este contexto es precisamente donde adquiere relevancia el planteamiento presentado en la introducción: ¿El capital extranjero estimula o desalienta el crecimiento económico de un país? O bien ¿Por qué

los países con menor dependencia de los flujos de capital externo parecen crecer más rápido en comparación de los países con mayor dependencia y menor crecimiento?

Con las evidencias estadísticas disponibles, una primera aproximación a la respuesta correcta puede ser inferida al observar la correlación entre el crecimiento del PIB per cápita y el saldo de la cuenta corriente de balanza de pagos en el período 1980-2008 para la muestra de países no industrializados. La correlación entre el crecimiento del PIB per cápita y la cuenta corriente de balanza de pagos es positiva, no negativa como podría esperarse de los países no industriales que guardan una dependencia relativamente mayor con respecto al capital extranjero para financiar su crecimiento. Por el contrario, los resultados señalan que estos países dependen menos del capital proveniente del exterior y crecen más rápidamente (Véase gráfica 5).

Gráfica 5. Crecimiento del PIB per cápita y Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos 1980-2008, (%)



Fuente: Elaboración propia con base a datos del World Economic Outlook (WEO), FMI y cálculos de Prasad *et al.* (2006).

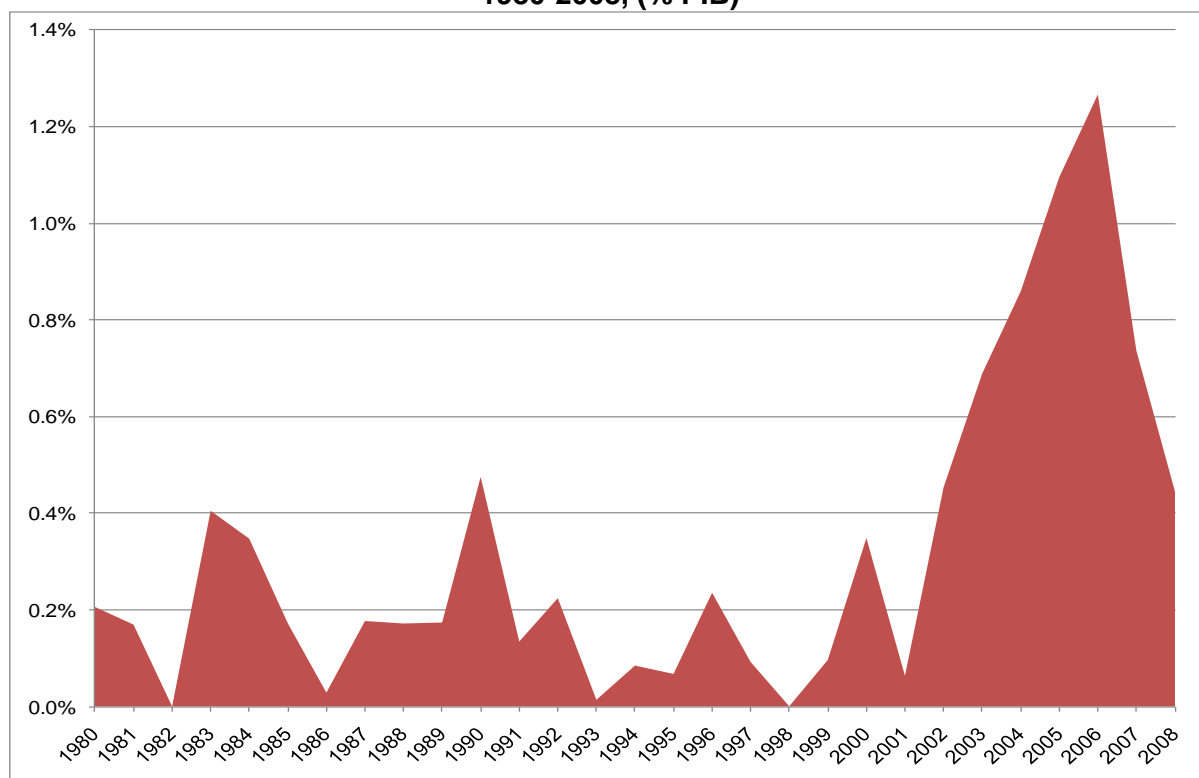
Conforme a lo anterior, es posible que cuando los países en desarrollo inducen mejores oportunidades de inversión, y son capaces de robustecer sus fondos prestables vía flujos de capital externo, se presente la situación en que no dispongan del marco institucional o los sistemas financieros que les permitan aprovechar las ventajas del capital extranjero para ampliar su infraestructura productiva o impulsar exportaciones competitivas.

De hecho, pudiera presentarse el caso que países con sistemas financieros subdesarrollados e instituciones débiles sean poco eficientes para utilizar capital extranjero en el financiamiento de su crecimiento y a favor de sus inversiones productivas. Es decir, los países pobres que crecen rápidamente tienden a generar el ahorro interno suficiente, porque los hábitos de consumo de sus hogares no responden rápidamente a niveles de ingreso más altos. Con la inversión y el consumo limitado por las deficiencias del sistema financiero nacional, los países de rápido crecimiento y pobres parecen evidenciar incapacidad de utilizar plenamente el capital extranjero para financiar su crecimiento (Prasad *et al.* 2006).

I.2 Tendencias Recientes en América Latina

El superávit de cuenta corriente de la balanza de pagos de la región, como participación del PIB, ha crecido 5.3% promedio anual de 1980 a 2008. Si bien es cierto que en el contexto de la etapa dorada de la integración financiera ocurre una caída promedio anual de 8.1%, tal situación puede obedecer a la denominada crisis de deuda o década perdida del desarrollo. Sin embargo, destaca el periodo más reciente de 1996-2008, que por ejemplo registra un aumento de 8.4% en promedio anualizado (Véase gráfica 6).

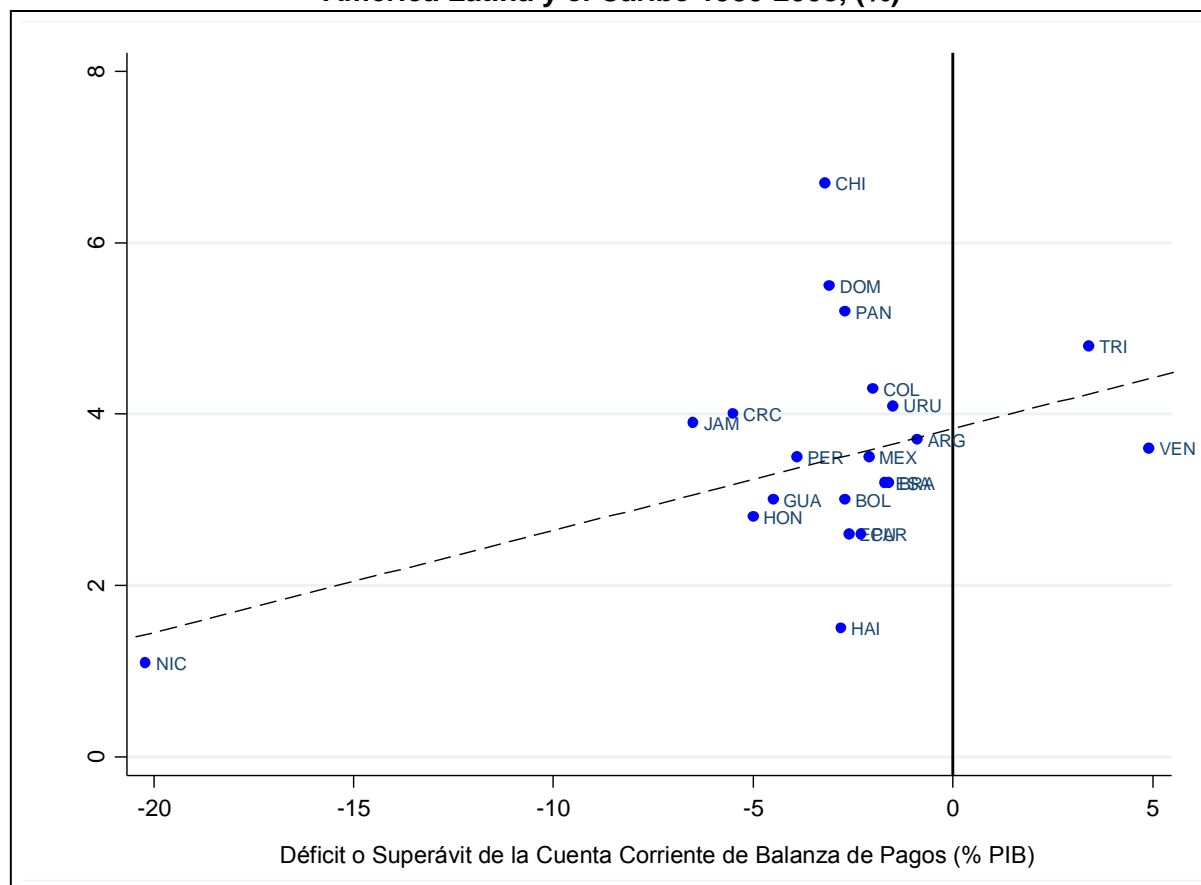
Gráfica 6. Superávit de la Balanza de Pagos de la Cuenta Corriente en América Latina 1980-2008, (% PIB)



Fuente: World Economic Outlook (WEO) del Banco Mundial.

La relación entre el crecimiento del PIB per cápita y el déficit y/o superávit de la cuenta corriente de balanza de pagos, indica que los países de la región que dependen en menor medida del capital externo, y financian sus programas económicos mediante el ingreso de exportaciones o su ahorro interno, crecen más que aquéllos que financian su inversión mediante el capital externo y, por ende, tienen un mayor déficit en el saldo de cuenta corriente de la balanza de pagos (Véase gráfica 7).

Gráfica 7. Crecimiento del PIB per cápita y Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos en América Latina y el Caribe 1980-2008, (%)



Fuente: Elaboración propia con base a datos del World Economic Outlook (WEO), FMI y Penn World Table, V.6.3.

La relación positiva entre el saldo de cuenta corriente de la balanza de pagos y el crecimiento económico puede formalizarse de la siguiente manera:

$$G = 3.9696 + 0.1137CC + \epsilon$$

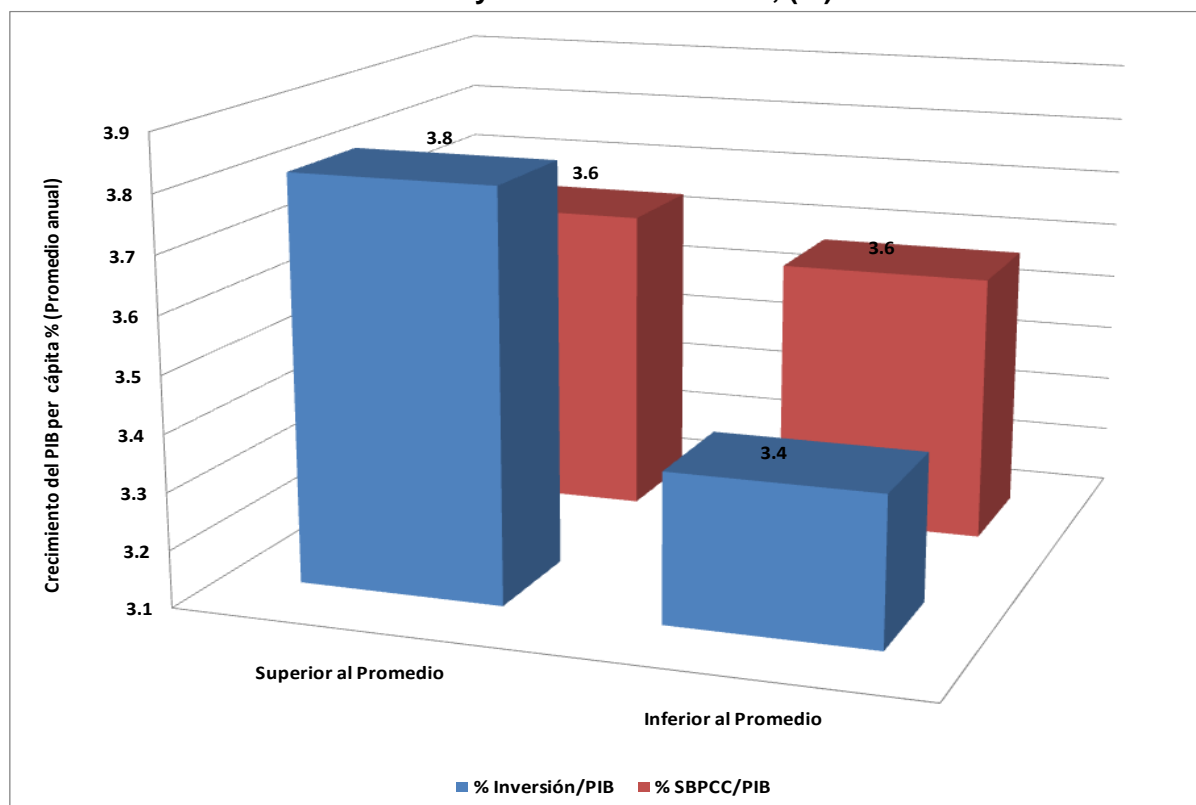
(12.5539) (1.9972)**
 $R^2 = 0.173506$
 $F = 3.988661^{**}$
 $DW = 1.966298$

Dónde: G : tasa de crecimiento promedio del ingreso per cápita, 1980-2008, CC : Déficit y/o superávit acumulado en la cuenta corriente de la balanza de pagos como porcentaje del PIB, 1980-2008. ** Significativo al 10%.

Como se muestra en los resultados de la regresión anterior, el coeficiente asociado al saldo de la cuenta corriente de balanza de pagos (CC) es positivo y estadísticamente significativo, lo cual sugiere que los países de América Latina que dependen en menor proporción del financiamiento externo, crecen más rápido. Este mismo coeficiente sugiere que un incremento de una unidad en el saldo de cuenta corriente de balanza de pagos (un menor déficit o un superávit), mejora la tasa del crecimiento en 0.11%.

Clasificando a los países de la región en cuatro grupos en función del coeficiente de inversión (I/Y), su posición en cuenta corriente de balanza de pagos como proporción del PIB ($CCBP/Y$) y, en función de su posición superior o inferior al promedio de la muestra, se encuentra que los países con un mayor (I/Y), crecen más rápido en términos de PIB per cápita, que aquellos que tienen un (I/Y) relativamente más bajo. Lo destacable en este contexto es que los países que tienen altos (I/Y) y que redujeron la dependencia del capital extranjero -menor déficit o mayor superávit de la balanza de pagos de cuenta corriente-, crecieron más rápido (un rango entre 3.6% y 3.8% promedio anual), en el periodo 1980-2008 en relación a los países que tuvieron un menor (I/Y) y una mayor dependencia del capital extranjero (Véase gráfica 8).

Gráfica 8. PIB per cápita, Inversión y Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos en América Latina y el Caribe 1980-2008, (%)

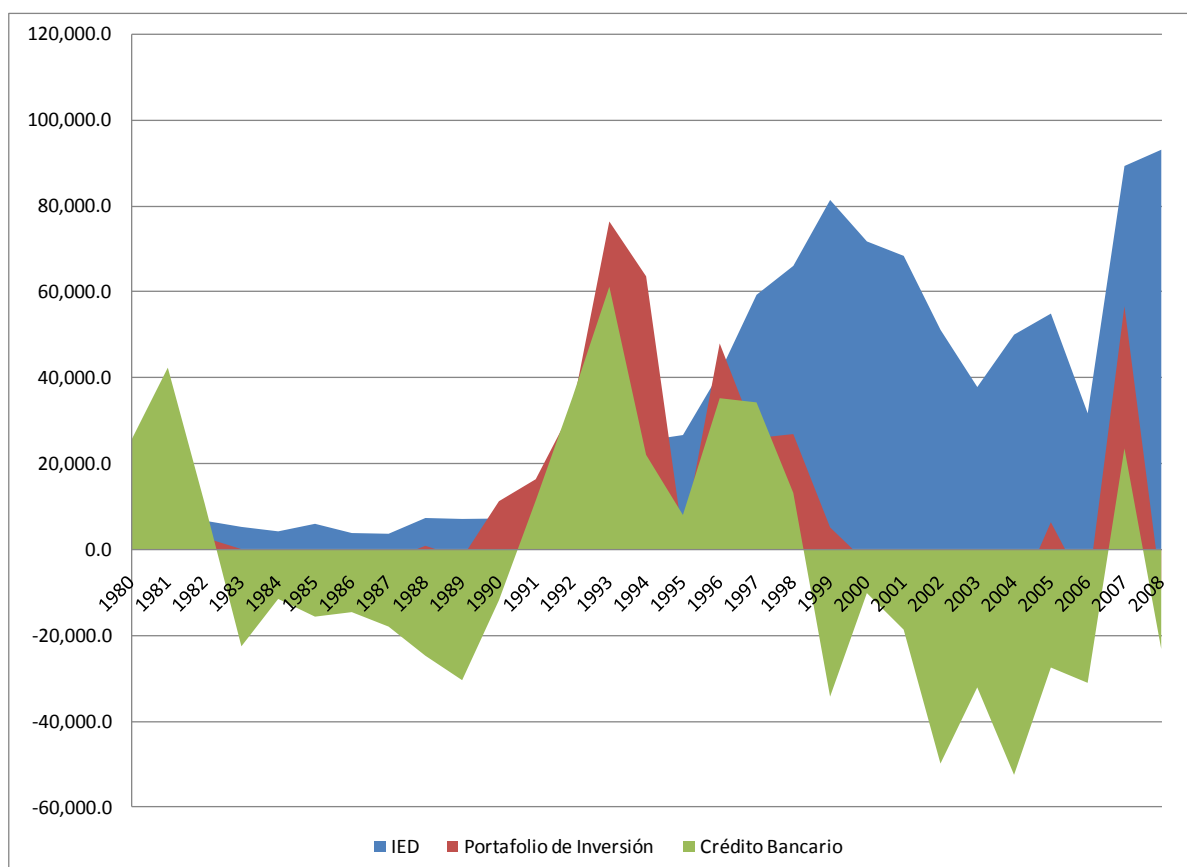


Fuente: Elaboración propia con base a datos del World Economic Outlook (WEO) y cálculos de Prasad *et al.* (2006).

Por otro lado, una de las características principales de la IFI a finales del siglo XX, consistió en el aumento en los flujos privados de capital entre los países latinoamericanos. La gráfica 9 muestra la magnitud de esos flujos que en sus tres modalidades: 1) IED, 2) Inversión de Portafolio, y 3) Deuda Externa, que integran la cuenta de capital de la balanza de pagos.

En magnitud, el principal incremento se ha dado en términos de los flujos de la IED en la región, con un 11.2% en promedio anual. En cambio, la Inversión de Portafolio y Deuda Externa o Crédito Bancario reflejan un comportamiento más volátil. Como puede apreciarse en la gráfica 9, las crisis económicas y financieras en la región (crisis de deuda en 1982, la crisis financiera mexicana en 1995, Brasil en 1999 y Argentina 1999-2002) y en el sudeste asiático (1998) incidieron sensiblemente tanto en la direccionalidad como en la volatilidad de este tipo de flujos.

Gráfica 9. Flujos Privados de Capital Neto en América Latina y el Caribe 1980-2008, (Millones de dólares)

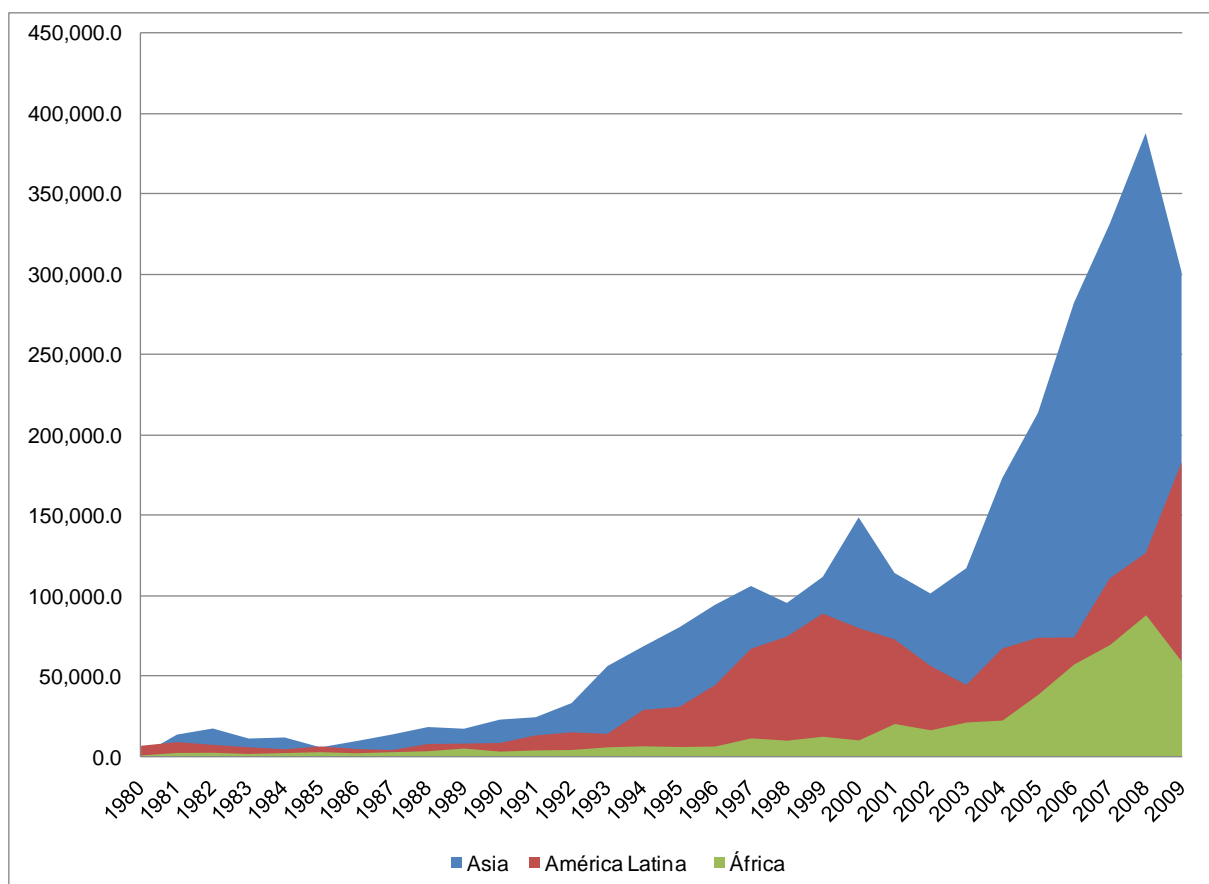


Fuente: International Financial Statistics del Fondo Monetario Internacional, IFS, 1980-2008.

No sólo en cantidad destacan los flujos de IED en las economías de la región, sino también en sus aspectos cualitativos, es decir: el aumento del acervo de capital, el impacto positivo en la productividad a través de la transferencia tecnológica, y la experiencia en la gestión administrativa. Se argumenta, también, que la IED tiende a ser menos volátil en función de la inversión que se materialice en el aumento de la capacidad productiva nacional, haciendo a los países menos vulnerables ante los cambios imprevistos en la dirección de los flujos de capital (Kose *et al.*, 2006, pp. 27).

Los flujos de IED en las economías en desarrollo de la región en América Latina representan 8.9% en promedio con respecto a los flujos mundiales, mientras que en las economías de la región de Asia y África obtienen en promedio el 17.2% y 2.5% (véase grafica 10).

Gráfica 10. IED en las Economías en Desarrollo de Asia, América Latina y África 1980-2009, (Millones de dólares)

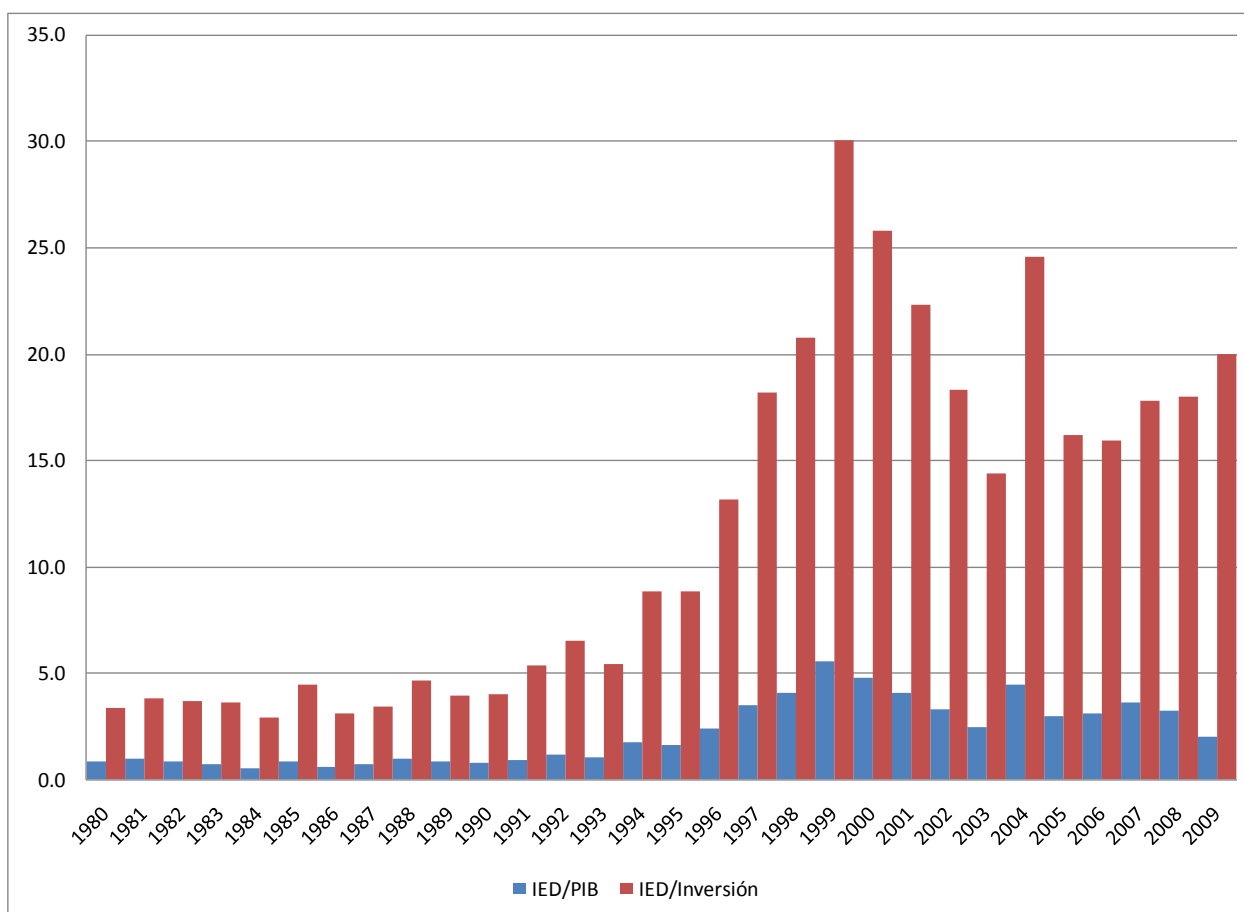


Fuente: Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), 1980-2008.

Específicamente, en América Latina la IED representa en promedio el 2.2% del PIB y el 11.7% de la formación bruta de capital fijo en 1980-2009. Asimismo, se aprecia que en las dos últimas

décadas los flujos de IED se han incrementado en forma perceptible con relación al PIB y la inversión total (véase gráfica 11).

Gráfica 11. Relación de la IED con respecto al PIB y la Inversión en América Latina 1980-2009, (%)

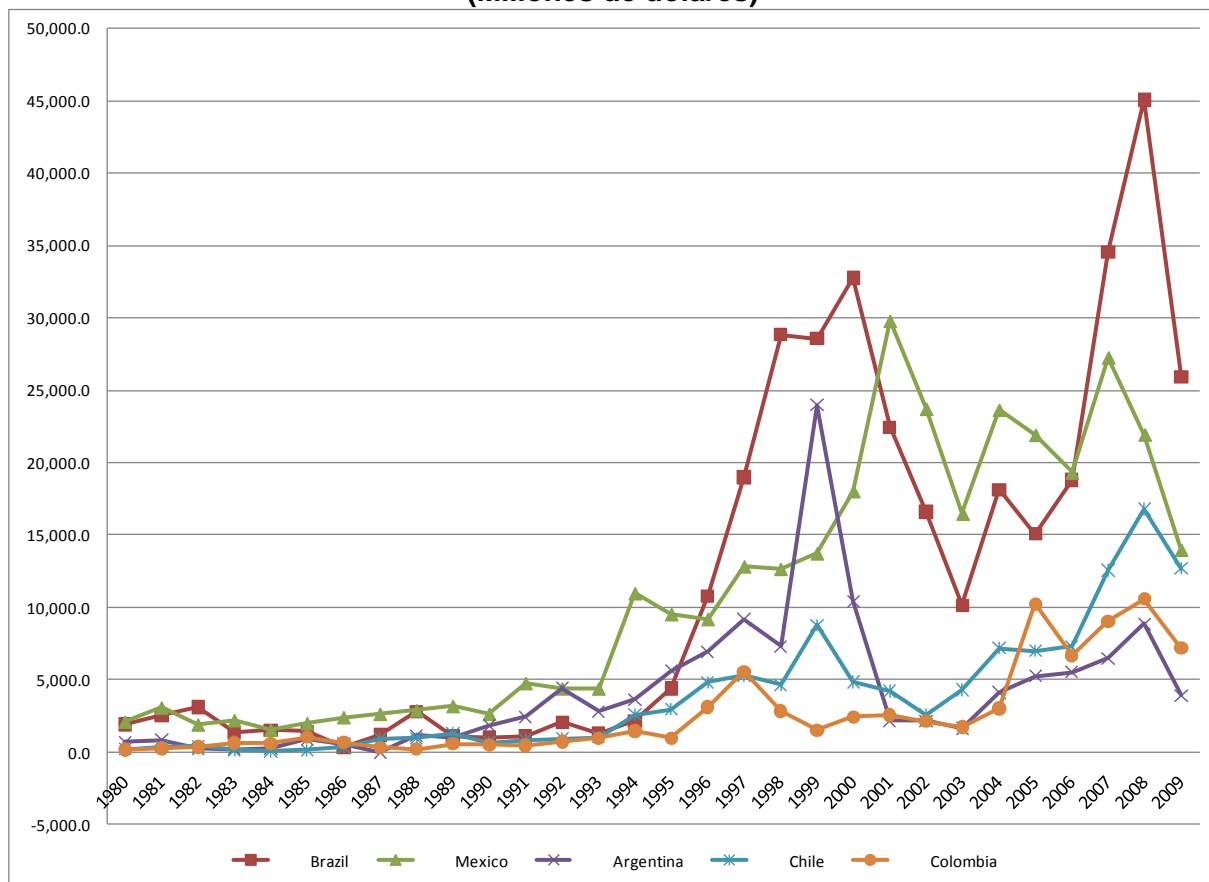


Fuente: Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), 1980-2008.

Las principales economías con saldos positivos en los flujos de IED en la región son: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Uruguay, y Venezuela, que explican el 86.3% del total durante el periodo de estudio. Como se aprecia en la gráfica 12, México y Brasil son los principales receptores de recursos por esta vía. Durante 1980-2009, en Brasil la IED asciende a un total de \$356,027.5 millones de dólares, seguido de México con \$ 325,084.6 millones de dólares. El resto de las economías de la región se encuentran por debajo de los \$100 mil millones de dólares, individualmente.

En lo que se refiere a la dinámica de crecimiento de la IED neta en los países seleccionados en ese mismo periodo, el mayor incremento promedio anual, en términos nominales, lo registra Chile con 16.2% seguido de Colombia con 15.6%, en orden descendente por Brasil (11.5%), Argentina (9.3%), y México (8.4%).

Gráfico 12. Inversión Extranjera Directa Neta en Países Seleccionados 1980-2008,
(Millones de dólares)

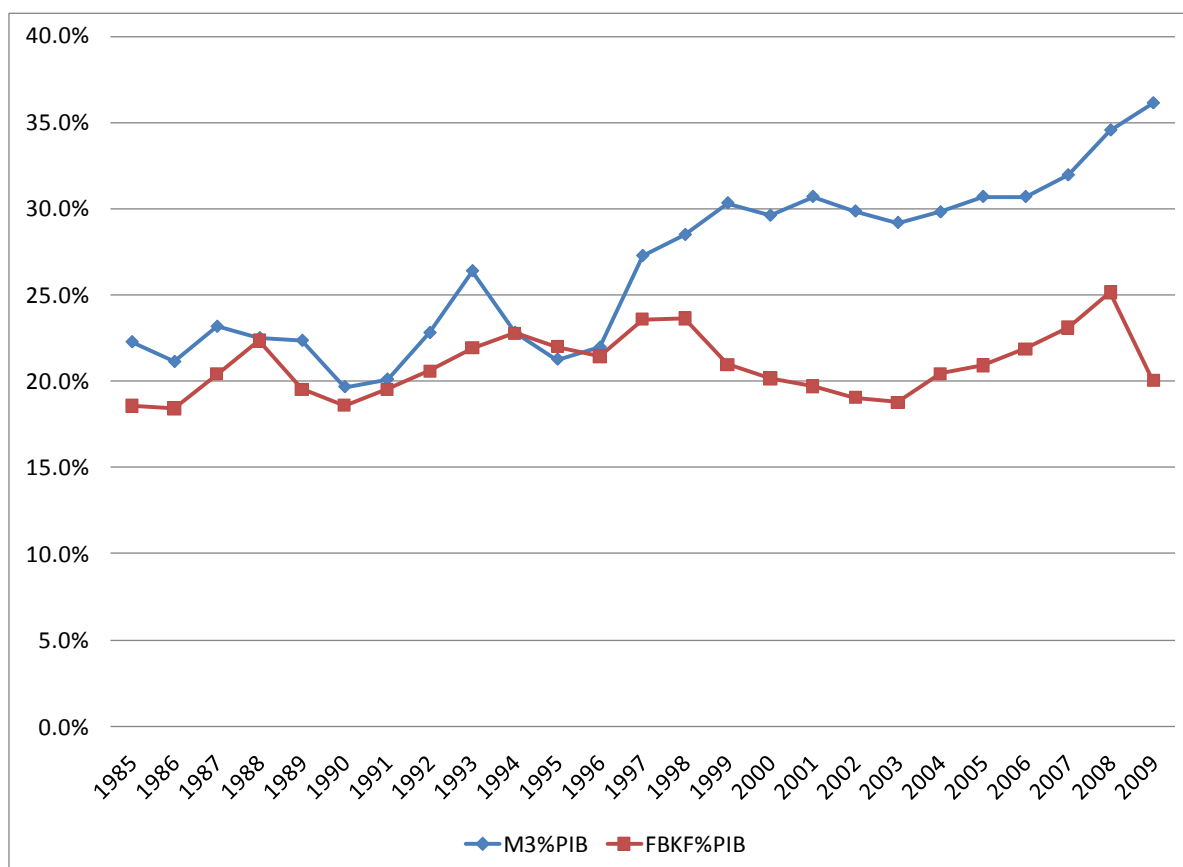


Fuente: International Financial Statistics del Fondo Monetario Internacional, IFS, 1980-2008

Finalmente, un nuevo hecho estilizado en la región de América Latina y el Caribe está conformado por el proceso de profundización financiera instrumentado por la mayoría de las economías, después de que estas habían experimentado significativos procesos de desregulación y liberalización en la década de los años de 1980. Este fenómeno es denominado “Financiarización”, es decir, la mayor participación del valor de los servicios financieros en las economías, medido a través de la relación agregado monetario M3 (Pasivos Líquidos menos M1) como proporción del PIB, y contrastado con el Coeficiente de Inversión (I/PIB), denota tanto el valor creciente de las transacciones y operaciones financieras en las economías latinoamericanas, como la gradual separación de su dinámica del proceso de

financiarización y la formación bruta de capital, que en última instancia sustenta la productividad de las economías nacionales.

Grafica 13. Proceso de Financiarización (M3) y Formación Bruta de Capital Fijo en América Latina y el Caribe, 1985-2009 (% promedio del PIB)



Nota:

1. M3: es también conocido como dinero en sentido amplio menos. Se le resta la suma de efectivo y depósitos en el banco central, más los depósitos transferibles y la moneda electrónica (M1), más los depósitos de ahorro en el tiempo, los depósitos transferibles en moneda extranjera, certificados de depósito, y los acuerdos de recompra (M2), menos cheques de viajero, depósitos a plazo en moneda extranjera, el papel comercial, y las acciones de los fondos de inversión o fondos de mercado de los residentes. 2. Los países que comprenden esta muestra son: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Honduras, México, Paraguay, y Venezuela.

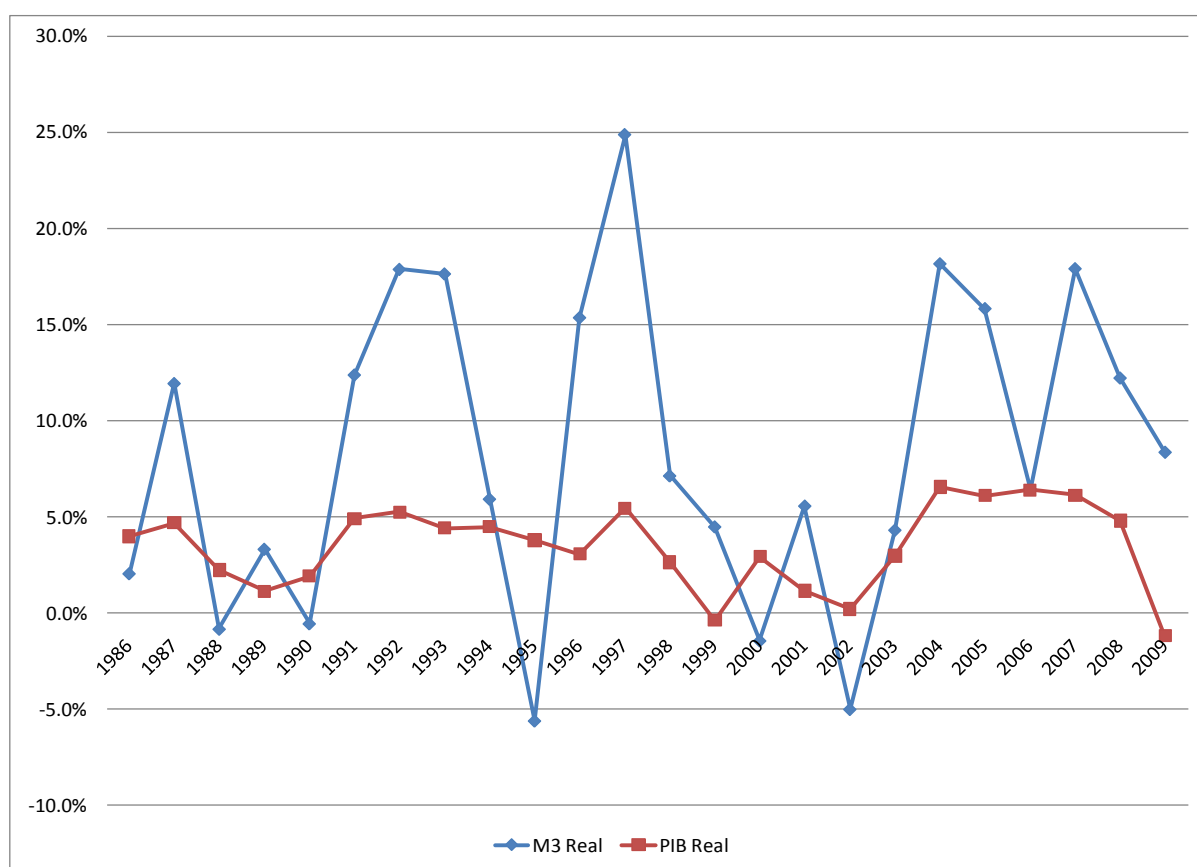
Fuente: International Financial Statistics del Fondo Monetario Internacional, y World Bank Indicators del Banco Mundial, 1985-2009.

La financiarización, en cuanto elemento inherente del proceso de integración financiera, se ha revelado como el mecanismo de contagio y propagación de las crisis financieras al interior de las economías en desarrollo. Además que profundiza el perfil estructural de tercerización de las economías latinoamericanas en detrimento de las actividades económicas fundamentales como la industria y la agricultura, ha vuelto más difíciles e inefectivas las medidas de política monetaria y fiscal instrumentadas para la recuperación económica que se han intentado en la

región. En el agregado, la financiarización también implica que el sistema financiero tiende a desvincularse del efecto positivo de los ingresos nacionales reales.

La gráfica 14, por su parte, se refuerza el hecho estilizado descrito anteriormente, la tasa de crecimiento real Coeficiente de Liquidez y del PIB marcan una trayectoria divergente, es decir, existe una desconexión entre la economía real y la economía financiera. No es fortuito, por lo tanto, que la era de la “financiarización” se asocie al lento crecimiento de la economía real (Palley, 2007).

Gráfica 14. Tasas de Crecimiento del Coeficiente de Intermediación Financiera (M3) y del PIB en América Latina y el Caribe, 1985-2009 (% promedio del PIB)



Nota:

Los países que comprenden esta muestra son: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Honduras, México, Paraguay, Perú, y Venezuela.

Fuente: International Financial Statistics del Fondo Monetario Internacional, y World Bank Indicators del Banco Mundial, 1985-2009.

I.3 Conclusión

La eliminación de las restricciones a la movilidad de capital en las tres últimas décadas ha permitido que los flujos de capital externo muestren una tendencia creciente pero cuya direccionalidad parece seguir un patrón contrario a la predicción del modelo neoclásico convencional. Es decir, el capital externo no parece dirigirse de las naciones industrializadas hacia los países con menor desarrollo. Incluso, hay evidencia robusta que muestra que el capital fluye a la inversa, esto es, de los países en vías de desarrollo de alto crecimiento hacia las naciones industrializadas y, en menor medida, a los países con menores tasas de crecimiento económico, donde las oportunidades de inversión son comparativamente mejores.

Por otra parte, la evidencia empírica a nivel mundial y en América Latina, revela que los países que dependen menos del capital externo, crecen más rápidamente. El consenso es que esto es posible debido a las altas tasas de crecimiento de la productividad total de los factores y mayores ingresos por las exportaciones, y la generación de ahorro doméstico.

En cuanto a los países de menor crecimiento económico, parece que su escaso atractivo para la inversión extranjera no sólo responde a un precario esquema de oportunidades de inversión, sino que también puede derivarse de la débil capacidad de absorción productiva de sus economías, carencia de hábitos de consumo y de ahorro de sus hogares, así como de las deficiencias del sistema financiero nacional (poco profundizado y orientado a promover el desarrollo económico), para asignar en forma eficiente los recursos provenientes del capital extranjero, evidenciando la incapacidad de utilizar capital extranjero para financiar su crecimiento.

No obstante lo anterior, como resultado de la IFI en América Latina se ha incrementado el nivel de los flujos privados de capital, destacando no sólo la dimensión cuantitativa, sino los rasgos cualitativos de la IED en las economías nacionales, en comparación de la Inversión de Portafolio y Crédito Bancario, toda vez que el comportamiento de estos últimos es mucho más volátil entre los diversos flujos de capital, y han provocado diversos episodios de crisis en la región.

Aunque no sea una condición suficiente, la importancia relativa de la IED con respecto a otras formas que asumen la IFI, radica en el aumento del acervo de capital, el impacto positivo en la productividad a través de la transferencia tecnológica, y la experiencia en la gestión administrativa.

Esto ha conducido a los países de América Latina a captar en promedio el 8.9% de la IED mundial -tan sólo detrás de las economías en desarrollo de Asia-, y representa en promedio el 2.2% del PIB de la región y el 11.7% de la inversión nacional durante el periodo de 1980-2009, incrementando su participación relativa en las economías de la región durante los últimos veinte años. Los principales destinos de la IED en América Latina son Brasil, México, Argentina, Chile y Colombia, en particular destaca México y Brasil con una importante suma de IED en las décadas analizadas.

Por último, la profundización de la IFI como parte de lo que fue considerado por el paradigma neoliberal como una de las primeras mejores opciones de política para estimular el crecimiento, ha desembocado en forma indeseable e inevitable en el proceso de financiarización de las economías de América Latina y el Caribe. De manera gradual y creciente ha ampliado la brecha entre la dinámica del sector financiero y la inversión productiva. La configuración de centros financieros desarrollados en un contexto de bajas de tasas de crecimiento económico, explican la velocidad con que se contagian los sistemas financieros nacionales, y lo complejo que se ha vuelto el esfuerzo de recuperación económica.

II. ECONOMÍA DEL CAPITAL EXTERNO Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

En este capítulo se revisa la literatura teórica sobre los efectos de los flujos de capital y el crecimiento económico. En primer lugar, se presentan los postulados de la Integración Financiera Internacional (IFI), y el modelo neoclásico convencional sobre la direccionalidad de los flujos de capital. Además, se analizan los canales de transmisión mediante los cuales la IFI, promueve el crecimiento económico en los países en desarrollo. Segundo, contrario a la corriente que postula que los beneficios de la IFI se generan de manera espontánea y automática, se revisa una visión alternativa que advierte sobre sus consecuencias adversas, tales como inestabilidad macroeconómica, y crisis financieras como las ocurridas entre las décadas de 1980 y 1990 en las regiones de América Latina y Asia. En tercer lugar, se documenta el debate contemporáneo sobre el comportamiento en la dirección de los flujos de capital en el modelo neoclásico convencional. En la última sección, se presenta la conclusión correspondiente.

II.1 Integración Financiera Internacional

Un elemento distintivo en las políticas de desarrollo de posguerra ha sido estimular la transferencia de bienes de capital de los países ricos hacia las naciones pobres (Lucas, 1990, p. 96). En este contexto, la IFI y sus efectos esperados en el crecimiento, son objeto de uno de los más amplios e intensos debates académicos en nuestra disciplina.

Desde una perspectiva teórica neoclásica, la IFI tiene diversos canales de transmisión mediante los cuales los flujos de capital pueden impactar positivamente el crecimiento de las economías en desarrollo. Entre ellos, se encuentran los siguientes argumentos que la IFI: i) propicia el flujo de capitales de las economías ricas hacia las economías con capital relativamente escaso, aumenta el nivel de ahorro y, por ende, el nivel de inversión; ii) facilita la distribución de riesgos y, por tanto, reduce el costo del capital; iii) incrementa la especialización de la producción; iv) mejora la asignación de capital y, por lo tanto, eleva el crecimiento económico (Obstfeld, 1994; Acemoglu y Zilibotti, 1997).

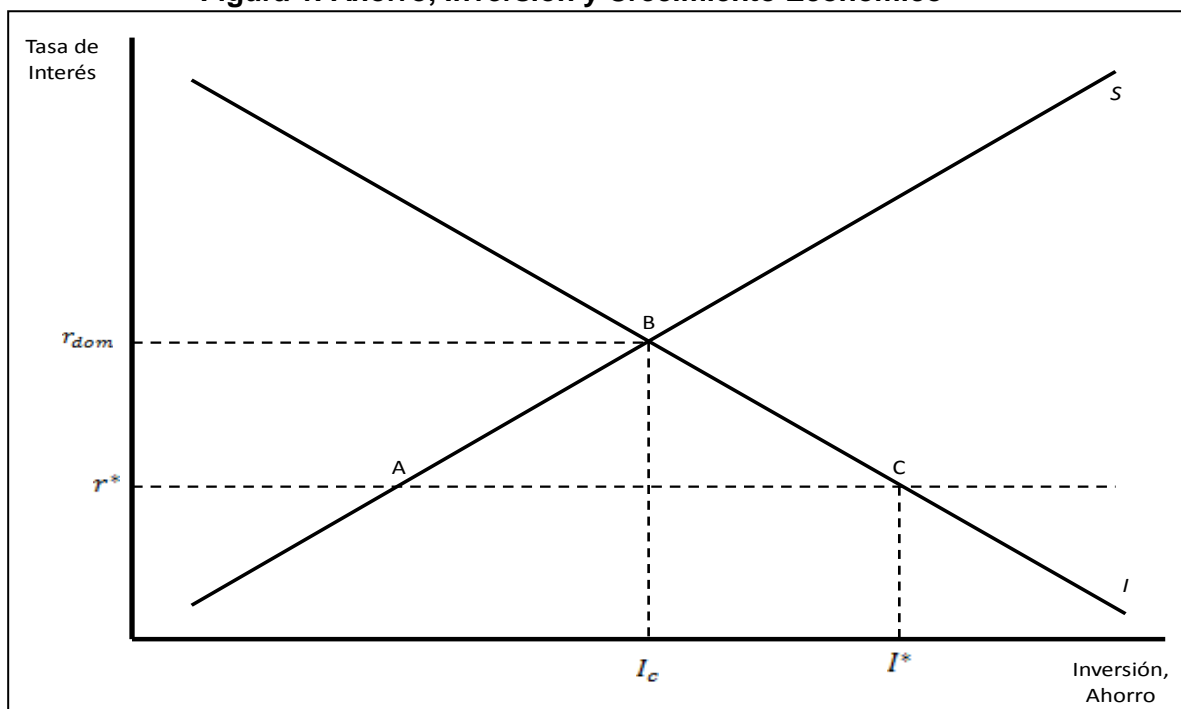
Un desglose de las bondades de cada uno de los mecanismos de transmisión de la IFI, puede formularse en los siguientes términos:

II.1.1 Ahorro Interno

El modelo neoclásico estándar predice que la IFI alienta los flujos de capital externo de las economías ricas hacia las economías pobres, en donde en estas últimas el rendimiento marginal neto del capital es más alto. En la medida que una de las restricciones al crecimiento económico es la disponibilidad limitada de ahorro doméstico debido, a su vez, por el bajo nivel de ingresos, la entrada de capital externo complementa los fondos prestables de inversión en las economías pobres, reduciendo así el costo del capital e incrementando la inversión.

La figura 1 interrelaciona el ahorro interno (S) y la inversión (I) con respecto a la tasa de interés doméstica (r_D) en una economía cerrada. En este contexto de equilibrio se encuentra en el punto (B). Una vez que la economía nacional libera la cuenta de capital de la balanza de pagos (o se flexibilizan las restricciones que impiden los flujos de capital), el equilibrio se desplaza al punto (C) debido al monto adicional de inversión financiada con ahorros externos (déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos). Es pertinente notar que el mayor nivel de inversión suscitado por entrada de capital se explica por el descenso de la (r_D) la cual tiende a converger con la tasa de interés mundial (r^*), debido a una mayor oferta de fondos prestables y en el supuesto de la existencia de mercados perfectamente competitivos.

Figura 1. Ahorro, Inversión y Crecimiento Económico



Fuente: Rodrik, D., (2006).

El nivel de ahorros totales compatible con el volumen de inversión requerida se deriva de la complementariedad entre la inversión nacional y la extranjera a través del déficit en cuenta corriente de balanza de pagos como se muestra en la siguiente identidad:⁶

$$(Y_t + r^*A_t) - (C_t + G_t + I_t) = (S_t - I_t) = (X_t - M_t) = (A_{t-1} - A_t) \dots (1)$$

Es decir, los requerimientos de inversión son iguales a la diferencia entre el ingreso nacional $Y_t + r^*A_t$ (Y_t = producto nacional bruto, r^* = tasa de interés mundial, A_t = activos extranjeros en poder de residentes), y la capacidad doméstica de absorción $C_t + G_t + I_t$ (C_t = consumo, G_t = gasto del gobierno e I_t = inversión), la cual es igual a la brecha entre inversión y ahorro $S_t - I_t$, equivalente al saldo de la cuenta corriente ($X_t - M_t$), y que a su vez, es igual a la variación de los activos extranjeros o los flujos netos de capital ($A_{t-1} - A_t$).

De acuerdo a la identidad anterior (1):

“Si hubieran oportunidades de inversión rentables en el extranjero (reflejada por el coeficiente de beneficio real del diferencial de tasas de interés), un país pudiera endeudarse en el extranjero para invertir en la economía nacional, obteniendo así el ahorro faltante a través de un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos (entrada neta de capital)” (La Marca, 2004, p. 31).

Por otra parte, La Marca indica que:

“Si la tecnología se difundiera libre y fácilmente entre países, con la disminución de los rendimientos a capital y ante una relativa inmovilidad factorial, los países con menos (más) dotación de capital disfrutarían de una mayor (menor) tasa de rendimiento sobre inversión, inclusive una vez internalizado el riesgo. En condiciones de apertura financiera, el diferencial de tasas de interés reales entre los países desarrollados con capital abundante y las economías en desarrollo con capital escaso, generaría un flujo espontáneo de los fondos que proporcionarían los ahorros adicionales requeridos por la nueva inversión y el crecimiento”. Asimismo..., “bajo condiciones de integración financiera, el movimiento natural de recursos financieros de los países desarrollados hacia los países en desarrollo conduciría a la convergencia “incondicional” en términos de rendimientos sobre activos, intensidad de capital,

⁶ Hacemos referencia a los países con superávit en cuenta corriente de balanza de pagos como una “variable proxy” del flujo de capital externo entre los países. Cuando existe un *superávit* en la cuenta corriente de balanza de pagos los residentes de un país prestan al extranjero, acumulando títulos financieros netos contra el resto del mundo. Es decir, cuando el ahorro nacional excede a la inversión (prestándose al exterior la diferencia). El déficit de cuenta corriente de balanza de pagos implica que un país está acumulando pasivos netos (o disminuyendo activos netos) frente al resto del mundo. En este caso, la inversión supera al ahorro.

tecnología y de ingresos per cápita, a través de un déficit temporal en cuenta corriente o influjos netos de capital... La teoría económica convencional, por lo tanto, sugiere una fuerte correlación entre los flujos de capital y nueva capacidad productiva. Dada la ausencia de cualquier tipo de incertidumbre sobre la rentabilidad del capital, el ahorro generaría su propia inversión por transmutación directa, como en el modelo de economía abierta de Solow.” (p. 32).

Como señala Obsfeld (1994), las ganancias por la IFI pueden resultar convenientes para los países en desarrollo con altas oportunidades de inversión, que a su vez no están siendo aprovechadas porque enfrentan temporalmente un precario nivel de ahorro interno. Para revertir esta situación, esos países pueden recurrir al mercado internacional de capitales para explotar su potencial de inversión, sin riesgos y recortes en su consumo de corto plazo.

Paralelamente, los países con ahorros relativamente abundantes, pero con limitadas perspectivas de inversión, pueden obtener mayores rendimientos de su riqueza invirtiendo en los países con capital relativamente escaso. Al contrario de un sistema autárquico, bajo la hipótesis de mercados eficientes, la función de distribución de los mercados de capitales mejoraría la asignación de los recursos en sus aplicaciones más eficientes y productivas.

II.1.2 Distribución de Riesgos

Los modelos internacionales para la valoración de activos (*IAPM*, por sus siglas en inglés), predicen que la liberalización del mercado de valores puede reducir el lado de los costos del proceso de liberalización accionaria en su conjunto (Henry, 2000, y Stulz, 1999 a y b), debido a que las mayores posibilidades de que los riesgos se distribuyan entre inversores nacionales y extranjeros, alentaría a las empresas a asumir la inversión total y, con ello, promover el crecimiento. Además, con el aumento de los flujos de capital, la bolsa de valores nacional llegaría a ser más líquida, lo que podría abatir aún más la prima de riesgo, bajando el costo del capital para la inversión (Prasad *et al.*, 2003, pp. 13).

El riesgo compartido en las finanzas internacionales es básicamente una extensión a escala mundial de la teoría de asignación de cartera: el capital productivo nacional se concibe como un activo riesgoso, cuya rentabilidad depende de la volatilidad de la producción que puede ser vendida al exterior en forma de acciones de las empresas nacionales. Cualquier país puede diversificar su cartera y reducir su riesgo asociado a la producción nacional (PNB) mediante la venta de una parte de su PIB en forma de *acciones* de capital productivo y la compra de fracciones del PIB en otras economías a través de eflujos de capital. Los rendimientos de activos extraordinarios se compensarían entre sí, los años malos de producción en un país se

compensarían con la bonanza de los demás. La mayor implicación teórica de la distribución de riesgos, es el argumento de que el riesgo es perfectamente compartido entre las economías (La Marca, 2004, pp. 33).

Asimismo, cuando un gobierno flexibiliza su marco legal e institucional para que los extranjeros puedan adquirir acciones en el mercado de valores nacional, el modelo *IAPM*, predice que la liberalización del mercado de valores puede reducir el costo del capital social para el país, permitiendo así que se compartan los riesgos entre los agentes nacionales y extranjeros. Lo anterior, tiene dos implicaciones fundamentales:

- 1) La liberalización del mercado de valores reduce el costo total del capital accionario, manteniendo flujos de efectivo a largo plazo, observándose un aumento en el índice de precios de instrumentos de renta variable de un país, cuando el mercado de valores se informa de un proceso de liberalización; y
- 2) Se debería observar un aumento de la inversión física seguida de la liberalización del mercado de acciones, debido a una caída en el costo del capital de un país que transformará algunos proyectos de inversión con un valor actual neto negativo (VAN), antes de la liberalización, en valores positivos (VAP) después de la liberalización (Henry, 2000, p. 530). Este segundo efecto de la liberalización, al hacer los instrumentos de renta variable más atractivos debe generar un mayor crecimiento en la producción, y tener un impacto más amplio en el bienestar económico en la cantidad de fondos de sus accionistas nacionales.

A mayor detalle, el costo del capital disminuye a causa de la integración financiera por dos razones: la primera, la rentabilidad esperada que los inversionistas exigen para invertir en capital, se compensa conforme el riesgo desciende y, la segunda, los elevados costos de agencia para las empresas, en cuanto a recaudación de fondos se abaratan (Stulz, 1999b).

Un menor costo de capital, asociado a la apertura de la cuenta de capital de balanza de pagos tiene un impacto favorable sobre el costo del mismo. Al contrario de lo que se podría suponer, el costo del capital no tiene efectos adversos o consecuencias desfavorables para el mercado de valores. Como lo señala Stulz (1999a), no hay pruebas convincentes de que los flujos de portafolio aumenten la volatilidad de los rendimientos de las acciones, y que ello conduzca a un movimiento excesivo de los rendimientos de capital y de las acciones de un país con respecto al resto del mundo, desestabilizando así el mercado de valores.

De la misma forma en que la entrada de ahorro externo aumenta la capacidad de la economía para disponer de mayores recursos para invertir, la apertura de la cuenta de capital de balanza de pagos supondría reducir la tasa de interés de mercado y la prima de riesgo mediante la diversificación del mismo. El menor costo del capital estimularía la inversión. En ambos casos, la apertura financiera facilitaría la creación de capacidad y el crecimiento mediante la acumulación de capital productivo.

II.1.3 Transferencia Tecnológica y de Gestión

La IED se define como:

“La inversión internacional realizada con el deliberado propósito de obtener un beneficio duradero por parte de una entidad residente de una economía en una empresa residente en otra economía. El beneficio duradero implica la existencia de una relación de largo plazo entre el inversor directo y la empresa, así como un grado significativo de influencia en la administración de la empresa” (OCDE-BD3, 2000).

Sin embargo, no hay pleno consenso sobre la contribución de la IED y su relación con el crecimiento económico. La discusión se centra en los canales de transmisión mediante los cuales se elevan las capacidades productivas del país receptor.

Entre los beneficios potenciales de la IFI y la IED se destacan efectos indirectos significativos a largo plazo, tales como: la transferencia o la difusión de la gestión conocimientos tecnológicos - en particular en forma de nuevas variedades de insumos de capital-, y el mejoramiento de la composición de las habilidades de la fuerza laboral como consecuencia de los efectos de *learning by doing*, la inversión en la educación formal y la capacitación en el trabajo. Aunque el aumento del grado de competencia en el producto y los mercados de factores inducidas por la IED tienden a reducir los beneficios de las empresas locales, los efectos indirectos a través de vínculos con las industrias proveedoras podrán reducir los costos de los insumos, aumentar los beneficios, y estimular la inversión nacional (Agenor, 2003).

Asimismo, como lo señala García Páez (2008), la IED puede tener los siguientes efectos relevantes sobre la inversión nacional, estos son:

- 1) Los inlujos de IED pueden desplazar las firmas naciones agotando las oportunidades de inversión mediante ventajas competitivas. Este potencial efecto negativo provendría de la relativa ventaja de la IED para acceder a tecnología, capital humano, habilidades administrativas, facilidades fiscales, comerciales y bancarias superiores. Este impacto

constituye la idea schumpeteriana de la destrucción creativa vía sustitución, la cual “visualiza complementariedad entre IED e inversión nacional” (De Mello, 1997);

- 2) La IED puede actuar como catalizador del desarrollo de la inversión doméstica beneficiando a las firmas locales de transferencia hacia atrás y hacia adelante, así como por externalidades tecnológicas; y
- 3) Podría establecerse una relación neutral tal que “cualquier aumento en IED pudiera reflejarse en un incremento vis-á-vis en la inversión total” (Agosin y Mayer, 2000).

También, la aportación de la IED en las economías receptoras puede volverse más intensa en función de ciertas circunstancias. Según Hermes y Lensik (2003), un sistema financiero desarrollado en un país receptor es una importante precondition para que el flujo directo de capitales impacte el crecimiento económico, permita la asignación eficiente de los recursos y, en este sentido, mejore las capacidades de absorción de un país con respecto a los flujos de IED. Por último, puede contribuir al proceso de difusión tecnológica asociado a la inversión extranjera.

En este sentido, las empresas extranjeras tienden a obtener mejores resultados que las empresas nacionales, tienden a ser más grandes, se encuentran en los países más ricos y en los países con los intermediarios financieros más competitivos (Lederman *et al.* 2010).

II.1.4 Desarrollo del Sector Bancario y Financiero

Existen puntos de vista divergentes sobre el desempeño del sector financiero en el crecimiento y desarrollo económico. En una posición contraria, se encuentran economistas tales como Meier y Seers (1984), que excluyen al sector financiero en una colección de ensayos pioneros "de la economía del desarrollo"; Robert Lucas (1988, p. 6), por su parte, desestima a las finanzas como un determinante del crecimiento económico y, por último, a Joan Robinson (1952, p. 86), quién argumentó que “donde las empresas lideran, las finanzas siguen”. En esta perspectiva, las finanzas no promueven el crecimiento, sino que responden a los cambios en la demanda del sector real de la economía.

En cambio, Miller (1998, p. 14) sostiene que: “[la idea] de que la contribución de los mercados financieros en el crecimiento económico constituye una proposición demasiado obvia para un debate serio”. En una posición más moderada al respecto se encuentran: Bagehot (1873), Schumpeter (1912), Gurley y Shaw (1955), Goldsmith (1969) y McKinnon (1973), que rechazan la idea de que el nexo del sector financiero y crecimiento se puede omitir con seguridad, sin limitar sustancialmente el entendimiento del crecimiento económico (Levine, 2004 p.1)

En décadas recientes, sin embargo, el papel del sistema financiero en el crecimiento y desarrollo económico ha venido cobrando vigor. En este contexto, la IFI señala que los flujos internacionales de capital, y el consecuente aumento de la propiedad extranjera en los bancos e instituciones financieras nacionales, pueden generar diversos beneficios para el crecimiento y desarrollo de las economías locales (Levine, 1996 y Caprio y Honohan, 1999).

Levine (1996), señala además que los bancos extranjeros es poco probable que puedan ser instrumentos que cumplan un papel preponderante como motores del crecimiento, dado que los bancos regionales a menudo tienen significativas ventajas en términos de conocer a los clientes y el ambiente local. En virtud de lo anterior, la banca extranjera no puede jugar un papel dominante en la mayoría de países, toda vez que los bancos nacionales tienen ventajas en costos de adquisición de información sobre las empresas, las condiciones de negocios, y cambios de política. No obstante, los bancos foráneos pueden desempeñar una función decisiva en el estímulo del desarrollo financiero, y por lo tanto, impulsar el crecimiento económico.

Desde el enfoque IFI y en el contexto de una economía con muy bajos niveles de participación de bancos extranjeros, se sugiere que el crecimiento y desarrollo económico de los países podría promoverse a través de la liberalización y la entrada de bancos extranjeros. Con un sistema financiero adecuado y regulado que garantice su seguridad, solidez y transparencia, la mayor parte de los costos potenciales asociados a la presencia de los bancos extranjeros pueden eludirse, sin dejar de disfrutar los beneficios.

En este contexto, un sistema financiero puede impulsar el crecimiento económico con la presencia de bancos extranjeros y la provisión de una serie de servicios financieros que, a su vez, mediante el aumento de la tasa de acumulación de capital físico, vía ahorro previo, y el incremento en la eficiencia con la que una economía puede combinar la relación tecnológica de capital-trabajo.

Por lo anterior, los bancos extranjeros pueden tener un papel importante en el proceso de crecimiento mediante la mejora en la prestación de servicios y productos financieros, tales como aquellos que señala Levine (1996):

- 1) *Facilitar las transacciones.* Desde un nivel muy rudimentario como el dinero para las transacciones comerciales ordinarias hasta un nivel más sofisticado como los cheques, tarjetas de crédito o débito y medios de pago electrónicos, simplifiquen las actividades comerciales y económicas;

- 2) *Administrar riesgos.* Mediante la colocación, disminución y comercio de nuevos productos financieros, las instituciones financieras transforman los activos y pasivos para satisfacer la interacción entre ahorradores e inversionistas. En particular, el riesgo que representa la liquidez se debe que los ahorradores frecuentemente necesitan rápido acceso a sus recursos financieros y sus activos pueden ser difíciles de vender; por su parte, los inversionistas enfrentan el riesgo de liquidez cuando requieren un compromiso de capital financiero a largo plazo. De esta forma, los bancos y otras instituciones financieras, por un lado, reducen el riesgo de liquidez para los ahorradores e inversionistas y, por el otro, facilitan, estimulan y mejoran la asignación de los recursos financieros;
- 3) *Intermediación de los recursos financieros.* El sistema bancario permite canalizar los recursos de los ahorradores hacia los proyectos de inversión que requieren grandes aportaciones de capital financiero a largo plazo. Mediante la asignación de los recursos a los proyectos con altas tasas de rendimiento se mejora la eficiencia y se promueve el crecimiento de la economía;
- 4) *Obtener información, evaluar las empresas, y asignar capital.* Los ahorradores individuales tienen dificultades de tiempo y recursos limitados para recopilar y evaluar la información acerca de las empresas, proyectos, administradores, y condiciones económicas, por lo tanto, la función de los intermediarios financieros es realizar estas actividades a un menor costo, evaluar y asignar el capital financiero. De esta forma, se pueden elevar los niveles de ahorro e inversión, impulsando aún más el crecimiento económico; y
- 5) *Servicios corporativos gubernamentales.* Cuando los intermediarios financieros operan a nombre y cuenta de los accionistas y acreedores de las empresas y ayudan a resolver el problema del principal-agente, facilitando a los titulares de derechos la capacidad para supervisar las acciones de los administradores o gerentes (agentes). Así, los sistemas financieros son más efectivos para atenuar ese problema, asignando los recursos con mayor eficiencia.

Actualmente, un nuevo rasgo distintivo en el sector bancario son las economías de escala y de alcance. Lo anterior significa, que el costo unitario de proveer un servicio bancario declina conforme se incrementan los activos bancarios o, alternativamente, cuando la provisión de servicios múltiples es más económica que la suma de ofrecer un servicio por separado. Esto permite, el aumento en la eficiencia del sector bancario y la expansión de las operaciones bancarias más allá de sus funciones tradicionales. Para algunos analistas (por ejemplo, Davies

y Richardson, 2010), la conformación de economías de escala y de alcance se explican por los recientes avances tecnológicos, financieros, la innovación y la globalización de los mercados financieros.

II.1.5 Requerimientos Institucionales y de Política Pública

Boyd y Smith (1992), señalan que la IFI en países con instituciones y políticas públicas y privadas endebles (por ejemplo: sistemas financieros y marcos jurídicos débiles, altos niveles de corrupción burocrática, falta de transparencia en el gobierno) pueden inducir la salida y desalentar la entrada de capitales en países con relativa escasez, hacia los países con mejores ambientes institucionales e inclusive capital abundante. De esta manera, la IFI promueve el crecimiento sólo en países con instituciones sólidas y políticas adecuadas (Levine, 2002, p. 1).

En este contexto, la calidad del gobierno, el marco legal, el nivel de la corrupción, y el grado de transparencia del gobierno pueden afectar la asignación de recursos en una economía. Algunos autores como Acemoglu *et al.* (2003), sostienen que los precursores de las crisis, tales como las fallas de las políticas macroeconómicas y estructurales también se remonta a la debilidad de las instituciones.

Asimismo, una débil protección de los derechos de propiedad en los países en desarrollo significaría que la financiación exterior no puede ser dirigida hacia proyectos productivos de largo plazo, proyectos de inversión intensiva, y proyectos de baja rentabilidad inicial (como la infraestructura básica), ampliamente útil en condiciones de un sistema de financiación limitado (Rajan y Zingales, 1998).

Por lo tanto, el buen funcionamiento de las instituciones públicas es importante para el desarrollo económico. Con el fin de operar con eficacia, las instituciones públicas también deben inspirar confianza hacia aquéllos a quienes sirven. Esto sugiere un importante canal a través del cual la corrupción puede inhibir el desarrollo económico al erosionar la confianza en las instituciones públicas, y por ende, de la percepción de la sociedad (Kraay *et al.*, 2009).

Así, en presencia de la Integración Financiera se podría imponer disciplina en las políticas macroeconómicas fundamentales (fiscal y monetaria), toda vez que, por un lado, elevaría los costos potenciales relacionados con este tipo de políticas débiles y, por el otro, aumentaría los beneficios de la implementación de buenas políticas macroeconómicas. De esa forma, la adopción de la integración financiera hace a un país más vulnerable ante cambios en la percepción de inversionistas extranjeros, y puede servir como una señal de compromiso con la

mejora de las políticas macroeconómicas favorables a la inversión extranjera (Kose *et al.*, 2009, p. 46).

La liberalización de la cuenta de capital tendría más probabilidades de tener éxito si se instalan las condiciones favorables de política fiscal y de política monetaria. En *contra sensu*, la debilidad de éstas pudiera aumentar el riesgo de crisis en una economía expuesta al capital externo, toda vez que los flujos de capital pueden exacerbar las políticas fiscales y monetarias procíclicas (Ishii *et al.*, 2002; Kaminsky *et al.*, 2004).

La IFI, por lo tanto, podría aumentar la productividad en una economía a través del aumento en la capacidad de un gobierno para comprometerse en la orientación de sus políticas macroeconómicas, tendientes a alentar la inversión extranjera. Concretamente, la disciplina inducida en el gobierno por medio de la Integración Financiera podría cambiar la dinámica de la inversión nacional en una economía, en la medida que conduce a la reasignación de capital hacia actividades más productivas en respuesta a mejores políticas macroeconómicas. Por ejemplo, los gobiernos nacionales pueden verse tentados en establecer políticas fiscales excesivas sobre el capital físico, lo cual tendería a desalentar la inversión y reducir el crecimiento. En este sentido, la apertura financiera puede ser un instrumento autosuficiente y limitante para evitar que el gobierno incurra en este tipo de prácticas en el futuro, toda vez que las consecuencias negativas de esas medidas son mucho más graves en el contexto de la integración financiera (Gourinchas y Jeanne, 2006).

II.2 Enfoque Alternativo sobre la Integración Financiera Internacional

En *contra sensu* a los beneficios potenciales de la IFI, algunos economistas [por ejemplo, Bhagwati (1998), Rodrik (1998) y Stiglitz (2000)], sostienen que la integración financiera presenta grandes riesgos para la mayoría de los países en desarrollo. El argumento subyace en los países de América Latina, Asia y África donde las crisis financieras de las décadas de 1980 y 1990 constituyeron una clara evidencia de las perversas consecuencias de la IFI.

Bhagwati, señala que los supuestos de la libre movilidad de capitales entre países no puede igualarse a los postulados del libre comercio de bienes y servicios, debido al alto costo de propagación y profundización de las crisis ocurridas en Asia, América del Sur y México, provocadas por la disminución de los controles de la cuenta de capital de balanza de pagos, y las entradas de capital financiero a muy corto plazo. Los graves problemas económicos de las crisis y las recesiones surgen en el marco de gobiernos especialmente vulnerables en el

manejo de préstamos financieros de corto plazo, y se expresan en la interrupción, hasta por décadas, de la dinámica de crecimiento de los países.

En este contexto, cuando un país se encuentra en crisis, para restaurar la confianza entre los inversionistas, es necesario que el banco central eleve sus tasas de interés -en línea con las recomendaciones del FMI- diezmando la gran cantidad de deuda de sus empresas, y causando la contracción del crédito y, en general, de la actividad económica. Lo anterior, significa abrir aún más el mercado de capital. Por tanto, cualquier país que adopte la libre movilidad de capital debe considerar estos costos, y la probabilidad de encontrarse con otra crisis más profunda.

Rodrik, afirma que el freno repentino o reversión de los flujos de capital en los países receptores suelen traer cambios en las variables fundamentales de la economía, como lo sucedido en la crisis asiática de 1997. En el mismo sentido que Bhagwati, sostiene que la analogía entre la cuenta corriente y la cuenta de capital de la balanza de pagos puede ser engañosa, toda vez que el funcionamiento de los mercados financieros son fundamentalmente distintos. De estos últimos, las fallas del mercado financiero internacional obedecen a las siguientes causas (Rodrik, 1998, p. 4):

- 1) Información asimétrica en los seguros para los préstamos de proyectos de inversión con riesgo excesivo;
- 2) Falta de correspondencia entre los pasivos a corto plazo y los activos a largo plazo, dejando a los intermediarios financieros vulnerables frente a las salidas de recursos bancarios y provocando pánico financiero. Un problema particularmente grave en las transacciones internacionales, se suscita cuando no hay prestamista internacional de última instancia (Sachs, 1995; Radelet y Sachs 1988);
- 3) Cuando los mercados no pueden observar la calidad intrínseca de los administradores de los recursos financieros, estos directivos tienden a colocar muy poco peso en su información privada y exhiben un comportamiento gregario, lo que a su vez, genera volatilidad excesiva y el efecto de contagio (Scharfstein y Stein 1990); y
- 4) Los valores de los activos están determinados por las expectativas de beneficio futuro, por lo que la dinámica de los precios de los activos pueden llegar a ser muy altos, generando burbujas especulativas.

Stiglitz (2000), por su parte, sostiene que el funcionamiento de los mercados financieros es esencialmente distinto a los mercados de bienes y servicios. En particular, la función de los mercados financieros es obtener información acerca de los proyectos y empresas que ofrecen altas tasas de rendimiento, así como monitorear y asegurar que los fondos financieros sean usados correctamente. La información en todos los mercados es fundamental, y siempre que la información sea imperfecta su eficiencia en el sentido de Pareto es limitada. De esta forma, el argumento de que la liberalización de la cuenta de capital de la balanza de pagos es exactamente igual a la liberalización comercial, es completamente falsa.

Otras de las críticas a la integración de los mercados de capitales, es que tales procesos se asocian sistemáticamente con una gran inestabilidad, toda vez que los flujos de capital son procíclicos, y exacerbando las fluctuaciones económicas; cambios en la percepción de los inversionistas extranjeros sobre la fortaleza o debilidad económica de un país, y cambios en la apreciación sobre el riesgo de los mercados emergentes pueden causar una importante salida de capital y, por tanto, causan inestabilidad macroeconómica.

Además, los cambios repentinos en la dirección de los flujos de capital –causados por las tasas de interés internacionales–, podría inducir los ciclos de auge y depresión en los países en desarrollo que no tienen sectores financieros modernizados para hacer frente a la volatilidad de los flujos de capital (Kose *et al.*, 2006, p. 179).

El hecho de que la liberalización de la cuenta de capital de la balanza de pagos no contribuya a la inversión y al crecimiento económico, puede ser resultado de que las actividades productivas y de inversión a largo plazo de las empresas, sean financiadas con base a fondos de corto plazo.

Otro argumento convincente de que la liberalización de la cuenta de capital de la balanza de pagos tiene efectos adversos en el crecimiento económico, es que hoy día, los países en desarrollo son alentados a acumular, y mantener altos niveles de reservas internacionales para protegerse de la volatilidad de los mercados financieros. Un indicador clave es la relación de reservas internacionales sobre endeudamiento de corto plazo, denominado en moneda extranjera.

Por su parte Kose, Prasad y Terrones (2006), argumentan que el impacto de los flujos financieros en la volatilidad macroeconómica depende de varios factores, tales como: la composición de estos flujos (sobre todo los flujos de capital de corto plazo); los patrones de especialización productiva de los países; y las fuentes de las crisis (económicas o financieras).

Por ejemplo, la integración financiera podría ayudar a reducir la volatilidad de las fluctuaciones macroeconómicas en los países en desarrollo escasos de capital, a través del acceso al capital externo de largo plazo que puede ayudar a estos países a diversificar su base productiva. El aumento de la integración financiera podría, sin embargo, también conducir a una mayor especialización para la producción basada en la ventaja comparativa, lo que haría a las economías más vulnerables a los *shocks* de las industrias nacionales frente a las fluctuaciones del comercio internacional.

En este sentido, la integración comercial pone una economía en mejores condiciones para continuar el servicio de su deuda y las exportaciones para salir de una recesión (Edwards, 2004). Por su parte, Eichengreen (2001) señala que la integración financiera, sin la integración del comercio podría conducir a una mala asignación de los recursos como las entradas de capital pueden ir a los sectores en los que un país no tiene una ventaja comparativa.

Por último, si bien es cierto que crisis financieras recientes en las economías en desarrollo han ocurrido con mayor frecuencia desde los años de 1980, década en que adoptan programas de liberalización financiera, a menudo han coincidido con la pérdida de acceso a los mercados financieros mundiales, y resultan en alta volatilidad en las fluctuaciones del producto y el consumo (Calvo, 1998; Calvo *et al.*, 2004; Frankel y Cavallo, 2004).⁷

II.3 El Debate Neoclásico de los Flujos de Capital

Desde la perspectiva de la teoría neoclásica, el reciente comportamiento de los flujos de capital plantea importantes enigmas sobre su desempeño hacia las economías en desarrollo. Por ejemplo, Lucas (1990) desafía la predicción del modelo neoclásico estándar que considera un sólo sector, dos países, produciendo un mismo bien, los mismos rendimientos a escala en la función de producción, capital y trabajo homogéneos. Por lo anterior, las diferencias en la producción por trabajador en ambos países puede deberse a las diferencias puramente al nivel de capital, en virtud de que la ley de rendimientos decrecientes se aplica, el Producto Marginal del Capital (*PMK*) es más alto en las economías menos productivas o pobres que sus contrapartes desarrolladas. De ahí que asumiendo que el comercio en bienes de capital es libre y competitivo, el flujo de capital se dirigirá hacia la economía del país pobre, y no se detendrá hasta que la relación capital-trabajo, los salarios y los rendimientos de capital se igualen.

Sin embargo, especificando el modelo mediante la incorporación de otras variables y de otros elementos dentro de las mismas, llega a la conclusión de que los flujos pueden darse en otra

⁷ Frenos repentinos o "*sudden stops*", como los denomina Calvo (1998)

dirección, o al menos no en las cantidades previstas por la teoría neoclásica. Esto es lo que se denomina en la literatura económica especializada como la “*Paradoja de Lucas*”.

Las posibles explicaciones a la paradoja propuesta por Lucas pueden ser las siguientes:

- 1) Se ignoran las diferencias en el capital humano, es decir, un trabajador en un país rico puede ser más productivo que su contraparte en un país pobre,
- 2) Beneficios externos del capital humano, ya que corrigiendo los diferenciales de capital humano se reduce la predicción de la tasa de retorno entre países ricos y pobres e,
- 3) Imperfecciones en el mercado de capitales: la política de riesgo requiere una prima más alta en un país pobre.

Reinhart y Rogoff (2004), por su parte, explican la “*Paradoja de Lucas*” desde una perspectiva en que el bajo volumen de los flujos de capital hacia los países pobres se debe a la alta probabilidad de falta de pago de deuda de los países de bajo ingreso (y capacidad de repago), por lo que el riesgo del crédito parece una razón más convincente para la escasez de los flujos de capital. En particular, los capitales -en forma de deuda- se han dirigido a una serie de países y gobiernos con recurrentes incumplimientos de pago con el exterior.

Gourinchas y Jeanne (2006), por su parte, muestran que el rendimiento del capital medido en un marco contable de desarrollo es similar entre los países avanzados y en vías de desarrollo. Aceptada esta conclusión, una versión abierta del modelo de crecimiento de la economía neoclásica debería ser un razonable punto de referencia para pensar en el comportamiento de los flujos de capital hacia los países en desarrollo. Gourinchas y Jeanne argumentan que los flujos de capital, *ceteris paribus*, deberían de dirigirse hacia los países con rápido crecimiento en la Productividad Total de Factores (*PTF*) y, por ende, invertir y atraer más capital extranjero. Es decir, el capital debe fluir hacia los países en desarrollo cuya *PTF* alcanza la misma relación con las economías avanzadas y debe dirigirse fuera de los países en que la *PTF* se rezaga. La diferencia clave entre estos países es que algunos tienen más éxito que otros en ponerse al día con la frontera tecnológica prevaleciente en economías avanzadas.

No obstante, los flujos de capital parecen dirigirse a los países que invierten y crecen menos. De tal forma, que el modelo neoclásico que explica el comportamiento de los flujos de capital entre los países en desarrollo no es consistente con esta predicción. Este resultado es conocido como el “*Paradoja de la Asignación*”.

Lo anterior, no es un resultado fortuito ni sorprendente pues el mercado internacional de capitales debería asignar capital a los países donde se hace más productiva la inversión en relación con el resto del mundo. Aunque ello es simple e intuitivo, este resultado ofrece un punto de referencia teóricamente nuevo para evaluar la “Paradoja de Lucas”. Es de esperarse que los grandes flujos de capital de los países ricos hacia los países pobres sean sólo hasta que la productividad de ambos se iguale. El bajo volumen de los flujos de capital hacia los países pobres se debe principalmente a la baja productividad en esos países, en lugar de las fricciones financieras internacionales, las que a su vez pueden silenciar el volumen de los flujos de capital internacional, pero no debe cambiar su dirección o asignación entre los países. El modelo prevé que los países en desarrollo con altas tasas de crecimiento en la *PTF* reciben más entradas de capital. Sin embargo, los datos sugieren que la inversa es cierta.⁸

Prasad, Rajan y Subramanian (2006), motivados por estos mismos hechos establecidos, proporcionan evidencia empírica que cuestionan la lógica subyacente en la teoría estándar neoclásica que predice la direccionalidad de los flujos de capital. En particular, encuentran (en una muestra seleccionada de países en desarrollo) que la relación entre el saldo de cuenta corriente de la balanza de pagos y el crecimiento es positivo en el largo plazo. Los países que se endeudan en el exterior, deben ser capaces de invertir más (toda vez que están menos limitados por la restricción del ahorro interno) y, por tanto, deben crecer más rápido. En otras palabras, los países en desarrollo que descansan menos en ahorro externo para financiar sus programas económicos, han crecido más rápidamente.

Lo anterior, sin embargo, no es un hecho absoluto para señalar que no hayan existido episodios en los países en desarrollo puedan haber crecido rápidamente incurriendo en enormes déficit de cuenta corriente en la balanza de pagos (por ejemplo, Asia antes de la crisis recurría financiaba su crecimiento con enormes déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos). Sin embargo, más allá de la prosperidad que tienen algunas economías que reciben grandes cantidades de capital extranjero a corto y largo plazo, los países en desarrollo con mayor dinamismo son aquéllos que dependen menos de la financiación exterior, como es el caso de China.

Una posible explicación a los hallazgos empíricos obtenidos por Prasad *et al.* (2006), es que la relación entre el crecimiento económico y el saldo de cuenta corriente de la balanza de pagos, es impulsada por el ahorro interno. Es decir, los países no industriales que tienen un mayor

⁸ Dentro de las posibles soluciones al “Paradoja de la Asignación”, se propone el discernimiento de la relación que existe entre el ahorro, el desarrollo financiero y el comercio con el crecimiento económico.

nivel de ahorro pueden invertir y crecer más rápidamente, lo que no implica necesariamente una baja dependencia del ahorro externo. De hecho, los países con mayores niveles de inversión tienen un mejor desempeño en su crecimiento económico, en comparación de aquéllos países con niveles más bajos de inversión. Lo interesante de ello, es que los países que tenían altas tasas de inversión, y menor dependencia del capital extranjero (reducción del déficit y/o superávit de cuenta corriente de la balanza de pagos), crecieron en promedio más rápido, a la inversa de los países que tenían un mayor grado de dependencia con el capital extranjero.

Otra posible explicación de este fenómeno, es la debilidad de los sistemas financieros nacionales para operar en forma eficiente la intermediación del capital extranjero. En un sistema financiero poco desarrollado o profundizado, el capital extranjero puede no ser útil, toda vez que el capital externo no se canaliza a las mejores oportunidades de inversión, por lo que la correlación positiva entre el saldo de cuenta corriente de la balanza de pagos y crecimiento resulta ser más fuerte en el grupo de países con menor índice de desarrollo en su sistema financiero. En estos países, el nivel de inversión y los episodios de crecimiento pueden verse limitados por los obstáculos del sector financiero y la inversión puede ser sufragada en gran parte a través del ahorro nacional.

Por último, Summers, L. (2006), por su lado, destaca tres aspectos inéditos en los flujos financieros internacionales que dan lugar a la “*Paradoja de los Flujos Globales de Capital*”:

- 1) El flujo neto de capital es sustancialmente de los países en desarrollo y mercados emergentes hacia los países desarrollados, principalmente, los Estados Unidos de América (EUA) que absorbe abrumadoramente el ahorro mundial, mientras que el resto de las economías representan el proveedor global de ahorro;
- 2) La deuda externa neta en los EUA se refleja en la excesiva acumulación de las reservas internacionales de los mercados emergentes. Este resultado puede deberse a la aplicación de la llamada regla “Guidotti-Greenspan”⁹, que señala que las reservas internacionales deben de ser iguales a la deuda externa a corto plazo (un año o menos de vencimiento), las cuales han tenido un crecimiento de medio trillón de dólares en 1999 a más de dos trillones de dólares en 2006;
- 3) La rentabilidad real esperada de las reservas es muy baja, aun bajo el supuesto de tipo de cambio real constante. Las reservas internacionales ganarán el rendimiento

⁹ Se le conoce como la regla Guidotti-Greenspan, después de que un principio fue enunciada por Pablo Guidotti (entonces viceministro de Finanzas de la Argentina), y aprobado posteriormente por Alan Greenspan de la Reserva Federal (véase Greenspan, 1999).

esperado, en principio, de los dólares y, en segundo lugar, de los obtenidos por el Euro. Los rendimientos de los bonos indexados o las tasas de interés internacionales, y la tasa esperada de inflación en EUA, harían que el rendimiento real esperado por mantener reservas internacionales denominadas en dólares sea igual al 2%. Sin embargo, los tipos de cambio real en los mercados emergentes se tienden a apreciar, por lo que la expectativa de rentabilidad nacional será ajustada a la baja y con mayor riesgo.

Por último, recientemente se ha constatado el desarrollo de una de las consecuencias del proceso de profundización de los sistemas financieros tanto a escala local como global, y en la cual se descarta la hipótesis de los mercados de capitales eficientes: en la que el ahorro financiero se canaliza en automático a la inversión productiva, debido a las mayores tasas de rentabilidad en la economía real que en las transacciones financieras. Se trata del fenómeno denominado “financiarización” cuyas principales características son según Bresser-Pereira (2010):

- 1) Un excesivo aumento del valor total de los activos financieros suscitado por multiplicidad de instrumentos financieros (títulos y derivados);
- 2) La disociación entre la trayectoria de la economía real con la economía financiera creando así riqueza artificial; y
- 3) Un sensible incremento en la tasa de los beneficios de las instituciones financieras.

La “financiarización” tiene importantes implicaciones sobre la economía real: aumenta las posibilidades y la velocidad de contagio en los mercados financieros, y además, provoca que la superación de las crisis financieras se vuelvan un problema más complejo para un país en lo individual, sin contar con la adecuada coordinación entre países o bloques económicos para operar las políticas fiscales y monetarias.

Bresser-Pereira (2010, p. 14), indican que la creciente ocurrencia de crisis financieras tanto en magnitud como en frecuencia parecen también obedecer al fenómeno de financiarización: por ejemplo, calculan el porcentaje de años en los cuales los países enfrentan una crisis bancaria antes y después de Bretton Woods, encuentran que en el periodo 1949-1975 tal porcentaje es de 18%, mientras que en el período 1976-1996 el porcentaje es de 361%. Lo anterior, medido en pérdida de crecimiento económico mundial se estima de 4.6% en el primer caso y de 2.8%, para el segundo. Estos mismos autores indican que en el caso de Bordo *et al.* (2001) documenta que en el período de 1945-1971, el mundo experimentó sólo 38 crisis financieras,

posteriormente se experimentaron 139 crisis financieras entre 1973 y 1997 (después de la desaparición del sistema Bretton Woods). Es decir, en el segundo periodo hubo tres veces más crisis que las sucedidas en el primer período. Por último, Reinhart y Rogoff (2008), identifican sólo una crisis bancaria entre 1947-1975, pero precisan 31 eventos en el periodo de 1976-2008.

II.4 Conclusión

La IFI, como instrumento central de política para estimular el crecimiento y desarrollo económico entre los países en desarrollo, postula que mediante la liberalización de la cuenta capital de la balanza de pagos, y mediante diversos canales de transmisión se puede estimular el nivel de inversión e ingreso. Entre los principales mecanismos de transmisión, se encuentran, primero, el que permite aumentar el nivel de inversión a través de la complementación del ahorro externo, segundo, distribuir de riesgos entre los inversores residentes y no residentes compartidos a través del mercado accionario y, tercero, a través de la transferencia tecnológica y de *expertise* administrativa por medio de la IED.

Asimismo, mediante la IFI y en el contexto de una economía con un bajo nivel de participación de bancos extranjeros, se sugiere que el crecimiento y desarrollo económico de los países podría promoverse a través de la liberalización y la entrada de bancos extranjeros. Con un sistema financiero satisfactoriamente regulado y seguro, sostiene el liberalismo económico, la entrada de los bancos extranjeros puede generar mediante la oferta de nuevos productos y servicios financieros un ambiente competitivo, que por un lado, mejore la asignación eficiente de los recursos financieros hacia las actividades productivas y, por otro, facilite las operaciones cotidianas, obtenga información vital que permita evaluar y monitorear las empresas.

Un último canal de transmisión de la IFI sería la imposición de disciplina en el diseño e instrumentación de las políticas macroeconómicas (fiscal y monetaria, principalmente), toda vez que, por un lado, aumentaría los costos potenciales relacionados con las políticas débiles, y por el otro, elevaría los beneficios de la implementación de buenas políticas. La integración financiera vuelve a un país más vulnerable ante los cambios en la percepción de inversionistas extranjeros, y puede servir como una señal de compromiso con la mejora de las políticas macroeconómicas y favorables a la inversión extranjera.

No obstante potenciales beneficios teóricos de la IFI para promover el crecimiento económico, los resultados obtenidos son ambiguos y sujetos a una intensa controversia. Economistas del desarrollo como Bhagwati, Rodrik, y Stiglitz, señalan que las crisis financieras ocurridas en

América Latina, Asia y África en las tres últimas décadas son una clara evidencia de los efectos de la IFI. Lejos de impulsar el crecimiento económico en estas regiones, la IFI ha interrumpido la dinámica de crecimiento de las economías.

Como evidencia de lo anterior, los bancos centrales acumulan una gran cantidad de reservas internacionales (preferentemente en dólares estadounidenses) para contrarrestar las distorsiones en las variables macroeconómicas fundamentales que pudieran desencadenar los imprevistos cambios de dirección del capital externo, en espera de poder estabilizar las economías frente a choques externos, principalmente especulativos.

Además, el reciente comportamiento en la dirección de los flujos de capital, contradice a la predicción del modelo neoclásico convencional, toda vez que los flujos de capital de los países desarrollados no se dirigen hacia las economías en desarrollo.

De este último hecho, Lucas por ejemplo, señala que el capital externo no fluye, al menos en la dirección y cantidades predichas por la teoría convencional; por su parte Gourinchas y Jane, sostienen que los flujos de capital parecen dirigirse a los países que invierten y crecen menos. De tal forma, que el modelo neoclásico que explica el comportamiento de los flujos de capital entre los países en desarrollo no sería consistente con esta predicción. En este mismo sentido Prasad, señala que los países que tenían altas tasas de inversión y menor dependencia del capital extranjero, crecieron en promedio más rápido, a la inversa de los países que tenían una elevada inversión, y un mayor grado de dependencia del capital extranjero.

Summers, por su parte, indica que los flujos financieros internacionales presentan aspectos sin precedentes, y nuevamente contrarios a la predicción neoclásica, es decir, el flujo neto de capital es dirigido de los países en desarrollo y mercados emergentes hacia los países desarrollados, principalmente, los EUA que absorbe abrumadoramente el ahorro mundial.

No obstante la controversia de enfoques, hay evidencias de que la capacidad de absorción de las economías receptoras de los inlujos juegan un papel predominante, no sólo en la dirección, sino en el aprovechamiento de los beneficios potenciales del capital externo.

Finalmente, la “financiarización” de las economías provocada por el impresionante aumento del valor de los activos financieros con respecto al valor generado en el resto de las actividades económicas, ha suscitado nuevas problemáticas para ser evaluadas por los países con procesos inacabados de apertura de sus cuentas de capital, y de aquéllos que han decidido iniciarlos. La financiarización puede evaporizar los ingresos derivados de la productividad de

los factores a través de los sistemas financieros, por ende, la vulnerabilidad estructural reaparece. Es decir, son más altas las probabilidades de contagio de la volatilidad e incertidumbre inherentes a los mercados financieros, por lo tanto, los riesgos a los denominados efectos gregarios se amplifican y, en caso de crisis bancarias, financieras o económicas, se debilita la efectividad de las políticas monetarias, políticas fiscales y otros esfuerzos necesarios para la restauración de la senda de crecimiento económico.

III. IMPACTO DE LOS FLUJOS DE CAPITAL EN EL CRECIMIENTO ECONÓMICO

En este capítulo se evalúa el impacto de los flujos de capital externo en el crecimiento económico de una muestra seleccionada de países de la región América Latina y el Caribe.

La primera sección informa sobre la metodología y los resultados de investigaciones precedentes sobre el impacto de la IFI en el crecimiento económico. La segunda sección evalúa la relación IFI y el crecimiento económico mediante el desarrollo de diversos métodos econométricos [Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO), Mínimos Cuadrados en Dos Etapas con Variables Instrumentales (MC2E-VI) y el Método de Panel Dinámico Arellano-Bond con el procedimiento Generalizado de Momentos (MGM)]. En esta misma sección se describen brevemente los diversos indicadores estadísticos empleados para la validación de los modelos propuestos.

En la tercera sección, por su parte, se procede a la validación de la hipótesis planteada en la introducción, esperando exista una relación positiva entre los flujos de capital alentados por la IFI y el crecimiento económico, posteriormente, se interpretan los hallazgos obtenidos. En la segunda parte de la tercera sección se evalúa si los efectos de la IFI en el crecimiento económico dependen, ya sea de los niveles de ingreso y de educación de la fuerza de trabajo o del nivel de desarrollo del sistema financiero, y se estudia la relación IFI-crecimiento económico bajo diferentes políticas económicas.

En la cuarta sección, se formaliza una variante del modelo de IFI-crecimiento económico para evaluar el efecto de los inlujos de IED en el crecimiento económico de la región, tanto en forma directa como bajo el proceso de políticas económicas específicas. Finalmente, la quinta sección presenta los principales hallazgos del capítulo.

III.1 Estudios Precedentes

En relación al efecto de la influencia positiva de la IFI en el crecimiento económico de los países en desarrollo, no hay un consenso unánime. El extenso trabajo desarrollado mediante el uso intensivo de diversas técnicas econométricas, diferentes indicadores de integración financiera, periodos de tiempo, y países (dimensionados en cantidad, regiones, bloques económicos, nivel de desarrollo económico y financiero, entre otras características), arroja resultados mixtos. Mientras algunos estudios empíricos encuentran relaciones positivas y estadísticamente significativas entre IFI y el crecimiento, otros constatan una relación negativa

entre ambas variables. Dentro de estos puntos de vista extremos hay, también, quienes observan la concurrencia tanto de aspectos positivos como de carácter negativo.

Por el lado de quienes han constatado una interacción positiva entre crecimiento económico e IFI para el caso de América Latina, se encuentra Quinn (1997, pp. 531-551), quién utiliza la técnica de Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) con regresiones de corte transversales para una muestra de 64 países industrializados y en desarrollo de las regiones de América, Asia, África, y Europa en un periodo de tiempo de 1960-1989, recurre a una medida de apertura financiera, y evalúa las políticas gubernamentales que regulan los flujos de capital externo en ambos sentidos. Esto permite le permite a Quinn (1997) la comparación de la forma e intensidad de las regulaciones a través del tiempo y el espacio (Cuadro 1).¹⁰

Cuadro 1. Regresión entre Países, Tasa de Crecimiento del PIB per cápita como Variable Dependiente, 1960-1989

Variable	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
	64 Países	58 Países	58 Países	58 Países	58 Países
Ingreso Inicial 1960	-0.414** (0.104)	-.406** (0.104)	-0.399** (0.105)	-0.425** (0.095)	-0.415** (0.093)
Inversión/PIB	15.28** (2.86)	13.47** (2.93)	13.63** (2.77)	9.221** (3.114)	8.593** (3.008)
Crecimiento de la Población	-0.249 (0.193)	-0.231 (0.201)	-0.233 (0.183)	-0.186 (0.232)	-0.111 (0.234)
Educación Secundaria	2.058* (0.982)	1.913* (0.892)	1.913* (0.881)	1.386 (0.865)	1.225 (0.919)
Liberalización Financiera (1958-88)		0.463* (0.203)		0.179 (0.167)	
Apertura de la Cuenta de Capital de BP (1958-68)	0.467** (0.157)		0.441** (0.153)		0.300* (0.141)
Educación Primaria				0.882 (0.721)	1.059 (0.702)
Gobierno/PIB				-0.236 (3.396)	-0.545 (3.347)
Tasa Crecimiento del Gobierno/PIB				-0.043 (0.069)	-0.063 (0.062)
Economía Socialista				1.29* (0.57)	1.297* (0.538)
Revoluciones				-0.498 (0.631)	-0.675 (0.598)
Dummie África				-0.855* (0.395)	-0.949** (0.36)
Dummie Latinoamérica				-0.675 (0.374)	-0.544 (0.325)
Tasa de Crecimiento del Crédito Nacional				0.011 (0.009)	0.008 (0.009)
Desv. Estándar del Crédito Nacional				-0.008 (0.005)	-0.006 (0.004)
Tasa de Crecimiento de las Exportaciones/PIB				0.130* (0.057)	0.120* (0.052)
Guerras Civiles				-0.05 (0.115)	-0.002 (0.105)
Intercepto	0.064 (0.662)	0.338 (0.758)	0.381 (0.684)	0.807 (1.105)	0.751 (0.99)
R ² Ajustada	0.54	0.52	0.54	0.63	0.65

Nota: Los modelos y datos provienen de Levine y Renelt (1992) y Barro (1991), exceptuando la Apertura de la Cuenta de Capital de Balanza de Pagos. Los errores estándar aparecen debajo de los coeficientes. Los coeficientes fueron estimados mediante MCO consistentes con heterocedasticidad de White. Los datos son promedios anuales de 1960-1989, excepto para Liberalización Financiera y la Apertura de la Cuenta de Capital de Balanza de Pagos que son cambios anuales. Los asteriscos representan significancia estadística *0 .05; **0 .01, respectivamente.

Fuente: Elaboración propia con base a Quinn (1997).

¹⁰ La apertura se basa en una codificación de la legislación nacional e internacional de 64 naciones, la mayoría de cuya legislación está disponible desde 1950 hasta 1994.

Asimismo, Quinn (1997) examinó la asociación integración financiera en dos vertientes: una relacionada con el crecimiento económico y distribución del ingreso y, otra asociada con la política fiscal, recaudación y los gastos del gobierno. El coeficiente de la *liberalización financiera* en forma robusta se asocia con el crecimiento, mientras que el coeficiente que mide el cambio en la *regulación y apertura de la cuenta de capital de balanza de pagos* es positivo y estadísticamente significativo.

Rodrik (1998, pp. 1-11), por su parte, utiliza el método de MCO de corte transversal para una muestra de 95 países, incluyendo algunos países en desarrollo de Asia, África, y América Latina, en el periodo de 1975-1989. Los resultados obtenidos indican que la *Liberalización de la cuenta de capital de la balanza de pagos* no promueve en los países en desarrollo un mayor nivel de crecimiento económico, inversión, y menor inflación (Ver cuadro 2).

Cuadro 2. Apertura de la Cuenta de Capital de Balanza de Pagos, Crecimiento Económico, Inversión e Inflación

Variable Dependiente	Variable Independiente: la proporción de años durante 1975-1989 para el que la cuenta de capital estaba libre de las restricciones		
	Coeficiente	Desviación Estándar	t
Crecimiento del PIB per cápita	0.00383295	0.00558392	0.69
Inversión/PIB	-0.00983076	0.01738463	-0.57
Inflación	-0.02602373	0.03688552	-0.71

Nota: Las variables de control utilizadas son Ingreso per cápita, educación secundaria, calidad de las instituciones del gobierno, y variables *dummies* para el Este Asiático, América Latina, y África Sub-Sahariana.

Fuente: Rodrik (1998).

Edwards (2001, pp. 1-16), analiza los efectos de la liberalización de la cuenta de capital de balanza de pagos en el crecimiento económico y en la productividad total de los factores (*PTF*) para una muestra de 62 países en desarrollo de América, Asia, África, y Europa, en el periodo de 1980-1989. Mediante el empleo de la técnica econométrica de Mínimos Cuadrados Ponderados y Variables Instrumentales, sostiene que la apertura de la cuenta de capital de la balanza de pagos tiene efectos positivos en el crecimiento económico, sólo después de que los países logran un elevado grado de desarrollo económico. Los resultados se presentan en el siguiente cuadro 3.

Cuadro 3. Apertura y Liberalización de la Cuenta de Capital de Balanza de Pagos y Crecimiento Económico, 1980

Apertura de la Cuenta de Capital de Balanza de Pagos y Crecimiento Económico					Liberalización de la Cuenta de Capital de Balanza de Pagos y Crecimiento Económico				
Tasa de Crecimiento Real. Mínimos Cuadrados Ponderados					Tasa de Crecimiento Real. Mínimos Cuadrados Ponderados				
TC80s	Coef.	Error Estándar	t	P>t	TC80s	Coef.	Error Estándar	t	P>t
AperturaCCBP87	0.0030046	0.0023936	1.255	0.215	Chumano65	0.0028349	0.0011286	2.512	0.015
Chumano65	0.0031461	0.001128	2.789	0.007	LTCPIBPC65	-0.0101456	0.0038152	-2.659	0.01
LTCPIBPC65	-0.0123794	0.0041281	-2.999	0.004	Inv80s	0.1550862	0.0281895	5.502	0
Inv80s	0.1603782	0.0283357	5.66	0	LiberalizaciónCCBP	0.003052	0.0015201	2.008	0.05
_cons	0.0539573	0.0283515	1.903	0.062	_cons	0.0443192	0.0272326	1.627	0.11
Number of obs = 59; F(4, 54)=13.14; R-squared = 0.4932					F(4, 53) = 14.17; Prob > F = 0.0000; R-squared = 0.5167; N = 59				
Tasa de Crecimiento Real. Mínimos Cuadrados Ponderados-VI					Tasa de Crecimiento Real. Mínimos Cuadrados Ponderados-VI				
TC80s	Coef.	Error Estándar	t	P>t	TC80s	Coef.	Error Estándar	t	P>t
AperturaCCBP87	0.0079586	0.0035431	2.246	0.029	LiberalizaciónCCBP	0.0051239	0.0026291	1.949	0.057
Chumano65	0.0029805	0.001113	2.678	0.01	LTCPIBPC65	-0.0096943	0.0039819	-2.435	0.019
LTCPIBPC65	-0.0162367	0.0044724	-3.63	0.001	Inv80s	0.1515098	0.030562	4.957	0
Inv80s	0.1475412	0.0287109	5.139	0	Chumano65	0.0024621	0.0012104	2.034	0.047
_cons	0.0765549	0.0298211	2.567	0.013	_cons	0.0416354	0.0285659	1.458	0.151
Number of obs = 56; F(4, 51) = 13.70; R-squared = 0.5023					F(4, 50) = 12.49; Prob > F = 0.0000; R-squared = 0.4883; N = 55				
Crecimiento de la Productividad Total de los Factores. Mínimos Cuadrados Ponderados					Crecimiento de la Productividad Total de los Factores. Mínimos Cuadrados Ponderados-VI				
PTF80	Coef.	Error Estándar	t	P>t	PTF80	Coef.	Error Estándar	t	P>t
AperturaCCBP87	0.0053182	0.00277	1.92	0.06	LiberalizaciónCCBP	0.0053401	0.0016531	3.23	0.002
Chumano65	0.0048019	0.0012986	3.698	0	Chumano65	0.00144	0.0008524	1.689	0.097
LTCPIBPC65	-0.0124138	0.0047	-2.641	0.011	LTCPIBPC65	-0.0019287	0.0027714	-0.696	0.49
_cons	0.0612132	0.0329048	1.86	0.068	_cons	0.0042915	0.0200442	0.214	0.831
Number of obs = 62; F(3, 58) = 8.31; R-squared = 0.3006					Number of obs = 57; F(3, 53) = 8.49; R-squared = 0.1884				
Crecimiento de la Productividad Total de los Factores. Mínimos Cuadrados Ponderados-VI					Crecimiento de la Productividad Total de los Factores. Mínimos Cuadrados Ponderados				
PTF80	Coef.	Error Estándar	t	P>t	PTF80	Coef.	Error Estándar	t	P>t
AperturaCCBP87	0.0059084	0.002569	2.3	0.025	LiberalizaciónCCBP	0.0025068	0.0009653	2.597	0.012
Chumano65	0.0019274	0.0008243	2.338	0.023	Chumano65	0.001953	0.000744	2.625	0.011
LTCPIBPC65	-0.0058782	0.0033151	-1.773	0.082	LTCPIBPC65	-0.0017833	0.0024749	-0.721	0.474
_cons	0.0223116	0.0217966	1.024	0.311	_cons	0.0024587	0.0178655	0.138	0.891
Number of obs = 58; F(3, 54) = 6.84; R-squared = 0.1758					Number of obs = 60; F(3, 56) = 9.24; R-squared = 0.3311				

Nota: Los coeficientes representan TC80s=Tasa de crecimiento en los años de 1980, PTF80= Tasa de crecimiento de la productividad total de los factores en 1980, AperturaCCBP87= Grado de apertura de la cuenta de balanza de pagos a mediados y fines de la década de 1980, Chumano65=Número de años de escolaridad completada en 1965, LTCPIBPC65= Tasa de crecimiento del PIB per cápita en logaritmos en 1965, Inv80s= Coeficiente de Inversión/PIB en 1980, LiberalizaciónCCBP=Indicador de la liberalización de la cuenta de capital de balanza de pagos, indicando un valor alto para un país con liberalización en la cuenta de capital de balanza de pagos durante el periodo.

Fuente: Edwards (2001).

Edison, Klein, Ricci y Slok (2004, pp. 243-251), quienes utiliza una muestra de 73 países en desarrollo y desarrollados en América Latina, Europa, África, y Asia para un periodo de 1976-1995, y aplican el método de MCO de Corte Transversal, y concluyen que la liberalización de la cuenta de capital de la balanza de pagos tiene efectos positivos en los países de ingreso medio. La naturaleza de sus hallazgos, si bien no es robusta, permite establecer los resultados esperados cuando interactúan las medidas de integración financiera y el crecimiento económico mediante una especificación cuadrática (Ver cuadro 4).

Cuadro 4. Crecimiento Económico y Medidas de Liberalización de la Cuenta de Capital de Balanza de Pagos, 1976-1995

Variable Dependiente: Tasa de Crecimiento del Logaritmo Natural del PIB per Cápita Real			
Variable Independiente/Medida de Apertura	Medida de Apertura Quinn	Medida de Apertura (Share)	BHL
Ingreso Inicial	-0.17 (0.13)	-0.29* (0.1)	-0.25* (0.11)
Educación Inicial	-0.04 (0.1)	0.1 (0.1)	0.03 (0.1)
Promedio de la Inversión Inicial/PIB	0.02* (0.01)	0.01 (0.01)	0.01 (0.01)
Crecimiento de la Población	-0.72* (0.33)	-0.2* (0.45)	-0.26 (0.48)
Dummie África	-1.13* (0.13)	-0.58* (0.14)	-0.68* (0.13)
K	-1.91** (1.44)	-10.14* (4.18)	-8.47* (3.75)
$K \ln Y$	0.6** (0.35)	2.86* (1.13)	2.57* (0.98)
$K \ln Y^2$	-0.04* (0.02)	-0.2* (0.07)	-0.18* (0.06)
Gob.	0.25* (0.05)	0.3* (0.05)	0.25* (0.05)
R^2	0.82	0.77	0.79
Periodo	1976-95	1976-95	1976-95
Obs.	54	73	71
Percentil 25 del $\ln Y$	0.12 (0.09)	0.07 (0.14)	0.46 (0.32)
Percentil 50 del $\ln Y$	0.13* (0.06)	0.29* (0.13)	0.61* (0.26)
Percentil 75 del $\ln Y$	0.04 (0.07)	0.26 (0.17)	0.38* (0.18)

Nota: K=Indicador de Apertura de la Cuenta de Capital País; Gob = reputación del gobierno; $\ln Y$ = Tasa de Crecimiento del PIB per Cápita en 1976; los resultados de las regresiones se obtuvieron con errores estándar robustos; los errores estándar se presentan en paréntesis; el término incluyen término de intercepción, sin embargo, no se reporta; * significativo al 5%; ** significativo al 10%.

Fuente: Edison *et al.* (2004).

Los indicadores de integración financiera utilizadas por Edison *et al.* (2004) son las siguientes:

- 1) Apertura (*Share*). Medida estándar del Fondo Monetario Internacional, que proviene del *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER)*, para cada país. Es una variable que refleja la proporción de años de los países que han liberalizado la cuenta de capital de balanza de pagos. Por ejemplo, si *AREAER* juzga que los mercados de capital están abiertos durante 5 años a un período de 10 años, entonces la medida de la apertura sería de 0.5;

-
- 2) *Apertura Quinn*. Esta medida evalúa la intensidad de los controles de capital, tanto de los ingresos como de las salidas de la cuenta de capital de balanza de pagos por separado. Para cada una de estas dos categorías, una puntuación de 0 indica que los ingresos y salidas están prohibidos, 0.5 indica que no son cuantitativamente libres o tienen otro tipo de reglamentación y/o restricciones, 1 indica que las transacciones están sujetas a fuertes impuestos, 1.5 indica que los impuestos son menores, y 2 indica que las transacciones están libres de restricciones o impuestos. Los valores del indicador de la apertura total de la cuenta de capital de balanza de pagos oscila entre 0 y 4 (Quinn, 1997);
 - 3) Bekaert, Harvey, y Lundblad, (*BHL*). Medida de liberalización del acervo del mercado de capitales en economías emergentes y economías industriales. Se construye como variables *binaria* de 0 y 1, para los estudios de caso en que se encuentre abierto o no el mercado de capitales, respectivamente.

Bosworth y Collins (1999, pp. 143-165), por su parte, analizan las implicaciones de los flujos de capital en los niveles de ahorro e inversión para una muestra de 58 países en desarrollo de Asia, África, y América Latina, durante el periodo de 1978-1995, utilizando metodologías econométricas de Panel de Efectos Fijos y Variables Instrumentales.¹¹

Los resultados obtenidos, indican que el componente IED es altamente benéfico, y que los flujos de portafolio no tienen un efecto preciso en la inversión nacional en los países emergentes (Ver cuadro 5).

¹¹ La muestra completa contiene 972 observaciones para efectos fijos y 970 para variables instrumentales. La muestra de economías emergentes contiene 306 observaciones para efectos fijos y 305 para variables instrumentales.

Cuadro 5. Flujos de Capital, Ahorro e Inversión en 58 países en Desarrollo, 1979-1995

Variables Dependientes	Regresión Panel Efectos Fijos			Regresiones Variables Instrumentales		
	Inversión/PIB	Ahorro/PIB	CCBP	Inversión/PIB	Ahorro/PIB	CCBP
Muestra Completa						
IED/PIB	0.31 (3.4)	-0.1 (0.8)	-0.4	0.81 (4.4)	0.77 (3.0)	-0.04
Inversión de Portafolio/PIB	0.3 (2.2)	-0.03 (0.1)	-0.33	0.14 (1.1)	-0.01 (0.1)	-0.16
Préstamos Bancarios/PIB	0.19 (7.7)	-0.15 (4.5)	-0.34	0.5 (10.3)	-0.22 (3.2)	-0.72
Términos de intercambio	0.01 (1.9)	0.07 (6.6)	0.05	0.01 (1.9)	0.06 (6.3)	0.05
Cambios en PIB (-1)	0.18 (7.5)	0.15 (4.8)	-0.02	0.11 (4.7)	0.13 (3.8)	0.01
Cambios en PIB (-2)	0.2 (8.2)	0.21 (6.4)	0.01	0.17 (7.0)	0.21 (6.1)	0.03
R^2	0.77	0.74		0.78	0.74	
Economías Emergentes						
Variables Independientes	Inversión/PIB	Ahorro/PIB	CCBP	Inversión/PIB	Ahorro/PIB	CCBP
IED/PIB	0.68 (3.90)	0.54 (2.50)	-0.13	0.90 (4.00)	0.87 (3.10)	-0.03
Inversión de Portafolio/PIB	0.25 (1.50)	-0.12 (0.60)	-0.37	0.15 (0.90)	-0.17 (0.80)	-0.33
Préstamos Bancarios	0.25 (5.50)	-0.04 (0.70)	-0.29	0.44 (5.70)	-0.12 (1.30)	-0.56
Términos de intercambio	0.00 (0.00)	0.07 (3.70)	0.07	0.00 (0.20)	0.07 (3.60)	0.07
Cambios en el PIB (-1)	0.18 (3.90)	0.05 (0.80)	-0.13	0.13 (2.60)	0.05 (0.80)	-0.08
Cambios en el PIB (-2)	0.22 (4.80)	0.15 (2.50)	-0.07	0.20 (4.30)	0.16 (2.70)	-0.04
R^2	0.75	0.68		0.75	0.69	

Nota: La muestra completa contiene 972 observaciones para efectos fijos y 970 para variables instrumentales. La muestra de economías emergentes contiene 306 observaciones para efectos fijos y 305 para variables instrumentales. En las regresiones las variables instrumentales, la IED y préstamos fueron tratadas como endógenas y ajustadas con los siguientes instrumentos: Total de entradas de capital para los 61 países en desarrollo de la IED, inversión de cartera, y otros préstamos, los valores rezagados de la IED, inversión de cartera, y préstamos; cambio porcentual en el PIB, rezagando un periodo; el cambio en los términos de intercambio, y una variable ficticia para saber si un país tenía controles de capital externo. El estadístico t entre paréntesis. CCBP: Se refiere a la Cuenta Corriente de Balanza de Pagos. Expresa la diferencia entre Ahorro menos Inversión.

Fuente: Bosworth y Collins (1999).

Por su parte, Prasad, Rajan y Subramanian (2006, pp. 9-26) usando técnicas econométricas de Datos Panel y Corte Transversal a nivel industrial para las décadas de los años de 1980 y 1990, analizan el impacto de los flujos de capital en una muestra de 101 países desarrollados y no desarrollados de las regiones de América, Europa Central y del Este, y de la Zona del Euro, Asia y África. Los resultados obtenidos sugieren que las economías que dependen menos del capital externo crecen más rápidamente, es decir, hay una relación positiva entre un menor déficit y/o un mayor superávit en la cuenta de capital de la balanza de pagos y la tasa de crecimiento económico. Asimismo, indican que los países que se benefician menos del capital externo o tienen una capacidad de absorción limitada de influjos de capital, responde a un endeble desarrollo del mercado financiero nacional, y porque sus economías nacionales son expuestas a la sobrevaluación por el acelerado influjo de capital externo (Ver cuadro 6).

Cuadro 6. Tasa de Crecimiento Promedio Anual del Valor Agregado en la Industria, IED y Dependencia Financiera, 1980 y 1990

Variable Dependiente: Tasa de crecimiento promedio anual del valor agregado en la industria i del país j												
Variables Independientes	1980						1990					
	4-1	4-2	4-3	4-4	4-5	4-6	4-7	4-8	4-9	4-10	4-11	4-12
Interacción del país j Acervo IED*Dependencia del sector i en el financiamiento externo	0.126 (0.055)**						0.115 (0.030) ***					
Acervo IED*Variable dummie = 1 para el desarrollo financiero por encima de la media	-0.198 (0.141)						-0.665 (0.237) ***					
Interacción del país j Acervo IED+Inversión de Portafolio* Dependencia del sector i en el financiamiento externo		0.108 (0.053)**						0.069 (0.028)**				
Acervo IED+Inversión de Portafolio*Variable dummie = 1 para el desarrollo financiero por encima de la media		-0.122 (0.101)						-0.591 (0.221)** *				
Interacción del país j Flujos de IED Neta*Dependencia del sector i en el financiamiento externo			0.516 (0.351)						0.81 (0.251)***			
Flujos de IED Neta*Variable dummie = 1 para el desarrollo financiero por encima de la media			-2.246 (1.047)**						-3.984 (1.776)**			
Interacción del país j Flujos de IED e Inversión de Portafolio*Dependencia del sector i en el financiamiento externo				0.485 (0.334)						0.539 (0.225)**		
Flujos de IED e Inversión de Portafolio*Variable dummie = 1 para el desarrollo financiero por encima de la media				-2.004 (0.952)**						-0.743 (1.543)		
Interacción del país j Medida de apertura de la CCBP Chinn-Ito* Dependencia del sector i en el financiamiento externo					0.003 (0.003)						-0.004 (0.006)	
Medida de apertura de la CCBP Chinn-Ito*Variable dummie = 1 para el desarrollo financiero por encima de la media					-0.005 (0.007)						-0.024 (0.015)	
Interacción del país j CCoBP/PIB*Dependencia del sector i en el financiamiento externo						-0.128 (0.183)						0.113 (0.214)
Medida de apertura de la CCoBP/PIB*Variable dummie = 1 para el desarrollo financiero por encima de la media						0.994 (0.336)***						-1.399 (1.208)
Obs.	929	929	918	918	929	929	1,114	1,114	1,095	1,095	1,114	1,114
R ²	0.47	0.47	0.47	0.47	0.47	0.47	0.28	0.28	0.28	0.28	0.28	0.28

Nota: La variable dependiente es el crecimiento económico per cápita ajustado por la paridad de poder de compra, 1955-2004 para los modelos 1, 3, y 5; el crecimiento per cápita real, 1970-2004, para los modelos 2, 4 y 6. La inversión se omite en los modelos de 3 y 4. Los datos para economías industrializadas se omiten en los modelos 5 y 6. El R² se define como 1-RSS/TSS. No hay correlación serial como se indica en el análisis de la prueba de Arellano-Bond para la correlación serial de segundo orden, y la prueba de AR1 muestra evidencia de correlación serial negativa en los residuos diferenciados. Las variables instrumentales incluyen el Islam, la fragmentación étnica, dummies regionales, Latitud, el derecho común inglés, y el MGM utiliza dos rezagos de las 5 variables endógenas. Los instrumentos para las ecuaciones de nivel incluyen variables ficticias de países. Los errores estándar se encuentran entre paréntesis. La significancia estadística se expresa como *p < 0.10, **p < 0.05, *** p < 0.01.

Fuente: Prasad, Rajan y Subramanian (2006).

Klein y Olivei (2008, pp. 8-19), utilizan una muestra de 70 países desarrollados y en desarrollo (que incluye países de la región de África, Oriente Medio, Asia, América Latina y países miembros de la OCDE) para el periodo 1976-1995, y aplican el método de MCO de Corte

Transversal y Variables Instrumentales. Los resultados obtenidos indican que los países con apertura en la cuenta de capital de la balanza de pagos en este período tuvieron un aumento significativamente mayor en la profundidad de sus sistemas financieros, en comparación a los países con restricciones a la cuenta de capital de balanza de pagos. Los resultados, sin embargo, son en gran parte impulsados por los países desarrollados en la muestra seleccionada. Las estimaciones en el cuadro 7 muestran una relación positiva entre la apertura de un país de la cuenta de capital y grado su nivel de desarrollo financiero.

Cuadro 7. Profundidad Financiera y Liberalización de la Cuenta de Capital de Balanza de Pagos, 1976-1995

1986 – 1995			1976-1995		
Modelo	(1)	(2)	Modelo	(3)	(4)
Variable	<i>LLY</i> _{1990s}	<i>PRIVY</i> _{1990s}	Variable	<i>LLY</i> _{1990s}	<i>PRIVY</i> _{1990s}
<i>KALIB</i> ₈₆₋₉₅	0.0885*** (.0300)	0.1258*** (.0379)	<i>KALIB</i> ₈₆₋₉₅	0.1040** (.0420)	0.2670*** (.0577)
<i>FD</i> ₈₆	0.5907*** (.0564)	0.8429*** (.0797)	<i>FD</i> ₈₆	0.5126*** (.0872)	0.6547*** (.1170)
<i>Trade</i> ₈₆	0.0008*** (.0002)	0.0001 (.0003)	<i>Trade</i> ₈₆	0.0013*** (.0003)	0.0003 (.0005)
África	-0.1408*** (.0323)	-0.0847** (.0380)	África	-0.2141*** (.0416)	-0.1440*** (.0544)
América Latina	-0.1127*** (.0288)	-0.0400 (.0349)	América Latina	-0.1806*** (.0373)	-0.1827*** (.0485)
Productores de Petróleo	-0.1424*** (.0379)	-0.1831*** (.0465)	Productores de Petróleo	-0.1016** (.0450)	-0.1680*** (.0609)
Obs.	95	95	Obs.	73	73
<i>R</i> ² Adj.	0.83	0.78	<i>R</i> ² Adj.	0.77	0.68

Nota: Las variables dependientes *LLY*_{1990s} y *PRIVY*_{1990s} representan las medidas de profundidad financiera, la primera hace referencia a la proporción de pasivos líquidos a PIB. *PRIVY*_{1990s} es igual a la proporción de los créditos por los intermediarios financieros al sector privado; *KALIB*₈₆₋₉₅ indica la posición del país *i* en términos de liberalización de la cuenta durante el período *j*, donde *j* es el período comprendido entre 1976 y 1995, o el período 1986 a 1995 (Medida de apertura Share); *Trade*₈₆ suma de exportaciones más importaciones a PIB.

Fuente: Klein y Olivei (2008).

Bailliu (2000, pp. 1-18), evalúa el efecto de los flujos privados de capital, en específico el efecto de la IED en el crecimiento económico, usando técnicas de Panel Dinámico para una muestra de 40 países en desarrollo de América, África y Asia en el periodo de 1975-1995. Los resultados expresan que los flujos de capital contribuyen al crecimiento económico sólo en aquellos países donde el desarrollo del sector bancario ha alcanzado cierto nivel de modernización financiera (Ver cuadro 8).

Cuadro 8. Flujos de Capital Privados, Desarrollo Financiero y Crecimiento Económico, 1975-1995

Variable Independiente	Variable Dependiente: Tasa de Crecimiento del PIB per Cápita Real			
PIB per cápita inicial	-0.1843 (0.0208)	-0.1564*** (0.017)	-0.1660*** (0.0136)	-0.1919 (0.0138)
Promedio de años escolares	-0.0052 (0.0114)	-0.0174* (0.0106)	-0.0142 (0.0095)	0.0074 (0.0084)
Inversión/PIB	0.0970** (0.0432)	0.0196 (0.0577)	0.0489 (0.0376)	0.1211*** (0.0444)
Consumo del Gobierno	-0.1882* (0.1016)	-0.1122 (0.1325)	-0.3465*** (0.0623)	-0.1347** (0.063)
(Exportaciones+Importaciones)/PIB	0.0742*** (0.0146)	0.0536** (0.0278)	0.0740*** (0.0126)	0.0828*** (0.0108)
Desarrollo del Sector Bancario	0.0609*** (0.0199)	0.0561*** (0.0218)	0.0192** (0.0089)	0.0190** (0.0094)
Flujos Netos de Capital/PIB	-0.0589* (0.0324)	-0.2664*** (0.101)		
Flujos Netos de Capital/PIB*Desarrollo Sector Bancario		0.4575** (0.2273)		
Flujos de Capital Repatriados/PIB			0.0367** (0.0191)	0.0156 (0.0552)
Flujos de Capital Repatriados/PIB*Desarrollo del Sector Bancario				0.0323 (0.1449)
Observaciones	150	150	141	141
R^2 Adj	0.32	0.32	0.32	0.36
Prueba Sargan	0.33	0.33	0.25	0.25
Prueba Sargan en Diferencias	0.56	0.62	0.34	0.32

Nota: Los errores estándar entre paréntesis. (***) (**), (*) indican significancia estadística al 1%, 5% y 10%, respectivamente. Las pruebas Sargan reportan los valores de p . Las observaciones corresponden al promedio de cinco observaciones por año.

Fuente: Bailliu (2000).

Edison, Levine, Ricci y Slok (2002, pp. 749–776), utilizan una muestra de 57 países (desarrollados y en desarrollo de América, Europa, Asia y África) para el periodo 1980-2000, y aplican diversos métodos econométricos como MCO, MCO con Variables Instrumentales y Panel Dinámico (Arellano-Bond) a través del procedimiento del Método Generalizado de Momentos (MGM) con cinco observaciones durante el periodo. Los resultados obtenidos, los llevan a aceptar la hipótesis alternativa, es decir, que la IFI no acelera el crecimiento económico, y que ello es válido aún en los casos en que la IFI se controla por diversas condiciones de política económica y marco institucional. El cuadro 9 sugiere precisamente la inexistencia de una fuerte relación entre los indicadores de IFI y el crecimiento económico, no obstante que los signos sean los esperados. De los indicadores de IFI, sólo los Flujos de Capital son estadísticamente significativos.

Cuadro 9. IFI y Crecimiento Económico, 1980-2002

Variable Dependiente: Tasa de Crecimiento del PIB per Cápita Real			
VARIABLES INDEPENDIENTES	MCO	VI	Panel
Ingreso Inicial	-0.01 (2.25)	-0.006 (1.56)	-0.015 (2.2)
Escolaridad Inicial	0.016 (2.28)	0.01 (1.55)	0.046 (2.98)
Balance del Gobierno	0.122 (1.85)	0.083 (0.68)	-0.056 (0.013)
Inflación	-0.015 (1.63)	-0.031 (2.13)	-0.024 (1.94)
Medida de Restricción del FMI	0.002 (0.29)	-0.011 (0.91)	NA NA
Acervo de los Flujos de Capital	0.003 (0.72)	0.008 (0.85)	0.002 (0.35)
Flujos de Capital	0.101 (2.46)*	0.056 (0.79)	0.077 (2.08)
Acervo de las Entradas de Capital	0.002 (0.25)	-0.007 (0.63)	0.001 (0.033)
Entradas de Capital	0.183 (2.24)*	0.078 (0.62)	0.132 (1.23)
R^2	0.29	NA	NA

Nota: se reportan los coeficientes y los valores t entre paréntesis; * representa significancia al nivel de 5%; los coeficientes estimados son consistentes con los errores estándar de heterocedasticidad; MCO e IV representan una observación anual por país durante 1980-2002; Panel representa cinco observaciones en promedio durante el periodo 1976-2002; Número de observaciones correspondientes a 57 países.

Fuente: Edison, Levine, Ricci y Slok (2002).

Los términos de interacción de los diferentes indicadores de IFI y condiciones macroeconómicas e institucionales, indican que aún en condiciones de alto nivel de ingreso y educación de la fuerza de trabajo la IFI no ejerce una sensible influencia en el crecimiento económico y, similarmente, la IFI no tiene efectos positivos en países con altos niveles de desarrollo financiero. La IFI en condiciones de altos niveles de calidad institucional (Estado de Derecho y bajos niveles de corrupción), no tiene efectos significativos, toda vez que por sí sola la calidad institucional tiene efectos positivos en el crecimiento. Por último, la IFI tiene efectos positivos, aunque no robustos, en ambientes de estabilidad macroeconómica, es decir, bajos niveles de inflación y de disciplina fiscal (Ver cuadro 10).

Cuadro 10. IFI, Condiciones de Ingreso, Escolaridad, Instituciones y Política Macroeconómica

Variable Dependiente: Tasa de Crecimiento del PIB per Cápita Real					
Medida de IFI	IFI	IFI*Ingreso Inicial		Ingreso Inicial	
Medida de Restricción del FMI	-0.002 (0.05)	0.000	(0.09)	-0.01	(2.15)*
Acervo de los Flujos de Capital	0.41 (2.56)*	-0.04	(2.46)*	-0.01	(2.04)*
Flujos de Capital	0.079 (0.16)	0.002	(0.04)	-0.01	(3.02)*
Acervo de las Entradas de Capital	0.011 (0.27)	-0.001	(0.24)	-0.01	(2.18)*
Entradas de Capital	-0.34 (0.55)	0.066	(0.88)	-0.01	(3.34)*
Medida de IFI	IFI	IFI*Escolaridad Inicial		Escolaridad Inicial	
Medida de Restricción del FMI	-0.01 (0.25)	0.003	(0.3)	0.013	-1.16
Acervo de los Flujos de Capital	0.03 (0.75)	-0.006	(0.71)	0.017	(2.26)*
Flujos de Capital	0.008 (0.04)	0.023	(0.43)	0.014	(1.89)
Acervo de las Entradas de Capital	0.013 (0.38)	-0.003	(0.34)	0.016	(2.14)*
Entradas de Capital	-0.14 (0.46)	0.087	(1.13)	0.013	-1.77
Medida de IFI	IFI	IFI*Desarrollo Financiero Bancario		Desarrollo Financiero Bancario	
Medida de Restricción del FMI	0.005 (0.8)	-0.002	(-0.27)	0.015	(3.49)*
Acervo de los Flujos de Capital	-0.001 (0.36)	-0.001	(0.29)	0.014	(2.89)*
Flujos de Capital	0.07 (1.12)	0.008	(0.14)	0.012	(2.42)*
Acervo de las Entradas de Capital	-0.001 (0.11)	0.002	(0.28)	0.013	(2.75)*
Entradas de Capital	0.212 (1.84)	0.1	(1.1)	0.01	(2.03)*
Medida de IFI	IFI	IFI*Desarrollo Mercado Accionario		Desarrollo Mercado Accionario	
Medida de Restricción del FMI	0.01 (0.99)	0.03	(1.38)	0.001	(1.31)
Acervo de los Flujos de Capital	-0.006 (0.98)	-0.005	(1.24)	0.005	(0.00)
Flujos de Capital	-0.009 (0.1)	-0.056	(1.61)	0.004	(2.13)*
Acervo de las Entradas de Capital	-0.016 (1.1)	-0.008	(1.32)	0.005	(2.12)*
Entradas de Capital	0.064 (0.354)	-0.09	(1.51)	0.004	-1.9
Medida de IFI	IFI	IFI*Estado de Derecho		Estado de Derecho	
Medida de Restricción del FMI	-0.015 (0.89)	0.004	(1.21)	0.007	(2.13)*
Acervo de los Flujos de Capital	0.083 (2.85)*	-0.015	(3.01)*	0.014	(4.30)*
Flujos de Capital	0.391 (1.1)	-0.064	(0.96)	0.01	(2.90)*
Acervo de las Entradas de Capital	0.077 (1.72)	-0.016	(2.03)*	0.014	(3.74)*
Entradas de Capital	0.474 (0.8)	-0.063	(0.54)	0.01	(2.41)*
Medida de IFI	IFI	IFI*Corrupción		Corrupción	
Medida de Restricción del FMI	-0.027 (1.36)	0.006	(1.56)	0.004	(1.22)
Acervo de los Flujos de Capital	0.093 (3.62)*	-0.015	(3.61)*	0.014	(3.17)*
Flujos de Capital	0.55 (1.28)	-0.08	(1.17)	0.009	(1.93)
Acervo de las Entradas de Capital	0.118 (2.27)*	-0.02	(2.51)*	0.015	(2.97)*
Entradas de Capital	0.723 (0.98)	-0.1	(0.78)	0.008	(1.64)
Medida de IFI	IFI	IFI*Balance del Gobierno		Balance del Gobierno	
Medida de Restricción del FMI	0.001 (0.14)	-0.034	(0.21)	0.15	(1.11)
Acervo de los Flujos de Capital	0.004 (0.93)	0.058	(0.91)	0.09	(0.93)
Flujos de Capital	0.108 (2.51)*	0.373	(0.64)	0.078	(0.8)
Acervo de las Entradas de Capital	0.004 (0.49)	0.11	(0.63)	0.092	(0.88)
Entradas de Capital	0.202 (2.47)*	0.94	(0.97)	0.054	(0.55)
Medida de IFI	IFI	IFI*Inflación		Inflación	
Medida de Restricción del FMI	-0.007 (1.37)	0.081	(3.06)*	-0.08	(3.61)*
Acervo de los Flujos de Capital	0.008 (1.48)	-0.1	(1.36)	0.009	(0.47)
Flujos de Capital	0.09 (1.8)	0.11	(0.17)	-0.014	(0.64)
Acervo de las Entradas de Capital	0.016 (1.75)	-0.18	(2.56)*	0.025	(1.33)
Entradas de Capital	0.21 (2.28)*	-0.35	(0.43)	-0.004	(0.17)

Nota: se reportan los coeficientes y los valores t entre paréntesis; * representa significancia al nivel de 5%; los coeficientes estimados son consistentes con los errores estándar de heterocedasticidad; la tabla sintetiza cada una de las regresiones por separado.

Fuente: Edison, Levine, Ricci y Slok (2002).

Bonfiglioli y Mendicino (2004, pp. 1-13), por su parte, utilizan técnicas econométricas de Panel Dinámico por el Método General de Momentos (MGM) aplicado a 90 países (incluidos países de América Latina) con cinco observaciones por año en el periodo de 1975-1999, y los

resultados obtenidos sugieren que mientras la liberalización de la cuenta de capital de la balanza de pagos impulsa el crecimiento económico.

Por el contrario, las crisis bancarias lo afectan en forma negativa, aunque en menor medida en los países con sistemas financieros abiertos e instituciones sólidas. Asimismo, la eliminación de restricciones a la cuenta de capital de la balanza de pagos es eficaz para acentuar la profundidad financiera y, en general, que la liberalización del mercado de valores afecta directamente el crecimiento económico de los países en desarrollo (Ver cuadro 11).

Cuadro 11. Liberalización Financiera, Crisis Bancarias y Crecimiento Económico, 1975-1999

<i>Variable Dependiente: Diferencias del Logaritmo de la Tasa de Crecimiento Económico del PIB per Cápita</i>								
Variable Dependiente/Modelo	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8
Ingreso Inicial	0.954* (0.036)	0.929* (0.034)	0.933* (0.033)	0.906* (0.034)	0.972* (0.035)	0.946* (0.032)	0.946* (0.032)	0.923* (0.037)
% de la población de 25 años ó más con educación secundaria	-0.044 (0.025)	-0.016 (0.028)	-0.021 (0.028)	-0.015 (0.027)	-0.045 (0.032)	-0.004 (0.029)	-0.003 (0.029)	-0.002 (0.029)
Tasa de Crecimiento de la Población	0.317 (2.311)	-1.284 (2.178)	-1.401 (2.101)	-.998 (2.014)	1.563 (2.464)	1.156 (2.168)	1.142 (2.08)	1.136 (2.201)
Gasto del Gobierno/PIB	-0.002 (0.002)	0.001 (0.002)	0.001 (0.002)	0.001 (0.002)	-0.001 (0.002)	0.002 (0.002)	0.002 (0.002)	0.002 (0.002)
Inversión/PIB	0.015* (0.002)	0.014* (0.002)	0.014* (0.002)	0.013* (0.002)	0.015* (0.002)	0.013* (0.002)	0.014* (0.002)	0.013* (0.002)
Crédito Privado otorgado por los bancos y otras instituciones financieras/PIB				0.086 (0.05)				0.052 (0.057)
opIMF	0.037 (0.046)	0.087* (0.041)	0.027 (0.044)	0.055 (0.04)				
opBHL					0.012* (0.006)	0.013* (0.006)	0.011 (0.007)	0.012* (0.006)
Bcr012		-0.041* (0.018)	-0.044* (0.017)	-0.043* (0.016)		-0.051* (0.016)	-0.054* (0.019)	-0.053* (0.015)
opIMF+Bcr012			0.064** (0.039)					
opBHL+Bcr012							0.002 (0.006)	
Países	90	89	89	89	82	81	81	81
Periodos	1975-99	1975-99	1975-99	1975-99	1980-99	1980-99	1980-99	1980-99
Prueba Sargan	0.418	0.635	0.677	0.713	0.16	0.381	0.541	0.66

Nota: opIMF=Medida de apertura de la Balanza de Pagos de la Cuenta de Capital, 0 para transacciones con restricciones y 1 para el caso contrario; opBHL= Igual a 1 desde el año en que se liberalizó el mercado accionario, 0 caso contrario; Bcr012= igual a 2 para las crisis bancarias sistémicas, 1 para crisis no sistémicas, 0 para la no ocurrencia de crisis. Las variables independientes representan diferencias del logaritmo. Las variables instrumentales son las variables independientes rezagadas y rezagadas en diferencias. Los errores estándar se presentan en paréntesis. * representa significancia estadística al 5% y 10%, respectivamente.

Fuente: Bonfiglioli y Mendicino (2004).

Bussiere y Fratzscher (2004, pp. 14-29), por otro lado, analizan el impacto de la liberalización de la cuenta de capital de balanza de pagos y sus efectos en el crecimiento económico en el corto, mediano y largo plazo para una muestra de 45 países en desarrollo de las regiones de América, Europa del Este y Central y del Euro, durante el periodo de 1980-2002. Utilizando cinco observaciones por país y empleando el método de panel dinámico (Arellano-Bond) por el MGM, llegan a tres resultados importantes:

- 1) Las economías más pobres -en términos del ingreso per cápita inicial- crecen más rápido que los países más ricos en el período inmediatamente posterior a la liberalización de balanza de cuenta corriente;
- 2) La inversión se relaciona positivamente con el crecimiento sólo en los años inmediatamente después de la liberalización de balanza de pagos de cuenta corriente, pero no es significativa en el mediano y largo plazo; y
- 3) Los flujos de inversión de portafolio aumentan el crecimiento económico en el corto plazo, pero no en el largo plazo. Por el contrario, los países tienden a beneficiarse de los flujos de IED sólo en el mediano y largo plazo, pero no en el corto plazo. El efecto de las inversiones de cartera en el crecimiento es mucho más fuerte que el efecto de la IED en el corto plazo, y ello se denota por el tamaño y la importancia del coeficiente de cartera combinada y las entradas de IED en el período posterior a la liberalización en el corto plazo (Ver cuadro 12).

Cuadro 12. Intercambio Temporal de la Liberalización de Balanza de Pagos de Cuenta Corriente, Variables Macroeconómicas, Apertura y Composición de los Flujos de Capital, 1980-2002

Variable Dependiente: Tasa de Crecimiento del PIB per Cápita Real							
Variable Independiente	Pre-liberalización		Post-liberalización (Corto plazo)		Pos-liberalización Medio y largo plazo		Prueba de diferencia Corto vs. Largo plazo
	Coef.	t	Coef.	Probabilidad ²	Coef.	Probabilidad ²	Probabilidad ³
Medidas de Apertura							
Entradas de IED+Inversión de Portafolio ¹	0.062	0.37	0.32**	0.049	0.056	0.597	0.091 ⁺
Entradas de IED ¹	0.074	0.36	0.129	0.566	0.319*	0.065	0.098 ⁺
Entrada de Inversión de Portafolio ¹	-0.08	-0.23	0.468**	0.031	-0.014	0.673	0.03 ⁺⁺
Apertura Comercial ¹	0.018 ⁺	1.73	0.022	0.253	0.026	0.213	0.875
Otras Variables Macroeconómicas e Institucionales							
Ingreso Inicial	-0.037**	-3.17	-0.047**	0	-0.026**	0.001	0.004 ⁺⁺
Inversión ¹	0.096	1.28	0.125*	0.098	-0.089	0.362	0.039 ⁺⁺
Gasto del Gobierno ¹	0.353**	3.68	0.318**	0	0.219**	0.002	0.505
Indicador compuesto de riesgo político	0.067**	2.02	0.097	0.166	0.175**	0.005	0.1 ⁺
Dummie de Crisis Financiera	-6.95**	-3.12	-12.513**	0.023	-18.466**	0	0.128
Cuenta Corriente de BP ¹	0.084	0.98	-0.023	0.852	0.017	0.845	0.699
Balanza Comercial de CCBP ¹	0.077	1.06	-0.027	0.793	-0.017	0.815	0.901
Consumo Privado ¹	-0.023	-0.34	-0.017	0.842	-0.019	0.774	0.974
Deuda Total ¹	0.017	0.7	-0.032	0.351	-0.064**	0.015	0.288
Deuda de corto plazo ¹	0.07	0.57	-0.42**	0.001	-0.245**	0.002	0.073 ⁺

Nota: ¹ Se expresa como proporción del PIB; ² la probabilidad expresa la prueba de la hipótesis nula de que el efecto total de la variable respectiva es cero en el periodo de liberalización de corto plazo y en el largo plazo, respectivamente; ³ expresa el valor de probabilidad de la prueba de la hipótesis nula de que el efecto total de la variable respectiva en el periodo de liberalización de corto plazo es igual en el largo plazo; *, ** y **, + indican significancia al 5% y 10%, respectivamente.

Fuente: Bussiere y Fratzscher (2004).

Quinn y Toyoda (2008, pp. 1403-1449), utilizando diversa técnicas econométricas como Panel Dinámico por el Método General de Momentos (MGM), aplicados a una muestra de 85 países

desarrollados y en desarrollo de las regiones de América, África, Asia, Oriente Medio, Europa del Este y Central y Zona del Euro, en un periodo comprendido entre 1955-2004. Los resultados plasmados en el cuadro 13, sugieren que los efectos de la apertura de la cuenta de capital de balanza de pagos se asocian positivamente con el crecimiento económico. No obstante, los resultados obtenidos no son del todo robustos.

Cuadro 13. Liberalización de la Cuenta de Capital de Balanza de Pagos y Crecimiento Económico, 1955-1999 y 1970-2004

Variables/Modelo	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
Ingreso (s-1)	-3.118*** (1.108)	-3.688*** (0.687)	-3.896*** (1.187)	-3.258*** (0.828)	-2.745** (1.249)	-3.519*** (0.720)
Revoluciones o Golpes de Estado	-0.056876	-0.287** (0.140)	-0.250 (0.243)	-0.325** (0.147)	-0.271 (0.226)	-0.039312
Apertura Comercial (Importaciones+Exportaciones)/PIB	0.268 (0.618)	0.764 (0.916)	0.469 (0.632)	2.191*** (0.660)	0.649 (0.745)	0.216 (1.133)
Crecimiento de la Población	0.244 (0.648)	0.481 (0.555)	0.364 (0.627)	0.554 (0.525)	0.509 (0.835)	0.729 (0.806)
Inversión/PIB	0.894 (0.948)	3.335*** (0.721)			0.478 (1.073)	3.125*** (0.851)
Precios del Petróleo	0.320** (0.250)	0.211* (0.122)	0.449*** (0.152)	0.183 (0.127)	0.247* (0.148)	0.207 (0.173)
Apertura de la Cuenta de Capital de Balanza de Pagos	0.036*** (0.013)	0.050*** (0.013)	0.036*** (0.013)	0.044*** (0.013)	0.048*** (0.017)	0.051*** (0.015)
Saldo de la Cuenta Corriente de Balanza de Pagos	0.004 (0.022)	0.004 (0.020)	0.002 (0.022)	0.009 (0.020)	0.000 (0.026)	0.014 (0.020)
Islam	-0.040 (0.025)	0.038 (0.141)	-0.054** (0.023)	0.025 (0.140)	-0.022 (0.020)	0.051 (0.112)
Fragmentación Étnica	0.006 (0.076)	-0.385 (0.555)	0.004 (0.078)	-0.210 (0.549)	-0.008 (0.093)	-0.396 (0.565)
África Subsahariana (Dummie)	-3.249 (3.237)	9.978 (20.550)	-4.755 (3.127)	1.237 (20.460)	-1.029 (2.875)	10.926 (16.650)
Este Asia Pacífico (Dummie)	0.120 (1.236)	3.528 (7.293)	-0.152 (1.235)	1.866 (7.320)	2.178 (1.572)	5.544 (4.971)
Sur de Asia (Dummie)	-3.125 (2.213)	3.187 (12.210)	-4.502** (2.085)	-0.431 (12.190)	-0.349 (1.707)	5.069 (9.559)
Oriente Medio y Norte de África (Dummie)	0.996 (2.451)	-8.423 (15.070)	0.124 (2.324)	-5.258 (14.890)	2.363 (3.079)	-7.169 (18.120)
América Latina y el Caribe (Dummie)	-1.526 (1.942)	6.732 (13.500)	-2.026 (1.937)	1.576 (13.390)	0.754 (2.047)	7.450 (8.793)
Derecho común inglés	0.767 (1.139)	5.621 (7.515)	1.117 (1.198)	3.235 (7.470)	0.878 (1.250)	5.487 (6.943)
Latitudes	0.033** (0.014)	0.025 (0.025)	0.045*** (0.013)	0.031 (0.025)	0.007 (0.011)	-0.033 (0.033)
R ²	42.29%	59.55%	40.57%	57.11%	38.75%	61.41%
Prueba Wald	56.67***	12.70**	107.4***	24.40***	31.88***	4.856
AR1	-4.472***	-4.280***	-4.587	-3.967***	-3.708***	-2.380**
AR2	0.3249	-0.664	-0.2506	-0.4972	0.4225	-0.2946
Prueba Sargan	661.6***	419.5***	589.2***	419.3**	506.5**	303.7
Obs.	682	467	682	467	483	335

Nota: La variable dependiente es el crecimiento económico per cápita ajustado por la paridad de poder de compra, 1955-2004 para los modelos 1, 3, y 5; el crecimiento per cápita real, 1970-2004, para los modelos 2, 4 y 6. La inversión se omite en los modelos de 3 y 4. Los datos para economías industrializadas se omiten en los modelos 5 y 6. El R² se define como 1-RSS/TSS. No hay correlación serial como se indica en el análisis de la prueba de Arellano-Bond para la correlación serial de segundo orden, y la prueba de AR1 muestra evidencia de correlación serial negativa en los residuos diferenciados. Las variables instrumentales incluyen el Islam, la fragmentación étnica, dummies regionales, Latitud, el derecho común inglés, y el MGM utiliza dos rezagos de las 5 variables endógenas. Los instrumentos para las ecuaciones de nivel incluyen variables ficticias de países. Los errores estándar se encuentran entre paréntesis. La significancia estadística se expresa como *p < 0.10, **p < 0.05, *** p < 0.01.

Fuente: Quinn y Toyoda (2008).

III.2 Metodologías

Asumiendo en lo esencial el procedimiento metodológico desarrollado por Edison, Levine, Ricci y Slok (2002), se prueba la relación entre la IFI y el crecimiento económico en una muestra seleccionada de 16 países en América Latina durante el periodo 1980-2009.¹²

Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO). Se inicia el tratamiento metodológico con este método para aproximarnos a la relación estadística entre IFI y crecimiento económico, para lograrlo, se utilizan datos anuales durante el período 1979-2008 de manera que hay una observación anual por cada país. La regresión se especifica de la siguiente forma:

$$G = \alpha + \beta IFI + \gamma X + \epsilon_i \dots (1)$$

Dónde: G : Tasa de Crecimiento del PIB per Cápita Real; IFI : Medida de Integración Financiera Internacional y X : Matriz de variables de control. Los datos utilizados correspondientes al periodo mencionado permiten hacer abstracción de las fluctuaciones del ciclo económico, las crisis políticas y financieras a corto plazo, centrándose en el crecimiento económico a largo plazo.

Conforme sugiere la teoría de la IFI, un mayor grado de integración se asocia positivamente al crecimiento económico, por lo que se espera que el parámetro a estimar sea $\beta > 0$. También se usa una ligera variante de la ecuación (1) para examinar si la IFI sólo puede influir en el crecimiento bajo ciertas condiciones de desarrollo económico, financiero y de política económica. En concreto, se examina la siguiente ecuación de regresión con un término de interacción:

$$G = \alpha + \beta IFI + \delta [IFI * x] + \gamma X + \epsilon_i \dots (2)$$

Donde x es una variable incluida en la matriz de variables de control X . Por ejemplo, x es un *proxy* del Desarrollo del Sistema Financiero que permite evaluar si la IFI tiene una influencia distinta en países con altos valores en lo referente a su sistema financiero. En concreto, se trata de diferenciar la ecuación (2) con respecto a las IFI para obtener:

$$\frac{\partial G}{\partial IFI} = \beta + \delta x \dots (3)$$

¹² La muestra seleccionada de países se encuentra en el Anexo A, Cuadro A2.

Si $\delta > 0$, esto implica que una intensa IFI tiene un mayor efecto (positivo) en el crecimiento económico en los países con altos niveles de modernización financiera x . Por ejemplo, el modelo teórico desarrollado por Boyd y Smith (1992), predice que la IFI influye positivamente en el desempeño económico en aquellos países con sistemas financieros sofisticados, apreciando la importancia de ésta última en la absorción de los beneficios potenciales de la IFI.

Mínimos Cuadrados en Dos Etapas con Variables Instrumentales (MC2E-VI). La racionalidad de emplear un estimador de mínimos cuadrados en dos etapas (*MC2E-VI*) con variables instrumentales reside en buscar el controlar el sesgo de simultaneidad, permitiendo al mismo tiempo los errores consistentes con la heterocedasticidad.¹³ El uso de este procedimiento subyace en el hecho de emplear a las mismas variables explicativas como instrumentos para aproximarnos a una estimación consistente de los efectos de la IFI en el crecimiento. Sin embargo, una de las posibles implicaciones de utilizar el *MC2E-VI* es que la estimación puede volverse menos precisa: los estimadores y errores estándar pueden hacerse más grande, y por tanto, las pruebas estadísticas relativamente más pequeñas.¹⁴

Panel Dinámico. El enfoque de panel dinámico ofrece, a su vez, varias ventajas sobre los métodos MCO y *MC2E-VI* para examinar el vínculo entre la IFI y el crecimiento económico. En primer lugar, permite explorar la naturaleza de series de tiempo en la relación planteada, abstrayendo las políticas y fluctuaciones económicas de corto plazo. En segundo lugar, la aplicación de las variables instrumentales entre países arroja resultados sobre los efectos no observados de cada país y , que a su vez, se convierten en parte del término de error, reduciendo el sesgo de las estimaciones, y controla los efectos específicos para cada país. En tercer lugar, el estimador de panel seleccionado permite controlar la endogeneidad de las variables explicativas, y reduce los sesgos inducidos mediante la inclusión del nivel de ingreso inicial en la regresión. Por lo tanto, el estimador de panel dinámico está exento de algunos de los sesgos que poseen los datos sobre IFI y crecimiento económico.

En particular, se recurre al Método Generalizado de Momentos (MGM) para los estimadores dinámicos de datos de panel, introducidos por Holtz-Eakin, Newey y Rosen (1990), Arellano y Bond (1991), y Arellano y Bover (1995). El estimador de panel dinámico subyace en el MGM,

¹³ En esta parte se utiliza como parámetro de referencia el modelo trabajado por Edwards (2001) y se utiliza la misma muestra de países, período de tiempo y especificación de la ecuación.

¹⁴ La naturaleza de emplear variables instrumentales radica en capturar los efectos marginales de las variables dependientes ante un cambio en las variables exógenas e independientes, y no asociado con el término de error. Es decir, las variables instrumentales proveen un estimador consistente bajo el supuesto de que la validez de los instrumentos existen, y se correlacionan con las variables exógenas o independientes y no con el término de error, como podría pasar en el método de MCO. Lo anterior, trata un problema fundamental, porque tales efectos marginales son un insumo clave para al análisis de la política económica.

basado a su vez, en condiciones de estimadores de diferencia y la aproximación de parámetros desconocidos por medio de momentos muestrales, minimizando la distancia entre la función muestral y la teórica (Hsiao, 2003).

El panel se constituye con datos de 16 países durante el período 1979-2008. El subíndice "t" designa al número de años. Por lo tanto, se considera la siguiente ecuación de regresión:

$$y_{i,t} - y_{i,t-1} = (\alpha - 1)y_{i,t-1} + \beta'X_{i,t} + \eta_i + \varepsilon_{i,t} \dots (4)$$

Donde y es el logaritmo del PIB per cápita real, X representa el conjunto de variables explicativas, η es un efecto no observado por países, ε es el término de error y los subíndices i y t representan los países y el período de tiempo, respectivamente. En concreto, X incluye un indicador y otros factores determinantes de crecimiento. En virtud de ello, la ecuación (2), puede reescribirse como:

$$y_{i,t} = \alpha y_{i,t-1} + \beta'X_{i,t} + \eta_i + \varepsilon_{i,t} \dots (5)$$

Para eliminar los efectos específicos por países, se toman las primeras diferencias de la ecuación (3):¹⁵

$$y_{i,t} - y_{i,t-1} = \alpha(y_{i,t-1} - y_{i,t-2}) + \beta'(X_{i,t} - X_{i,t-1}) + (\varepsilon_{i,t} - \varepsilon_{i,t-1}) \dots (6)$$

El uso de instrumentos o variables instrumentales es necesario para hacer frente a: 1) la endogeneidad de las variables explicativas, y 2) el problema natural del nuevo término de error $\varepsilon_{i,t} - \varepsilon_{i,t-1}$ correlacionado con la variable dependiente rezagada $y_{i,t-1} - y_{i,t-2}$.

Bajo las hipótesis de que: a) el término de error no está serialmente correlacionado, y b) las variables explicativas son débilmente exógenas (es decir, las variables explicativas están correlacionadas con realizaciones futuras del término de error), el MGM de panel dinámico utiliza las siguientes condiciones de momentos:

$$E[y_{i,t-s} (\varepsilon_{i,t} - \varepsilon_{i,t-1})] = 0, \text{ para } s \geq 2; t = 2, \dots, T \dots (7)$$

$$E[X_{i,t-s} (\varepsilon_{i,t} - \varepsilon_{i,t-1})] = 0, \text{ para } s \geq 2; t = 2, \dots, T \dots (8)$$

¹⁵ Al aplicar las primeras diferencias se calcula el cambio promedio en y en los periodos, y se cuenta con una ventaja potencialmente importante: diferenciar y en el tiempo para las mismas unidades de corte transversal, esto permite controlar los efectos específicos de los individuos, en este caso países. Controlar los factores que varían en el tiempo no modifican nada respecto a la significancia. Y, por último, permite controlar variables que cambian con el tiempo, que podrían estar correlacionadas con las variables explicativas (Véase Wooldridge, 2001, pp. 427- 428).

Es pertinente acotar, sin embargo, la existencia de algunas deficiencias conceptuales y estadísticas con este estimador de diferencia. Conceptualmente, se podría estudiar la relación desarrollo financiero y crecimiento del PIB per cápita entre países el cuál se eliminaría en el estimador de diferencia. Estadísticamente, Alonso-Borrego y Arellano (1996) y Blundell y Bond (1998) muestran que cuando las variables explicativas persisten en el tiempo, los niveles rezagados debilitan las variables instrumentales para la ecuación de regresión en diferencias. A su vez, la debilidad de las variables instrumentales influye en la propiedad asintótica de los estimadores, y se obtienen coeficientes insesgados bajo este procedimiento.

Para reducir las deficiencias referidas, se utiliza un nuevo estimador que combina un sistema de la regresión en diferencias con la regresión en niveles (Arellano y Bover, 1995 y Blundell y Bond, 1998). Los instrumentos para la regresión en niveles son las variables rezagadas en diferencia. Estos son instrumentos apropiados bajo los siguientes supuestos adicionales: aunque puede haber una correlación entre los niveles de las variables del lado derecho y el efecto específico del país en la ecuación (5), no existe una correlación entre las diferencias de estas variables y el efecto específico del país, es decir:

$$E[y_{i,t+p} * \eta_i] = E[y_{i,t+q} * \eta_i] \dots (9)$$

$$E[X_{i,t+p} * \eta_i] = E[X_{i,t+q} * \eta_i] \text{ para toda } p \text{ y } q \dots (10)$$

Las condiciones adicionales para los momentos de la segunda parte del sistema (la regresión en los niveles) son:

$$E[(y_{i,t-s} - y_{i,t-s-1}) * (\eta_i + \varepsilon_{i,t})] = 0 \text{ para } s = 1 \dots (11)$$

$$E[(X_{i,t-s} - X_{i,t-s-1}) * (\eta_i + \varepsilon_{i,t})] = 0 \text{ para } s = 1 \dots (12)$$

Por lo tanto, se usan las condiciones presentadas en las ecuaciones de momentos (7), (8), (11), y (12), y el uso de instrumentos rezagados dos períodos ($t - 2$), y se emplea un procedimiento de MGM para generar un estimador coherente y eficaz. La consistencia del estimador del MGM depende de la validez de los instrumentos. Para hacer frente al problema de sesgo e inconsistencia se consideran dos pruebas de especificación sugerida por Arellano y Bond (1991), Arellano y Bover (1995) y Blundell y Bond (1998).

La primera es la *Prueba de Sargan de "restricción de sobre-identificación"*, que prueba la validez general de los instrumentos mediante el análisis de la muestra, de manera análoga a

las condiciones de momentos utilizadas en el proceso de estimación. La segunda, examina la hipótesis de que el término de error $\varepsilon_{i,t}$, no está serialmente correlacionado. La regresión en diferencia y el sistema de regresión en diferencias y en niveles de las variables, se prueba a fin de determinar si el término de error diferenciado está serialmente correlacionado en segundo orden (por construcción, el término de error diferenciado está probablemente correlacionado en primer orden, incluso si el término de error original no lo está).

III.2.1 Variables Estadísticas

En la evaluación de la relación entre el crecimiento económico y la IFI, se utilizan tanto variables de *control* para explorar los posibles determinantes del crecimiento, y relaciones para medir la integración financiera de los países. Entre las que figuran:

Crecimiento Económico (G). Tasa de Crecimiento del PIB per cápita, según Gourinchas y Jeanne (2008) es consenso en disciplina que este indicador como permite reflejar los diferenciales de productividad factorial entre países. *Fuente de Información*: International Financial Statistics (IFS).

Nivel de Ingreso per Cápita (ly). Logaritmo del PIB per cápita real del año inicial del período considerado en los procedimientos de MCO y MC2E-VI (1980). Para el caso de panel dinámico se emplea el nivel ingreso inicial de cada periodo de cinco años.¹⁶ El signo esperado puede ser positivo o negativo. Es decir, negativo indicaría la convergencia condicional de las economías, positivo indicaría la divergencia condicional. *Fuente de Información*: Penn World Tables, Versión 6.3.

Escolarización (lesc). Logaritmo del promedio de años de escolaridad de la población total mayor de 15 años para el año inicial del periodo (1980). El signo esperado de esta variable es positivo, que indicaría la tasa de crecimiento futura de las economías en función de la escolaridad obtenida de la fuerza de trabajo. *Fuente de Información*: World Development Indicators, 2009.

Crédito Privado (crepriv). Medida del desarrollo del sistema financiero de un país y constituye el crédito al sector privado tanto la banca como por otras instituciones financieras, como participación del PIB. El signo esperado de esta variable en el modelo sería positivo, un mayor crédito (al consumo y a la inversión) tendría un efecto bondadoso sobre el crecimiento económico. *Fuente de Información*: Beck y Levine (2002).

¹⁶ La aplicación del método de logaritmos reduce la influencia de los valores extremos o "outliers" de las variables estadísticas.

Acervo de Actividad del Valor Total del Mercado Accionario (smvt). Indicador de liquidez y desempeño del mercado de valores de un país, determinado por el valor total de las operaciones en la bolsa de valores como proporción del PIB. El signo esperado es positivo, el mercado accionario representa una fuente de financiamiento de largo plazo para los proyectos de inversión de las empresas. *Fuente de Información:* Beck y Levine (2002).

Coefficiente de Inversión (I). La proporción del PIB destinada a la inversión¹⁷. El signo del coeficiente de inversión se espera sea positivo, una mayor inversión presupone un mayor nivel de crecimiento. *Fuente de Información:* World Development Indicators, 2009.

Inflación (dlp). Se considera como una variable de control de la política económica, y representa el logaritmo de las primeras diferencias de la tasa de inflación anual. Se espera que la relación entre inflación sea negativa, es decir, un mayor nivel de precios erosiona el crecimiento de las economías. *Fuente de Información:* International Financial Statistics (IFS).

Balance Presupuestal (bg). Representa el déficit y/o superávit del Gobierno con relación al PIB. El signo esperado para esta variable es positivo, un mayor gasto presupuestal estimula la demanda, y con ello, el crecimiento económico. *Fuente de Información:* International Financial Statistics (IFS).

Acervo de los Flujos de Capital (scf). Se refiere al saldo acumulado de activos y los pasivos de la IED y los flujos de portafolio como proporción del PIB (Lane y Milesi-Ferretti, 2002).¹⁸ Esta medida se utiliza en el tiempo para estudiar la relación entre la IFI y el crecimiento económico.¹⁹ Se espera que el coeficiente de este indicador de IFI sea positivo, denotando un beneficio en el crecimiento. *Fuente de Información:* Lane y Milesi-Ferretti (2001) e International Financial Statistics (IFS).

Flujos de Capital (fc). Son igual a las entradas y salidas de la IED y la inversión de portafolio como porcentaje del PIB, es decir, los flujos netos de ambos tipos de capital.²⁰ El resultado esperado de este indicador de integración financiera sería positivo, estimulando el crecimiento de las economías. *Fuente de Información:* Lane y Milesi-Ferretti (2001) e International Financial

¹⁷ El efecto de los flujos de capital externo considera que el ahorro externo puede complementar al ahorro doméstico, y puede utilizarse para financiar la inversión

¹⁸ Se exploran los activos más los pasivos, dado que los conceptos teóricos de la apertura incluyen, por un lado, la capacidad de los extranjeros para invertir en un país, y por el otro, la capacidad de los residentes de invertir en el extranjero. También se precisan los componentes e indicadores del Acervo de los Flujos de Capital, es decir, el acervo acumulado de IED y de portafolio, respectivamente.

¹⁹ La principal ventaja de medir el acervo acumulado de la IED y de portafolio es que los valores de los flujos se acumulan sobre un largo período y no varía mucho con los cambios a corto plazo provenientes de las políticas económicas (Edison, H., Levine, R., et al., 2002, pp. 7).

²⁰ Kraay (1998) utiliza este indicador para medir la apertura de la cuenta de capital. Resulta importante medir tanto las entradas como las salidas de capital para la creación de un proxy de la IFI.

Statistics (IFS).

Acervo Acumulado de las Entradas de Capital (sci). Representa el volumen acumulado de los influjos de capital de la IED y la inversión de portafolio como porcentaje del PIB. Por lo tanto, es el acervo de pasivos externos de un país como proporción del PIB (Lane y Milesi-Ferretti, 2002). Este indicador excluye a las salidas de capital y se utiliza como una medida sobre las entradas de capital que tienden a significar una parte importante para el crecimiento económico en los países en desarrollo. Se considera que el efecto del *SCI* en el crecimiento económico sea positivo. *Fuente de Información*: Lane y Milesi-Ferretti (2001) e International Financial Statistics (IFS).

Entradas de Capital (cin). Se refieren a la IED y la inversión de portafolio como porcentaje del PIB y, a diferencia de los flujos de capital, estos excluyen las salidas de capital. La entrada de capital supondría una complementariedad de la inversión productiva nacional, y por lo tanto, en el crecimiento por lo que se espera sea positivo. *Fuente de Información*: International Financial Statistics (IFS).

Es pertinente acotar que los anteriores indicadores de IFI, ninguna por sí sola, puede capturar por completo el concepto de la Integración Financiera Internacional (IFI), por lo anterior, se emplean un conjunto de indicadores con sus respectivos alcances y limitaciones para evaluar su relación con el crecimiento económico. Además, dentro de los diversos estudios sobre la IFI y sus efectos en el desempeño macroeconómico de las economías en desarrollo, existe consenso para utilizar estos indicadores como variables *proxy* de la IFI.

Las principales fuentes de información estadística utilizadas provienen de *The World Development Indicators* del Banco Mundial, *International Financial Statistics* del Fondo Monetario Internacional, *Bases de Datos y Publicaciones Estadísticas* de la Comisión Económica para América Latina (CEPAL), *The Penn World Table Versión 6.3*, *Foreign Direct Investment Database* de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), Lane y Milesi-Ferreti (2001) y Beck y Levine (2002). El periodo de la información estadística abarca el periodo de 1979 -2008.²¹

²¹ Se utilizó el programa STATA: Data Analysis and Statistical Software en su versión 11. La muestra seleccionada de países y los estadísticos descriptivos se encuentran en el Anexo A.

III.3 IFI y Crecimiento Económico

Aplicando el conjunto de modelos descritos anteriormente, se presentan los resultados obtenidos de las regresiones relacionadas con el crecimiento económico y los indicadores de IFI, así como la calificación de su impacto en función del desempeño de las políticas económicas y desarrollo social instrumentadas en 16 países de América Latina.

III.3.1 Resultados Estimados

El cuadro 14, contiene los resultados de las regresiones. En la primera columna se muestran los resultados de las estimaciones por MCO, en la segunda columna los estimadores obtenidos por MC2E-VI, y en la tercera columna mediante el método de Panel Dinámico.

Los resultados obtenidos por MCO muestran que el nivel de ingreso per cápita en logaritmos (ly) tiene el signo negativo esperado, es decir, que indica la existencia de convergencia condicional²² entre los países de la muestra, mientras que el logaritmo del nivel de educación ($lesc$) es positivo, sugiriendo una correlación directa entre nivel de estudios de la mano de obra y el crecimiento económico futuro, sin embargo, ninguno de ellos es individualmente estadísticamente significativo.

En lo que respecta a los indicadores macroeconómicos, el balance presupuestal (bg) e inflación (dlp) coinciden con los signos esperados en su relación con el crecimiento económico, es decir, que el balance presupuestal, vía la política fiscal y de gasto del gobierno, aumenta el nivel de ingreso; en cambio, un nivel de inflación alto, erosiona el crecimiento económico, y un bajo nivel de precios, controlado por una política monetaria efectiva, estimula el crecimiento del ingreso.

²² El nivel de ingreso per cápita, además de indicar las condiciones iniciales de nivel de ingreso de los países de la muestra, actúa como una variable para precisar la convergencia condicional (signo -) o divergencia (+ positivo) entre las economías bajo estudio.

Cuadro 14. Resultados de las Estimaciones Econométricas para el Crecimiento y la Integración Financiera Internacional

<i>Variable Dependiente: Tasa de Crecimiento del PIB per Cápita Real (G)</i>			
Variables Independientes	MCO	MC2E-VI	Panel
<i>ly</i>	-0.02351373 (-0.96)	-0.03793873 (-1.61)**	-0.02734613 (-0.86)
<i>lesc</i>	0.01278115 (0.67)	0.07799398 (1.82)**	0.03016004 (2.86)*
<i>bg</i>	0.09699857 (0.43)	-0.08124694 (-0.28)	0.11386257 (1.78)**
<i>dlp</i>	-0.02113409 (-2.91)*	-0.00756211 (-1.06)	0.01583955 (2.73)*
<i>smvt</i>	0.16762075 (1.08)	0.29294234 (1.6)	0.13245465 (1.85)**
<i>crepriv</i>	-0.02574028 (-0.72)	-0.03208143 (-0.9)	-0.01664833 (-0.92)
<i>I</i>	0.22067441 (1.34)	0.05651034 0.29	0.21322301 (2.89)*
<i>scf</i>	0.10923149 (2.04)*	0.1723023 (3.18)*	0.04664665 (2.87)*
<i>sci</i>	-0.11161779 (-1.51)	-0.26068968 (-2.81)*	-0.10975945 (-6.15)*
<i>fc</i>	0.20604777 (0.5)	0.88269566 (1.79)**	0.65793318 (1.7)**
<i>cin</i>	-0.17771464 (-0.46)	-0.76302871 (-1.77)**	-0.50785493 (-1.24)
<i>cons</i>	0.15852885 (0.79)	0.32312349 (1.71)**	0.23065687 (0.8)
<i>R</i> ²	0.41205821	0.26888587	NA
<i>F</i>	4.76	NA	NA

Nota: 1. *t* estadístico en paréntesis. 2. 16 observaciones anuales para el periodo de 1979-2008 para el método de MCO y MC2E-VI. En el caso de Panel Dinámico 16 países y seis observaciones, usando el promedio de cada cinco años del periodo de análisis (1979-1983, 1984-1988, 1989-1993, 1994-1998, 1999-2003, y 2004-2008), asimismo el ingreso y la escolaridad inicial se registra en el año inicial para cada periodo de cinco años. 3. * Significativo al 5%. ** Significativo al 10%. 4 En el caso de MC2E-VI, se usan errores estándar robustos.

De los indicadores de desarrollo financiero nacional, es decir, el Valor Total del Mercado Accionario (*smvt*), como podría suponerse, con la apertura del mercado accionario, y del proceso de IFI, se esperaría que el nivel de inversión productiva se incrementara al reducirse los riesgos y el costo de capital. El Crédito Privado (*crepriv*), por su parte, en el marco de IFI, la entrada y competencia de la banca extranjera, estimularía la oferta de servicios, y por ende, el crédito bancario para que estimular el crecimiento económico. Sin embargo, sólo el primero de ellos tiene relación directa con el crecimiento económico, pero no es significativa.

Aunque el coeficiente de inversión (*I*), como se esperaba, al tratarse del principal determinante estimula el crecimiento económico, sin embargo, aunque tiene una relación positiva, está no es significativa.

Los resultados anteriores revelan la inexistencia de una fuerte relación entre los indicadores de IFI y el crecimiento económico. Sólo el Acervo de los Flujos de Capital (*scf*) es positivo y significativo al nivel seleccionado, mientras que los Flujos de Capital (*fc*) están asociados positivamente con el crecimiento, pero no son significativos. En cambio, el Acervo Acumulado de las Entradas de Capital (*sci*) y las Entradas de Capital (*cin*), tienen los signos opuestos a lo esperado, es decir, reflejan una relación inversa entre la IFI y el crecimiento de las economías de la región.

La segunda columna, por su parte, muestra los resultados obtenidos por el método de MC2E-VI los cuales validan los obtenidos por MCO, toda vez que las relaciones económicas y los signos de los parámetros obtenidos son casi los mismos. De los indicadores de IFI, el Acervo de los Flujos de Capital (*scf*) y los Flujos de Capital (*fc*) coinciden con un estímulo al crecimiento. Ambos estimadores son estadísticamente significativos al nivel seleccionado.

Por su parte, el Acervo Acumulado de las Entradas de Capital (*sci*) y las Entradas de Capital (*cin*), muestran resultados opuestos a los esperados, siendo ambos significativos al nivel seleccionado. Lo anterior indica que estos dos últimos indicadores de IFI no tienen una relación directa con el crecimiento económico.²³

Los resultados de Panel Dinámico se registran en la columna 3. Nuevamente validan los parámetros obtenidos por los procedimientos econométricos, sin embargo, es difícil precisar el efecto de la inflación en el crecimiento. En cambio, los estimadores como el nivel de ingreso y educación de la fuerza de trabajo, establecen convergencia condicional y el crecimiento esperado de las economías. De la misma forma, la política fiscal y de gasto del gobierno indica un estímulo al crecimiento.

De los indicadores del desarrollo financiero, el Valor Total del Mercado Accionario (*smvt*) establece que mediante la apertura del mercado accionario, se incrementa el nivel de inversión, por el aumento de la liquidez del mercado, la disminución en el riesgo y el costo de capital derivados de la IFI. Un incremento en valor de las transacciones del mercado accionario, mejora la tasa de crecimiento de las economías en 0.13%. En cambio, el Crédito Privado (*crepriv*) no tiene una relación directa con el crecimiento, lo que indicaría que la entrada de bancos extranjeros, y la competencia, no representan ningún estímulo al crecimiento, ya sea

²³ La hipótesis nula de que los instrumentos (las variables independientes rezagadas) no explican las medidas de IFI se rechaza al nivel de 5% de significancia en la regresión de dos etapas por MCO mediante la aplicación de la *Prueba de Sargan y Basman* (Véase Anexo A, cuadro A6).

por la demanda de créditos al consumo como para la creación y ampliación de la inversión productiva.

Por su parte, el Coeficiente de Inversión (I) se constituye como el determinante interno del crecimiento, como habría de esperarse, toda vez que es estadísticamente significativo. Un aumento en el Coeficiente de Inversión se asocia con una mejora en la tasa de crecimiento de las economías en un 0.21%.

De los parámetros obtenidos por la relación entre los indicadores de IFI y el crecimiento económico, indican que sólo dos indicadores, aunque los más representativos de los cuatro, reflejan una relación positiva de la IFI con el crecimiento económico: los Flujos de Capital (fc) y el Acervo de los Flujos de Capital (scf). En ambos indicadores de IFI reflejan que la interacción de los flujos externos derivados del proceso de IFI han potenciado que las economías de la región se hayan visto beneficiadas con las inversiones tanto recibidas como realizadas en el exterior, y este beneficio al crecimiento se extiende tanto en el corto como en el largo plazo, dada la calidad de los flujos de IP e IED, respectivamente.

Por el contrario, las Entradas de Capital (cin) y el Acervo Acumulado de las Entradas de Capital (sci) tienen una relación inversa y significativa al nivel seleccionado con el crecimiento económico. Lo anterior indicaría que los resultados esperados por el proceso de IFI no son del todo como los esperados, dadas las condiciones existentes de desarrollo financiero y las políticas económicas, para inducir los capitales externos hacia sectores estratégicos (sectores agrícola e industriales exportadores) y/o de alto crecimiento en los países de la región. Como un último resultado, los capitales externos se dirigen hacia sectores no estratégicos como el sector inmobiliario y sector servicios.

Para precisar el efecto de la IFI en el crecimiento económico de las economías de la región seleccionadas para su análisis, se puede apreciar que de los resultados obtenidos por el método de Panel Dinámico, un cambio de una unidad en el Acervo Acumulado de los Flujos de Capital (scf) mejora la tasa de crecimiento económico en 0.046%, de la misma manera, un aumento de los Flujos de Capital (fc) provoca que la tasa de crecimiento de las economías de la región se incrementen en 0.65%. Por el contrario, el Acervo Acumulado de las Entradas de Capital (sci) y las Entradas de Capital (cin), tiene un impacto negativo en la tasa de crecimiento de las economías de la región de 0.10% y 0.5%, respectivamente.

Lo anteriormente expuesto sugiere que la IFI ejerce influencia en el crecimiento económico en los países seleccionados, aunque esta no robusta. La relación IFI-crecimiento económico no es

del todo consistente considerando los indicadores de IFI y los procedimientos econométricos empleados. Sin embargo, los resultados indican que no se puede rechazar firmemente la hipótesis de que ninguna de las relaciones estadística entre el IFI y el crecimiento económico son no significativas. Como se aprecia, los Flujos de Capital (fc) y el Acervo de los Flujos de Capital (scf) parecen constituirse en los mejores indicadores para precisar los efectos de la IFI en el crecimiento.²⁴

III.3.2 IFI, Desarrollo Económico, Financiero y Política Económica

Para discernir en forma empírica si una posible influencia de la IFI en el crecimiento económico se sujeta al desempeño de la política economía prevaleciente en los países durante el periodo de estudio, se utiliza el recurso del término de interacción, mediante la siguiente especificación econométrica:

$$G = \alpha + \beta IFI + \delta [IFI * x] + \gamma X + \epsilon_i$$

Donde x es una variable incluida en la matriz de control de las variables X , como son el nivel de ingreso per cápita, educación, desarrollo financiero, mercado accionario, inflación y balance presupuestal. El cálculo se realizó mediante el método de MCO.

Los cuadros 15 a 21, muestran los coeficientes estimados y obtenidos de la ecuación anterior mediante el método de MCO. Se reportan los parámetros de la IFI, el término de interacción, y la variable de control, es decir, se plasman los coeficientes β , δ , y γ .²⁵

En particular, los cuadros 15 y 16, indican que la IFI no ejerce ninguna influencia en los países con niveles de ingreso y de escolaridad alcanzados en los países de la muestra de América Latina, toda vez que ninguno de los términos de interacción resulta estadísticamente significativo. Posiblemente, como señala Levine, la IFI sólo promueve el crecimiento en los países relativamente más pobres, toda vez que los efectos en crecimiento llegan a ser negativos en países con un relativamente alto nivel de ingreso per cápita (Levine, 2002, p. 24).

²⁴ Las pruebas de especificación y validez de los instrumentos no se rechazan mediante la Prueba de Sargan. Además, las regresiones obtenidas no muestran correlación serial significativa de segundo orden, sólo de primer orden por construcción, indicado mediante la Prueba Arellano-Bond (Véase Anexo A, cuadros A7 y A8, respectivamente).

²⁵ Cada uno de ellos, condensa los resultados para cuatro regresiones separadas, es decir, cada una de las ecuaciones de regresión que contienen las interacciones entre las medidas de IFI y las variables de control.

Cuadro 15. IFI y Nivel de Ingreso per Cápita

Variable Dependiente: Tasa de Crecimiento del PIB per Cápita Real (G)				
Variables Independientes	Medida de IFI			
	Acervo de los Flujos de Capital (SCF)	Acervo Acumulado de las Entradas de Capital (SCI)	Flujos de Capital (FC)	Entradas de Capital (CIN)
α	-0.3923895 (-2.34)*	-0.3839486 (-2.28)*	-0.1834368 (-2.71)	-0.1651048 (-2.23)*
IFI	0.1855095 (1.29)	0.2299879 (1.2)	0.0214122 (0.09)	0.2329518 (0.15)
IFI * ly	-0.0205416 (-1.27)	-0.0257577 (-1.17)	0.0044663 (0.02)	-0.0030741 (-0.02)
ly	0.0451626 (2.38)*	0.044343 (2.31)*	0.1562296 (2.77)	0.0191901 (2.27)*
R ²	0.029	4.55	0.0362	0.039
F	4.58	0.0288	5.76	6.22
N	464	464	464	464

Nota: 1. Se reporta el valor del coeficiente y el valor t en paréntesis. 2.*Significativo al 5%. 3. ** Significativo al 10%. 4. Número de observaciones 16 países para el periodo de 1979-2008 (una observación por año) estimado por el método de MCO.

Lo anterior, significaría que la influencia de la IFI en los países seleccionados de América Latina, y dados los niveles de ingreso y educación no es significativa, o bien, no ejerce un efecto directo en las condiciones económicas prevalecientes, medidas por el nivel Ingreso per cápita y Escolaridad de la fuerza de trabajo.

Cuadro 16. IFI y Escolaridad

Variable Dependiente: Tasa de Crecimiento del PIB per Cápita Real (G)				
Variables Independientes	Medida de IFI			
	Acervo de los Flujos de Capital (SCF)	Acervo Acumulado de las Entradas de Capital (SCI)	Flujos de Capital (FC)	Entradas de Capital (CIN)
α	0.0048982 (0.49)	0.0072951 (0.75)	-0.0047538 (-1.06)	-0.003986 (-0.91)
IFI	-0.0106396 (-0.87)	-0.0180145 (-1.14)	0.1165432 (0.72)	0.0784161 (0.67)
IFI * lesc	0.0114254 (0.65)	0.0082413 (0.34)	0.1014448 (0.42)	0.1880209 (1.19)
lesc	0.0170913 (1.07)	0.0234205 (1.39)	0.0221848 (3.03)*	0.0183328 (2.34)*
R ²	0.0316	0.0342	0.0422	0.0447
F	5.00	5.42	6.99	7.42
N	464	464	480	480

Nota: 1. Se reporta el valor del coeficiente y el valor t en paréntesis. 2.*Significativo al 5%. 3. ** Significativo al 10%. 4. Número de observaciones 16 países para el periodo de 1979-2008 (una observación por año) estimado por el método de MCO.

El cuadro 17 reporta los resultados estimados de la relación IFI-desarrollo financiero aproximado por el *Crédito Privado Bancario (crepriv)*. La IFI no ejerce un efecto robusto en el crecimiento económico, vía grado de desarrollo financiero, en la muestra de países seleccionados. Por lo anterior, dado el nivel de desarrollo del sistema financiero medido por el Crédito Privado Bancario, y conforme a las premisas de la IFI sobre la entrada de los bancos

extranjeros y una mayor competencia en los servicios financieros, no se ha logrado consolidar que la banca comercial estimule el crecimiento, por medio de los préstamos bancarios dirigidos al consumo y hacia la inversión privada, e inclusive social.

De los cuatro parámetros estimados del término de interacción del Crédito Privado, sólo uno es significativo al nivel seleccionado cuando interactúa con el Acervo Acumulado de las Entradas de Capital (*sci*), indicando que existe una relación directa y significativa con el crecimiento económico. Lo anterior, señala que un aumento en el Crédito Privado y del Acervo Acumulado de las Entradas de Capital tendría un efecto benéfico sobre el crecimiento en 0.08%.

Cuadro 17. IFI y Desarrollo del Sector Bancario

Variable Dependiente: Tasa de Crecimiento del PIB per Cápita Real (<i>G</i>)				
Variables Independientes	Medida de IFI			
	Acervo de los Flujos de Capital (<i>SCF</i>)	Acervo Acumulado de las Entradas de Capital (<i>SCI</i>)	Flujos de Capital (<i>FC</i>)	Entradas de Capital (<i>CIN</i>)
α	0.0221525 (1.61)	0.0319813 (2.26)**	0.0075628 (1.15)	0.0126694 (1.74)**
<i>IFI</i>	-0.0079689 (-0.6)	-0.0252952 (-1.38)	0.3742351 (1.84)**	0.1989316 (1.16)
<i>IFI * Crepriv</i>	0.044002 (1.33)	0.0880458 (1.83)**	-0.433131 (-0.76)	0.2698583 (0.59)
<i>Crepriv</i>	-0.0628457 (-1.68)**	-0.0830016 (-2.09)**	-0.0105662 (-0.56)	-0.0359414 (-1.61)**
R^2	0.008	0.0096	0.0189	0.0303
<i>F</i>	1.22	1.48	3.03	4.92
<i>N</i>	460	460	476	476

Nota: 1. Se reporta el valor del coeficiente y el valor t en paréntesis.
2.*Significativo al 5%. 3. ** Significativo al 10%. 4. Número de observaciones 16 países para el periodo de 1979-2008 (una observación por año) estimado por el método de MCO.

El cuadro 18, por su parte, muestra los resultados estimados de la relación IFI-desarrollo financiero aproximado por el valor de las *Transacciones del Mercado Accionario (smvt)*. Conforme a ello, tres de las cuatro regresiones obtienen los signos positivos, no obstante ninguno de los términos de interacción tiene significancia estadística. En virtud de lo anterior, la IFI no tiene efectos robustos sobre el crecimiento económico al nivel actual de desarrollo del mercado de valores accionario. Sin embargo, el Mercado Accionario tiene relación con el crecimiento económico, en tanto que la apertura internacional de los mercados accionarios ha facilitado el acceso de inversionistas extranjeros para participar en la creación y ampliación de capital productivo, sin embargo, podría darse el caso que el capital no haya fluido en mayores cantidades dado que en las economías de la región existen restricciones para invertir en

sectores como los energéticos en posesión del gobierno, o bien, que los sectores no tengan las suficientes condiciones para la competencia económica.

Cuadro 18. IFI y Desarrollo del Mercado Accionario

Variable Dependiente: Tasa de Crecimiento del PIB per Cápita Real (<i>G</i>)				
Variables Independientes	Medida de IFI			
	Acervo de los Flujos de Capital (<i>SCF</i>)	Acervo Acumulado de las Entradas de Capital (<i>SCI</i>)	Flujos de Capital (<i>FC</i>)	Entradas de Capital (<i>CIN</i>)
α	0.0045035 (0.57)	0.0083501 (1.01)	0.0052173 (1.5)	0.0032577 (0.86)
<i>IFI</i>	0.0028219 (0.36)	-0.0019686 (-0.18)	0.1249397 (1.58)	0.1720586 (2.32)*
<i>IFI * SMVT</i>	0.0373149 (0.32)	0.1603152 (0.7)	0.1292806 (0.09)	-1.431673 (-1.01)
<i>SMVT</i>	0.1435828 (1.16)	0.0724993 (0.45)	0.1542638 (2.74)*	0.214476 (2.34)*
R^2	0.0385	0.0386	0.0513	0.0568
<i>F</i>	3.6	3.61	4.97	5.54
<i>N</i>	274	274	280	280

Nota: 1. Se reporta el valor del coeficiente y el valor t en paréntesis.
2.*Significativo al 5%. 3. ** Significativo al 10%. 4. Número de observaciones 16 países para el periodo de 1979-2008 (una observación por año) estimado por el método de MCO.

Lo anterior refuerza los hallazgos obtenidos por los métodos anteriores (MCO y MC2E-VI y Panel Dinámico), en los que el Crédito Bancario y el Mercado Accionario no ejercen ningún efecto en el crecimiento de las economías de la región, o no al menos al nivel de desarrollo financiero existente. Es decir, el desarrollo financiero alcanzado por las economías de la región no parece estar lo suficientemente modernizado para absorber los beneficios de la IFI.

Por ejemplo, el Crédito Privado en economías como Brasil (con el 51% del PIB en promedio durante 1979-2008) y Chile (con 67% del PIB en promedio), superan al promedio de la muestra seleccionada de países en América Latina que representa el 31% del PIB, cifra inclusive muy inferior si se considera que el promedio de la OCDE es del 71%. Además, en este contexto destaca el tardío y escaso desarrollo del mercado accionario en los países, toda vez que en promedio el Valor de las (*SMVT*) representa sólo el 4% en promedio del PIB.

En el cuadro 19 se reporta la incidencia de la IFI en el nivel de ahorros totales y, por ende, en la inversión y el crecimiento económico. De tal interacción, se aprecia que ningún estimador es estadísticamente significativo. Más aun, el Acervo Acumulado de las Entradas de Capital (*sci*) arroja una relación inversa con los niveles de ahorro, inversión y crecimiento económico. Lo anterior indica, primero, que una buena proporción la IFI no se convierte en fondos prestables a empresas, y segundo, que la proporción destinada a la inversión en América Latina pudiera estarse orientando a sectores de bienes no transables, como en el caso de bienes inmobiliarios o la adquisición de capital productivo ya existente, y no al incremento de la inversión física

productiva nacional. Eventualmente, pudiera también ser que se esté canalizando principalmente al sector servicios.

Cuadro 19. IFI y Coeficiente de Inversión

Variable Dependiente: Tasa de Crecimiento del PIB per Cápita Real (<i>G</i>)				
Variables Independientes	Medida de IFI			
	Acervo de los Flujos de Capital (<i>SCF</i>)	Acervo Acumulado de las Entradas de Capital (<i>SCI</i>)	Flujos de Capital (<i>FC</i>)	Entradas de Capital (<i>CIN</i>)
α	-0.0052421 (-0.17)	-0.0198861 (-0.65)	-0.0162514 (-1.19)	-0.0141178 (-1.04)
<i>IFI</i>	-0.0122386 (-0.44)	0.0038529 (0.11)	0.0791613 (0.25)	0.0223973 (0.08)
<i>IFI * I</i>	0.1027709 (0.73)	-0.0045088 (-0.03)	0.7282288 (0.44)	1.238086 (0.85)
<i>I</i>	0.0311497 (0.2)	0.130655 (0.87)	0.1026314 (1.5)	0.0803903 (1.17)
R^2	0.013	0.0097	0.0239	0.0329
<i>F</i>	2.02	1.51	3.89	0.0329
<i>N</i>	464	464	480	480

Nota: 1. Se reporta el valor del coeficiente y el valor *t* en paréntesis.
2.*Significativo al 5%. 3. ** Significativo al 10%. 4. Número de observaciones 16 países para el periodo de 1979-2008 (una observación por año) estimado por el método de MCO.

Asimismo, si la IFI no aumenta el nivel de ahorro, por tanto, la inversión y el crecimiento económico, los resultados parecen indicar que el aumento al producto o nivel de ingreso proviene de las fuentes nacionales, como es el ahorro doméstico.

Finalmente, se precisa la relación entre IFI-crecimiento relacionándola con las políticas macroeconómicas: fiscal y monetaria. Se utilizan Balance Presupuestario (*bg*) y el Nivel de Inflación (*dlp*) como indicadores de las políticas macroeconómicas.

El cuadro 20 muestra los resultados estimados de la relación IFI-política fiscal. Ninguno de los términos de interacción son estadísticamente significativos e inclusive dos de ellos tienen los signos contrario a los esperado. Lo anterior, significaría también, que la IFI puede tener efectos positivos en economías con finanzas públicas estables, y reversibles en economías con grandes fluctuaciones en su política hacendaria. Inclusive, la IFI puede influir en los gobiernos nacionales para adoptar finanzas públicas equilibradas.

Cuadro 20. IFI y Política Fiscal

Variable Dependiente: Tasa de Crecimiento del PIB per Cápita Real (<i>G</i>)				
Variables Independientes	Medida de IFI			
	Acervo de los Flujos de Capital (<i>SCF</i>)	Acervo Acumulado de las Entradas de Capital (<i>SCI</i>)	Flujos de Capital (<i>FC</i>)	Entradas de Capital (<i>CIN</i>)
α	0.004902 (0.58)	0.0073041 (0.82)	0.005102 (1.24)	0.0032781 (0.77)
<i>IFI</i>	0.0054244 (0.65)	0.0038319 (0.33)	0.2502358 (2.49)*	0.2627211 (2.9)*
<i>IFI * BG</i>	0.0411026 (0.27)	-0.0128998 (-0.08)	-0.9594755 (-0.76)	-0.9811992 (-0.81)
<i>BG</i>	0.1362695 (0.81)	0.1918445 (1.2)	0.1891045 (3.11)*	0.1792646 (2.95)*
R^2	0.0221	0.0214	0.0381	0.0436
<i>F</i>	2.9	2.82	5.19	5.97
<i>N</i>	390	390	397	397

Nota: 1. Se reporta el valor del coeficiente y el valor *t* en paréntesis.
 2.*Significativo al 5%. 3. ** Significativo al 10%. 4. Número de observaciones 16 países para el periodo de 1979-2008 (una observación por año) estimado por el método de MCO.

El cuadro 21 muestra, por su parte, los resultados estimados para la relación IFI-inflación. Ninguno de los términos de interacción es significativo. Los parámetros de estimación de la inflación son todos significativos al nivel seleccionado y los signos corresponden a los esperados, es decir, existe una relación inversa entre el crecimiento económico y altos niveles de inflación. Lo anterior sugeriría la IFI tendría efectos negativos, e incluso nulos, en el crecimiento económico en países sujetos a fuertes presiones inflacionarias o dotados de medidas ineficaces para el control de precios, y, ello explicaría su migración hacia países con bajas tasas de inflación y una política fiscal disciplinada.

Cuadro 21. IFI y Política Monetaria (*DLP*)

Variable Dependiente: Tasa de Crecimiento del PIB per Cápita Real				
Variables Independientes	Medida de IFI			
	Acervo de los Flujos de Capital (<i>SCF</i>)	Acervo Acumulado de las Entradas de Capital (<i>SCI</i>)	Flujos de Capital (<i>FC</i>)	Entradas de Capital (<i>CIN</i>)
α	-0.0009691 (-0.14)	0.0039426 (0.54)	0.0060856 (1.89)**	0.004172 (1.25)
<i>IFI</i>	0.0103472 (1.43)	0.006383 (0.66)	0.1809345 (2.16)*	0.2271131 (2.94)*
<i>IFI * DLP</i>	-0.0010603 (-0.12)	0.0053195 (0.53)	0.1215333 (1.00)	0.1461014 (1.34)
<i>DLP</i>	-0.0161423 (-1.87)**	-0.0208766 (-2.55)*	-0.0172417 (-4.02)*	-0.0179529 (-4.09)*
R^2	0.0474	0.0438	0.0491	0.0573
<i>F</i>	7.52	6.91	8.07	9.51
<i>N</i>	457	457	473	473

Nota: 1. Se reporta el valor del coeficiente y el valor *t* en paréntesis.
 2.*Significativo al 5%. 3. ** Significativo al 10%. 4. Número de observaciones 16 países para el periodo de 1979-2008 (una observación por año) estimado por el método de MCO.

En conjunto la relación IFI-Política económica, parece indicar que los flujos de capital tienden a dirigirse hacia las economías con solida política fiscal y de gasto, políticas monetarias eficaces

para el control de precios, es decir, a países con bajos niveles de inflación y finanzas públicas equilibradas. Asimismo, en el marco de IFI, los gobiernos pueden verse inducidos a adoptar esquemas financieros públicos con la premisa de balance fiscal, y la adopción de control de precios por la vía de la política de objetivos de inflación.

En balance, a través de la ponderación de los diferentes indicadores IFI utilizados, lo que permanece es que no hay evidencia robusta de que la IFI tenga efectos positivos en el crecimiento económico.

III.4 IED y Crecimiento Económico

En esta sección, se realiza una variante al modelo de IFI-crecimiento económico, con el objetivo de precisar el efecto neto de la IED en el crecimiento de las economías de América Latina y el Caribe. Para lograr lo anterior, se mantienen las mismas variables estadísticas de control, se eliminan los indicadores de IFI y se incorporan dos nuevas variables:

- *Acervos de Inversión Extranjera Directa (sied)*. Saldo acumulado de los activos y pasivos de la IED al final de cada año.²⁶ El resultado esperado del coeficiente de esta variable se espera sea positivo, infiriendo que exista un importante estímulo al crecimiento. *Fuente de Información:* Lane y Milesi-Ferretti (2001) e International Financial Statistics (IFS).
- *Flujos Netos de Inversión Extranjera Directa (fied)*. Influjos menos eflujos de IED reportadas al final de cada año. el resultado esperado para esta variable se espera sea positivo, denotando un efecto bondadoso sobre el crecimiento de las economías. *Fuente de Información:* International Financial Statistics (IFS).

Con estos elementos, la regresión se re-especifica de la siguiente forma:

$$G = \alpha + \beta IED + \gamma X + \epsilon_i \dots (13)$$

Dónde: G : Tasa de Crecimiento Real del PIB per Cápita; IED : Indicadores (Flujos y Acervos) de Inversión Extranjera Directa; y X : Matriz de variables de control. En esa misma línea de argumentación, una ligera modificación a la ecuación (13) permite adecuarla para investigar si la IED sólo puede promover más crecimiento económico cuando determinadas políticas económicas se han materializado en una economía relativamente estable en su equilibrio macroeconómico básico. Tal ecuación de regresión se especificaría así:

²⁶ La principal ventaja de medir el acervo acumulado neto de la IED es que los valores de los flujos se acumulan sobre un largo período, y no varían mucho con los cambios a corto plazo provenientes de las políticas económicas.

$$G = \alpha + \beta IED + \delta [IED * x] + \gamma X + \epsilon_i \dots (14)$$

Se espera que el parámetro a estimar sea $\beta > 0$. Donde x es una variable incluida en la matriz de variables de control X . En concreto, se trata de diferenciar la ecuación anterior con respecto a la IED, para obtener:

$$\frac{\partial G}{\partial IED} = \beta + \delta x \dots (15)$$

Si $\delta > 0$, esto implica que una mayor IED tiene un mayor efecto (positivo) en el crecimiento bajo las condiciones económicas pre-existentes.

III.4.1 Resultados

Una vez aplicada la misma metodología a la misma muestra de países latinoamericanos y del Caribe durante el periodo 1979-2008, el cuadro 22 presenta las estimaciones obtenidas. En la primera columna se muestran los resultados de las estimaciones por MCO, en la segunda columna los estimadores obtenidos por MC2E-VI, y en la tercera columna los obtenidos por el método de Panel Dinámico.

Cuadro 22. IED y Crecimiento Económico

<i>Variable Dependiente: Tasa de Crecimiento del PIB per Cápita Real</i>			
<i>Variables Independientes</i>	MCO	MC2E-VI	Panel
<i>ly</i>	0.00968415 (0.63)	-0.0208081 (-0.66)	0.00090764 (0.04)
<i>lesc</i>	0.00070807 (0.04)	-0.11277717 (-1.3)	0.05049131 (3.29)
<i>bg</i>	0.20501537 (1.09)	0.0125974 (0.04)	0.14290645 (1.35)
<i>dlp</i>	-0.02420162 (-3.52)*	-0.02343993 (-2.62)*	0.01914328 (2.11)*
<i>smvt</i>	-0.03725597 (-0.29)	0.09951037 (0.46)	0.17483061 (2.17)
<i>crepriv</i>	-0.05658282 (-1.53)	-0.13725691 (-2.07)*	-0.01161799 (-0.91)
<i>l</i>	0.04424998 (0.32)	0.21518202 (0.7)	0.19827562 (1.91)**
<i>sied</i>	0.04961892 (1.11)	0.22929455 (1.74)**	0.17985105 (1.1)
<i>fied</i>	0.51785284 (1.71)**	0.4717684 (1.13)	-0.09599165 (-3.56)*
<i>cons</i>	-0.07726291 (-0.61)	0.20496951 (0.79)	-0.04866374 (-0.26)
R²	0.40872268	N.A.	N.A.
F	2.84	N.A.	N.A.

Nota: 1. *t* estadístico en paréntesis. 2. 16 observaciones anuales para el periodo de 1979-2008 para el método de MCO y MC2E-VI. En el caso de Panel Dinámico 16 países y seis observaciones, usando el promedio de cada cinco años del periodo de análisis (1979-1983, 1984-1988, 1989-1993, 1994-1998, 1999-2003, y 2004-2008), asimismo el ingreso y la escolaridad inicial se registra en el año inicial para cada periodo de cinco años. 3. * Significativo al 5%. ** Significativo al 10%. 4 En el caso de MC2E-VI, se usan errores estándar robustos.

Los resultados obtenidos de las variables de control por los métodos de MCO, MC2E-VI y Panel Dinámico refuerzan aquellos obtenidos con las variables de IFI. En particular, los parámetros obtenidos por MC2E-VI indican que el Acervo Acumulado de la IED (*sied*) tiene una relación directa con el crecimiento económico al nivel de significancia seleccionado, es decir, un aumento en el Acervo Acumulado se traduce en una mejora de la tasa de crecimiento del 0.22%. Lo anterior, indica que la IED a largo plazo resulta benéfica para estimular el crecimiento económico en los países de la región, en la medida en que estos reciben y aportan capital externo acumulado.

Por su parte, los efectos de los Flujos Netos de IED (*fied*) en el crecimiento económico son ambiguos, toda vez que el estimador obtenido por los métodos de MCO y MC2E-VI es positivo, y se asocia a un mayor crecimiento de 0.51% y 0.47%, respectivamente. En cambio, el obtenido por el método de Panel Dinámico es significativo, pero tiene una relación inversa con el crecimiento económico, indicando una situación desfavorable para el crecimiento en 0.9%.

Lo anterior significaría que no se puede precisar el efecto de los flujos de capital externo neto en el crecimiento de las economías de la región. Tanto en su volumen como en su calidad, los flujos de IED no resultan del todo los suficientes para impactar significativamente la senda de crecimiento económico.²⁷

III.4.2 IED, Ingreso Nacional, Desarrollo Financiero y Política Económica

Los efectos de la IED en el crecimiento económico ponderado por el desempeño de política económica de las economías de la región en la muestra, se capturan en los términos de interacción de la ecuación (14). En ese sentido, el cuadro 23 indica que tanto el Acervo y los Flujos de IED no ejercen influencia positiva dados los niveles de ingreso per cápita alcanzados en los países.

²⁷ La hipótesis nula de que los instrumentos no explican las medidas de IFI se rechaza al nivel de 5% de significancia en la regresión de dos etapas por MCO-VI mediante la aplicación de la *Prueba de Sargan y Basmann* (Véase Anexo A, cuadro A6). Para panel dinámico las pruebas de especificación y validez de los instrumentos no se rechazan mediante la Prueba de Sargan; además, las regresiones obtenidas no muestran correlación serial significativa de segundo orden, sólo de primer orden por construcción, indicado mediante la Prueba Arellano-Bond (Véase Anexo A, cuadros A10- A12).

Cuadro 23. IED y Nivel de Ingreso per Cápita

Variable Dependiente: Tasa de Crecimiento del PIB per Cápita Real		
Variables Independientes	Coeficientes IED	
	Acervo Acumulado Neto de la IED (SIED)	Flujos Neto de IED (FIED)
α	-0.225084 (-2.53)*	-0.1818023 (-2.23)*
IED	0.282344 (0.98)	0.5798131 (0.27)
IED * <i>ly</i>	-0.0265827 (-0.83)	-0.0217978 (-0.09)
<i>ly</i>	0.0255769 (2.53)*	0.0207748 (2.22)*
R ²	0.0375	0.0414
F	5.98	6.63
N	464	464

Nota: 1. Se reporta el valor del coeficiente y el valor t en paréntesis. 2.*Significativo al 5%. 3. ** Significativo al 10%. 4. Número de observaciones 16 países para el periodo de 1979-2008 (una observación por año) estimado por el método de MCO.

Lo anterior, implicaría que la influencia del Acervo y los Flujos de IED en las condiciones de ingreso nacional en los países seleccionados no ejerce ningún efecto en el crecimiento.

Por su parte, el cuadro 24 expresa la relación IED-escolaridad de la fuerza de trabajo. Los resultados obtenidos sugieren una relación directa del Acervo y los Flujos de Capital cuando interactúan con un nivel relativamente alto de escolaridad. No obstante lo anterior, los términos de interés carecen de significancia estadística.

Cuadro 24. IED y Escolaridad

Variable Dependiente: Tasa de Crecimiento del PIB per Cápita Real		
Variables Independientes	Coeficientes IED	
	Acervo Acumulado Neto de la IED (SIED)	Flujos Neto de IED (FIED)
α	-0.0060009 (-0.81)	-0.0057628 (-1.09)
IED	2.723003 (0.55)	0.2500235 (0.88)
IED * <i>lesc</i>	0.02723 (0.02)	0.0579886 (0.16)
<i>lesc</i>	0.0198849 (1.92)**	0.019013 (2.11)*
R ²	0.0337	0.0413
F	5.35	6.83
N	464	480

Nota: 1. Se reporta el valor del coeficiente y el valor t en paréntesis. 2.*Significativo al 5%. 3. ** Significativo al 10%. 4. Número de observaciones 16 países para el periodo de 1979-2008 (una observación por año) estimado por el método de MCO.

El cuadro 25, por su lado, reporta los resultados estimados de la relación IED-Crédito Privado Bancario (*crepriv*). En este caso, ni el Acervo ni los Flujos de IED ejercen un efecto robusto y directo en el crecimiento económico a través del grado de desarrollo financiero alcanzado en la

muestra de países seleccionados. Por el contrario, los efectos positivos de la IED en el crecimiento pueden llegar a ser reversibles, esto es debido a que el papel de sector bancario no está lo suficientemente desarrollado y modernizado para cubrir las necesidades financieras de las empresas portadoras de IED.

Cuadro 25. IED y Desarrollo del Sector Bancario

Variable Dependiente: Tasa de Crecimiento del PIB per Cápita Real		
Variables Independientes	Coeficientes IED	
	Acervo Acumulado Neto de la IED (SIED)	Flujos Neto de IED (FIED)
α	0.0054494 (0.57)	0.0031037 (0.38)
IED	0.0706525 (1.71)**	0.7332549 (2.42)*
IED * crepriv	-0.003482 (-0.05)	-0.4547396 (-0.75)
crepriv	-0.0340083 (-1.39)	-0.0198454 (-0.92)
R ²	0.0284	0.0338
F	4.45	5.5
N	460	476

Nota: 1. Se reporta el valor del coeficiente y el valor t en paréntesis. 2.*Significativo al 5%. 3. ** Significativo al 10%. 4. Número de observaciones 16 países para el periodo de 1979-2008 (una observación por año) estimado por el método de MCO.

El cuadro 26 muestra los resultados estimados de los dos términos de interacción de Acervos y Flujos IED-Valor de las Transacciones del Mercado Accionario (*smvt*).²⁸ Como se aprecia, ninguno de ellos tiene signo positivo, por el contrario pueden presentarse efectos reversibles sobre el crecimiento económico. Lo anterior significa, que el mercado accionario no se ha constituido como una fuente de financiamiento para las empresas nacionales, dado el escaso nivel de desarrollo del mismo.

Cuadro 26. IED y Desarrollo del Mercado Accionario

Tasa de Crecimiento del PIB per Cápita Real		
Variables Independientes	Coeficientes IED	
	Acervo Acumulado Neto de la IED (SIED)	Flujos Neto de IED (FIED)
α	0.0009907 (0.19)	0.0013704 (0.31)
IED	0.0307679 (1.54)	0.2900532 (2.11)*
IED * smvt	-0.1781054 (-0.77)	-1.83228 (-1.07)
smvt	0.2108151 (2.39)*	0.2112783 (2.5)*
R ²	0.0346	0.0537
F	4.26	5.22
N	274	280

Nota: 1. Se reporta el valor del coeficiente y el valor t en paréntesis. 2.*Significativo al 5%. 3. ** Significativo al 10%. 4. Número de observaciones 16 países para el periodo de 1979-2008 (una observación por año) estimado por el método de MCO.

²⁸ La inclusión de esta variable se ponderó en este contexto porque el Mercado de Valores constituye una fuente de financiamiento, quizás no la más importante, pero que determina la función financiera de la multinacional con IED.

El cuadro 27 presenta los resultados de las interacciones IED-*Coefficiente de Inversión*. Como se puede apreciar, los estimadores obtenidos nos indican que la IED no ejerce un efecto robusto en los países de América. Lo anterior, indicaría que la IED puede complementar tanto al ahorro como a la inversión nacional (lo que se denomina efecto *crowding in*). Sin embargo, el crecimiento económico es impulsado principalmente por el ahorro doméstico y la inversión nacional.

Cuadro 27. IED y Ahorro-Inversión

Tasa de Crecimiento del PIB per Cápita Real		
Variable Independientes	Coeficientes IED	
	Acervo Acumulado Neto de la IED (SIED)	Flujos Neto de IED (FIED)
α	-0.000363 (-0.02)	-0.0129699 (-0.82)
<i>IED</i>	-0.0782761 (-0.9)	0.1165686 (0.19)
<i>IED * I</i>	0.6474481 (1.54)	1.432138 (0.5)
<i>I</i>	-0.0074757 (-0.08)	0.0658712 -0.84
R^2	0.0315	0.0305
<i>F</i>	4.99	4.99
<i>N</i>	464	480

Nota: 1. Se reporta el valor del coeficiente y el valor t en paréntesis. 2.*Significativo al 5%. 3. ** Significativo al 10%. 4. Número de observaciones 16 países para el periodo de 1979-2008 (una observación por año) estimado por el método de MCO.

Por último, se indaga la relación entre IED-crecimiento relacionándola con las políticas económicas. El cuadro 28 muestra los resultados estimados para esta relación, donde se indica que sólo el término de interacción de los Flujos de IED (*fied*) puede tener efectos positivos en economías con finanzas públicas estables, o bien, puede inducir la adecuada aplicación de políticas hacendarias.

Cuadro 28. IED y Política Fiscal

Tasa de Crecimiento del PIB per Cápita Real		
Variables Independientes	Coeficientes IED	
	Acervo Acumulado Neto de la IED (SIED)	Flujos Neto de IED (FIED)
α	-0.0000484 (-0.01)	-0.0017683 (-0.36)
<i>IED</i>	0.047174 (2.28)*	0.5586168 (3.44)*
<i>IED * bg</i>	0.2319127 (0.57)	4.835623 (1.61)*
<i>bg</i>	0.1189462 (1.33)	0.1020604 (1.44)
R^2	0.034	0.0512
<i>F</i>	4.54	7.07
<i>N</i>	390	397

Nota: 1. Se reporta el valor del coeficiente y el valor t en paréntesis. 2.*Significativo al 5%. 3. ** Significativo al 10%. 4. Número de observaciones 16 países para el periodo de 1979-2008 (una observación por año) estimado por el método de MCO.

El cuadro 29 contiene los resultados estimados para la relación IED-Inflación. Los términos de interacción sugieren que la IED tiene efectos positivos en el crecimiento económico en países con bajos niveles de precios o un marco de políticas monetarias eficaces para su control.

Cuadro 29. IFI y Política Monetaria

Variables Independientes	Tasa de Crecimiento del PIB per Cápita Real	
	Coeficientes IED	
	Acervo Acumulado Neto de la IED (SIED)	Flujos Neto de IED (FIED)
α	-0.0032211 (-0.72)	-0.0003218 (-0.08)
IED	0.0615009 (3.33)*	0.4831646 (3.63)*
IED * dlp	0.0192618 (0.7)	0.3079037 (1.52)
dlp	-0.0197318 (-3.5)*	-0.0201312 (-4.11)*
R ²	0.0662	0.0661
F	10.7	11.06
N	457	473

Nota: 1. Se reporta el valor del coeficiente y el valor t en paréntesis. 2.*Significativo al 5%. 3. ** Significativo al 10%. 4. Número de observaciones 16 países para el periodo de 1979-2008 (una observación por año) estimado por el método de MCO.

En general, los resultados obtenidos mediante los procedimientos econométricos empleados no precisan contundentemente los efectos positivos de la IED (Acervo y Flujos) en el crecimiento de las economías de la región. Aun considerando diversos escenarios de desarrollo económico, financiero, y de políticas macroeconómicas no hay evidencia robusta de que la IED tenga efectos positivos en el crecimiento.

III.5 IFI y Crecimiento Económico en México

En esta sección se presentan los resultados obtenidos de las regresiones relacionadas con el crecimiento económico y los indicadores de IFI, así como el efecto del proceso IFI en el crecimiento económico considerando el desempeño de las políticas económicas instrumentadas en México.

Por tratarse de un solo país, México, el tratamiento econométrico, a diferencia de las anteriores aplicaciones, permiten solamente proceder bajo dos métodos: Mínimos Cuadrados Ordinarios y Mínimos Cuadrados Ordinarios con Variables Instrumentales en Dos Etapas (MC2E-VI). Por lo tanto, la aplicación del método de Panel Dinámico se omite. Sin embargo, se conservan las mismas variables o indicadores de IFI y en la subsiguiente sección las de IED.

III.5.1 Resultados Estimados

El cuadro 30, presenta los resultados obtenidos tanto por MCO y en la segunda columna los estimadores obtenidos por MC2E-VI.

Cuadro 30. Resultados de las Estimaciones Econométricas para el Crecimiento y la Integración Financiera Internacional

<i>Variable Dependiente: Tasa de Crecimiento del PIB per Cápita Real (G)</i>		
<i>Variables Independientes</i>	<i>MCO</i>	<i>MC2E – VI</i>
<i>ly</i>	-0.06981355 (-1.64)	-0.08841197 (-2.38)*
<i>lesc</i>	-0.00874759 (-0.95)	-0.00292085 (-0.26)
<i>bg</i>	0.18188943 (1.38)	0.18952539 (1.7)*
<i>dlp</i>	-0.02544273 (-4.05)*	-0.02486132 (-4.85)*
<i>smvt</i>	0.84133976 (3.93)*	0.83568163 (4.45)*
<i>crepriv</i>	-0.55280928 (-3.4)*	-0.54223741 (-3.62)*
<i>I</i>	0.94550565 (5.39)*	0.98471015 (6.82)*
<i>scf</i>	-1.0378536 (-3.11)*	-1.0107021 (-3.34)*
<i>sci</i>	1.1045239 (2.85)*	1.0774031 (3.16)*
<i>fc</i>	-1.950535 (-2.8)*	-1.8831138 (-3.3)*
<i>cin</i>	1.3761208 (2.03)**	1.3485558 (2.52)*
<i>cons</i>	0.58526013 (1.45)	0.73771871 (2.06)
<i>R²</i>	0.88742059	NA
<i>F</i>	11.47	NA

Nota: 1. *t* estadístico en paréntesis. 2. 16 observaciones anuales para el periodo de 1979-2008 para el método de MCO y MC2E-VI. El ingreso y la escolaridad inicial se registran en el año inicial para cada periodo de cinco años. 3. * Significativo al 5%. ** Significativo al 10%. 4 En el caso de MC2E-VI, se usan errores estándar robustos.

Los resultados obtenidos por ambos métodos indican que casi todas las variables de control relacionadas con el crecimiento económico tienen los signos esperados, con excepción del Nivel de Educación, el Crédito Privado y el Valor Total del Mercado Accionario. El logaritmo del nivel de educación obtenido por la fuerza de trabajo (*lesc*) no es positivo, sugiriendo una correlación inversa entre nivel de estudios de la mano de obra y el crecimiento económico futuro. Aunque si bien es cierto, el promedio de escolaridad en México es superior (2.2 años) al conjunto de países incluidos en este estudio (1.9 años), no es suficiente para esperar un mayor nivel de crecimiento económico. Por su parte, el gasto de gobierno (*bg*), es positivo y se asocia

con el crecimiento económico por parte del lado de la demanda. En el caso de la inflación (dip), los resultados obtenidos precisan que la inflación perjudica el crecimiento de la economía mexicana. En cuanto a las variables de desarrollo financiero, se precisa que sólo el Valor Total del Mercado Accionario ($smvt$) contribuye a la ampliación del capital y con ello al crecimiento económico; en cambio, el nivel de préstamos del sector bancario, y la competencia generada por la entrada de los bancos extranjeros, aún resulta insuficiente.

Por su parte, el coeficiente de inversión (I) estimula el crecimiento de la economía mexicana. Un incremento del Coeficiente de Inversión mejora la tasa de crecimiento de la economía nacional en 0.94% y 0.98%, según los parámetros obtenidos por el método de MCO y MC2E-VI, respectivamente.

Los resultados anteriores, asimismo, revelan que los indicadores de IFI en México difieren de los obtenidos por el conjunto de las economías de la región. Toda vez, que el Acervo de los Flujos de Capital (scf) y los Flujos de Capital (fc) no impulsan el crecimiento económico del país. Sin embargo, el Acervo Acumulado de las Entradas de Capital (sci) y las Entradas de Capital (cin) estimulan el crecimiento de la economía. Estos dos últimos indicadores de IFI, precisan que sólo los flujos recibidos por la economía mexicana, vía IED y Portafolio en su conjunto, han posibilitado que la inversión productiva se incremente, y con ello, se tengan efectos favorables a la trayectoria de crecimiento de la economía mexicana. Por el contrario, el Acervo y los Flujos de Capital, incluyendo las inversiones de mexicanos en el extranjero (pasivos) no han tenido efectos para estimular el crecimiento.²⁹

Para precisar los efectos de la IFI en el crecimiento en México, el incremento de una unidad del Acervo Acumulado de las Entradas de Capital (sci) aumentarían la tasa de crecimiento en 1.10% y 1.07%, conforme a los parámetros obtenidos por MCO y MC2E-VI, respectivamente. En tanto que, las Entradas de Capital (cin) estimulan el crecimiento de la economía 1.37% y 1.34% conforme a los resultados de MCO y MC2E-VI, respectivamente.

En cambio, variaciones de los Acervos Acumulados de los Flujos de Capital (scf), afectarían la tasa de crecimiento en -1.03% y -1.01%, derivado de los resultados de MCO y MC2E-VI; en tanto que los Flujos de Capital (fc), disminuirían la tasa en -1.95% y 1.88%, según las estimaciones de MCO y MC2E-VI.

²⁹ La hipótesis nula de que los instrumentos no explican las medidas de IFI se rechaza al nivel de 5% de significancia en la regresión de dos etapas por MCO-VI mediante la aplicación de la *Prueba de Sargan y Basman* (Véase Anexo A, cuadro A13).

Lo anteriormente, nuevamente expresa que la relación IFI-crecimiento no sólo constata que no todos los indicadores de IFI se encuentran relacionados directamente y estimulan el crecimiento económico en México y, por tanto, depende de las (pre) condiciones existentes de las economías para aprovechar su potencial, y esto a su vez de la cantidad y calidad de los inlfujos de capital externo para ampliar la capacidad productiva de las economía.

III.5.2 IFI, Desarrollo Económico, Financiero y Política Económica

Para discernir en forma empírica sobre la posible influencia de la IFI en el crecimiento económico, sujeto al desempeño de la política economía prevaleciente en México durante el periodo de estudio, se utiliza nuevamente el recurso de los términos de interacción.

Los cuadros 31 a 37³⁰, muestran los coeficientes estimados y obtenidos de la ecuación anterior mediante el método de MCO. Se reportan los parámetros de la IFI, el término de interacción, y la variable de control, es decir, se plasman los coeficientes β , δ , y γ .

En particular, los cuadros 31 y 32, indican que la IFI no ejerce ninguna influencia en México con los niveles de ingreso y de escolaridad. La influencia de la IFI en México, y dados los niveles de ingreso y educación no es significativa, o bien, no ejerce un efecto directo en las condiciones económicas prevalecientes, medidas por el nivel Ingreso per Cápita y escolaridad de la fuerza de trabajo.

Cuadro 31. IFI y Nivel de Ingreso per Cápita

Variable Dependiente: Tasa de Crecimiento del PIB per Cápita Real (<i>G</i>)				
Variables Independientes	Medida de IFI			
	Acervo de los Flujos de Capital (<i>SCF</i>)	Acervo Acumulado de las Entradas de Capital (<i>SCI</i>)	Flujos de Capital (<i>FC</i>)	Entradas de Capital (<i>CIN</i>)
α	0.01503367 (0.37)	0.01879204 (0.46)	-0.03340756 (-2.76)*	0.01879204 (0.46)
<i>IFI</i>	-0.03228149 (-0.59)	-0.04505798 (-0.67)	0.8962061 (2.0)**	-0.04505798 (-0.67)
<i>IFI * ly</i>	0.00343802 (0.57)	0.00480887 (0.65)	-0.09825319 (-2.0)**	0.00480887 (0.65)
<i>ly</i>	-0.00156488 (-0.35)	-0.00197134 (-0.44)	0.00368038 (2.76)*	-0.00197134 (-0.44)
R^2	0.3337	0.3567	0.3164	0.3567
<i>F</i>	4.01	4.44	3.7	4.44
<i>N</i>	28	28	28	28

Nota: 1. Se reporta el valor del coeficiente y el valor t en paréntesis.
2.*Significativo al 5%. 3. ** Significativo al 10%. 4. Número de observaciones 16 países para el periodo de 1979-2008 (una observación por año) estimado por el método de MCO.

³⁰ Cada uno de ellos, condensa los resultados para cuatro regresiones separadas, es decir, cada una de las ecuaciones de regresión que contienen las interacciones entre las medidas de IFI y las variables de control.

Solamente, los Flujos de Capital (*FC*) tienen relación significativa con los niveles de ingreso y escolaridad, sin embargo, los resultados son contrarios a los esperados. Por lo anterior, los Flujos de Capital ejercen efectos adversos en los actuales niveles de ingreso alcanzado por la economía mexicana, y el bajo nivel promedio de la escolaridad alcanzada por la fuerza de trabajo y de las instituciones de educación, han resultado insuficientes para tener mejores condiciones de recepción del capital externo.

Cuadro 32. IFI y Escolaridad Inicial

Variable Dependiente: Tasa de Crecimiento del PIB per Cápita Real (<i>G</i>)				
Variables Independientes	Medida de IFI			
	Acervo de los Flujos de Capital (<i>SCF</i>)	Acervo Acumulado de las Entradas de Capital (<i>SCI</i>)	Flujos de Capital (<i>FC</i>)	Entradas de Capital (<i>CIN</i>)
α	0.1064189 (1.77)	0.1095056 (1.83)	-0.04820551 (-2.17)*	0.1095056 (1.83)
<i>IFI</i>	-0.1331638 (-1.62)	-0.1664557 (-1.67)	1.39569 (2.85)*	-0.1664557 (-1.67)
<i>IFI * lesc</i>	0.01191437 (0.1)	0.00268039 (0.02)	-1.599739 (-2.21)*	0.00268039 (0.02)
<i>lesc</i>	-0.01279005 (-0.15)	-0.00556662 (-0.06)	0.07720484 (2.41)*	-0.00556662 (-0.06)
R^2	0.2664	0.2929	0.258	0.2929
<i>F</i>	2.91	3.31	2.78	3.31
<i>N</i>	28	28	28	28

Nota: 1. Se reporta el valor del coeficiente y el valor *t* en paréntesis. 2.*Significativo al 5%. 3. ** Significativo al 10%. 4. Número de observaciones 16 países para el periodo de 1979-2008 (una observación por año) estimado por el método de MCO.

El cuadro 33 reporta los resultados estimados de la relación IFI-desarrollo financiero aproximado por el *Crédito Privado Bancario (crepriv)*. La IFI no ejerce un efecto robusto en el crecimiento económico, vía grado de desarrollo financiero en México. Lo anterior, sugiere que el desarrollo financiero aproximado por la proporción de crédito bancario a PIB de la banca mexicana no ha penetrado lo suficiente en la economía para estimular el crecimiento. Asimismo en este sentido, y contrario a los postulados de la IFI, la competencia generada con la entrada de banca extranjera pudiese no obtener los resultados esperado para generar mejores servicios, y con ello, el crédito suficiente para fortalecer las actividades productivas.

Cuadro 33. IFI y Desarrollo del Sector Bancario

Variable Dependiente: Tasa de Crecimiento del PIB per Cápita Real (G)				
Variables Independientes	Medida de IFI			
	Acervo de los Flujos de Capital (SCF)	Acervo Acumulado de las Entradas de Capital (SCI)	Flujos de Capital (FC)	Entradas de Capital (CIN)
α	0.05808254 (0.64)	0.07296159 (0.8)	-0.0103902 (-0.3)	-0.01588789 (-0.43)
IFI	-0.07003019 (-0.54)	-0.107989 (-0.7)	0.6757358 (0.66)	0.8769241 (0.83)
IFI * Crepriv	-0.2769506 (-0.42)	-0.2878691 (-0.36)	-1.314138 (-0.29)	-1.793109 (-0.39)
Crepriv	0.1993751 (0.45)	0.1669306 (0.37)	0.05905624 (0.32)	0.06578756 (0.34)
R ²	0.2695	0.2947	0.0812	0.1007
F	2.95	3.34	0.71	0.9
N	28	28	28	28

Nota: 1. Se reporta el valor del coeficiente y el valor t en paréntesis.
 2.*Significativo al 5%. 3. ** Significativo al 10%. 4. Número de observaciones 16 países para el periodo de 1979-2008 (una observación por año) estimado por el método de MCO.

El cuadro 34, por su parte, muestra los resultados estimados de la relación IFI-desarrollo financiero aproximado por el valor de las *Transacciones del Mercado Accionario (smvt)*. Ninguno de los términos de interacción indican que la IFI tiene efectos robustos sobre el crecimiento económico al nivel actual de desarrollo del mercado de valores accionario e inclusive los Flujos de Capital (FC) y las Entradas de Capital (CIN) tienen una relación inversa con el crecimiento, vía el mercado de valores. Lo anterior, en contraposición a los argumentos de la IFI, ya que la liberalización del mercado de capitales no ha contribuido a la ampliación (vía liquidez y reducción del costo de capital) de los planes de inversión de las empresas.

Cuadro 34. IFI y Desarrollo del Mercado Accionario

Variable Dependiente: Tasa de Crecimiento del PIB per Cápita Real (G)				
Variables Independientes	Medida de IFI			
	Acervo de los Flujos de Capital (SCF)	Acervo Acumulado de las Entradas de Capital (SCI)	Flujos de Capital (FC)	Entradas de Capital (CIN)
α	0.1304419 (3.14)*	0.1410325 (3.33)*	-0.00014675 (-0.01)	-0.00508155 (-0.25)
IFI	-0.194582 (-3.09)*	-0.2511287 (-3.27)*	0.4321316 (0.54)	0.653622 (0.78)
IFI * SMVT	0.9501995 (1.26)	1.252501 (1.36)	-0.1658011 (-0.02)	-1.14537 (-0.16)
SMVT	-0.4490281 (-0.9)	-0.5217101 (-1.02)	0.00542676 (0.02)	0.00249914 (0.01)
R ²	0.3662	0.3903	0.0772	0.0969
F	4.62	5.12	0.67	0.86
N	28	28	28	28

Nota: 1. Se reporta el valor del coeficiente y el valor t en paréntesis.
 2.*Significativo al 5%. 3. ** Significativo al 10%. 4. Número de observaciones 16 países para el periodo de 1979-2008 (una observación por año) estimado por el método de MCO.

En el cuadro 35 se reporta la incidencia de la IFI en el nivel de ahorros totales y, por ende, en la inversión y el crecimiento económico. De tales interacciones, se aprecia que sólo las Entradas de Capital (*CIN*) tienen efecto directo sobre el crecimiento económico dados los niveles de ahorro alcanzados por la economía mexicana, por otro lado, los demás términos de interacción si bien tienen el signo esperado, no ejercen efectos robustos en el crecimiento económico. Lo anterior, indicaría que la IFI no ha tenido los resultados esperados para ampliar el ahorro interno, y con ello, la inversión en México, por lo que no se ha potenciado el crecimiento económico.

Cuadro 35. IFI y Coeficiente de Inversión

Variable Dependiente: Tasa de Crecimiento del PIB per Cápita Real (<i>G</i>)				
Variables Independientes	Medida de IFI			
	Acervo de los Flujos de Capital (<i>SCF</i>)	Acervo Acumulado de las Entradas de Capital (<i>SCI</i>)	Flujos de Capital (<i>FC</i>)	Entradas de Capital (<i>CIN</i>)
α	-0.1242758 (-0.8)	-0.1166423 (-0.74)	-0.2527857 (-4.02)*	-0.2538224 (-3.79)*
<i>IFI</i>	-0.1561312 (-0.77)	-0.1945834 (-0.77)	0.2237271 (0.09)	0.3181747 (0.13)
<i>IFI * I</i>	0.5615529 (0.64)	0.6835258 (0.62)	0.0580412 (0.0)	1.1237 (3.66)*
<i>I</i>	0.6830467 (1.06)	0.662005 (1.0)	1.128101 (3.93)*	-0.153132 (-0.01)
R^2	0.6274	0.6299	0.6353	0.6415
<i>F</i>	13.47	13.61	13.94	14.31
<i>N</i>	28	28	28	28

Nota: 1. Se reporta el valor del coeficiente y el valor *t* en paréntesis. 2.*Significativo al 5%. 3. ** Significativo al 10%. 4. Número de observaciones 16 países para el periodo de 1979-2008 (una observación por año) estimado por el método de MCO.

Finalmente, se precisa la relación entre IFI-crecimiento relacionándola con las políticas macroeconómicas: fiscal y monetaria. Se utilizan Balance Presupuestario (*bg*) y el Nivel de Inflación (*dlp*) como indicadores de las políticas macroeconómicas.

El cuadro 36 muestra los resultados estimados de la relación IFI-política fiscal. Ninguno de los términos de interacción muestra que los indicadores de IFI tienen influencia positiva con el crecimiento económico cuando se relaciona con la política fiscal. Las crisis económicas y deuda, y los episodios de grandes fluctuaciones y déficit presupuestarios en la década de los años de 1980 y a mediados de la década de los años de 1990 tuvieron efectos adversos no sólo en la economía mexicana, sino en el desempeño de los inlujos de capital (portafolio y directos) para impulsar el crecimiento. A su vez, el comportamiento de estos últimos también se puede relacionar y determinar con el desempeño económico de México en los años señalados, toda vez que los desequilibrios macroeconómicos generados por el endeudamiento del

gobierno y los altos niveles de precios pudieron haber sido determinantes para frenar la recepción de capital externo.

Cuadro 36. IFI y Política Fiscal

Variable Dependiente: Tasa de Crecimiento del PIB per Cápita Real (G)				
Variables Independientes	Medida de IFI			
	Acervo de los Flujos de Capital (SCF)	Acervo Acumulado de las Entradas de Capital (SCI)	Flujos de Capital (FC)	Entradas de Capital (CIN)
α	0.1148251 (2.53)*	0.122178 (2.57)*	0.0196309 (1.18)	0.0165079 (0.86)
IFI	-0.1402797 (-2.12)*	-0.1831547 (-2.18)*	0.0635955 (0.17)	0.1306376 (0.31)
IFI * BG	-0.5704829 (-0.72)	-0.6927057 (-0.7)	-6.034166 (-0.63)	-6.49018 (-0.62)
BG	0.6080255 (1.0)	0.5905153 (0.94)	0.3314062 (1.58)	0.327513 (1.42)
R ²	0.3306	0.3441	0.2217	0.1657
F	3.95	4.2	1.57	1.59
N	28	28	28	28

Nota: 1. Se reporta el valor del coeficiente y el valor t en paréntesis.
2.*Significativo al 5%. 3. ** Significativo al 10%. 4. Número de observaciones 16 países para el periodo de 1979-2008 (una observación por año) estimado por el método de MCO.

El cuadro 37 muestra, por su parte, los resultados estimados para la relación IFI-inflación. Estos sugieren que en la economía mexicana, cuando relacionamos el desempeño de los IFI como son el Acervo de los Flujos de Capital y el Acervo Acumulado de las Entradas de Capital con los niveles de precios, los efectos, por un lado, son reversibles debido a los episodios de altos niveles de inflación. Por otro lado, los Flujos y las Entradas tienen efectos positivos en el crecimiento posibilitados por una mejora en el control de precios por parte de la política monetaria y, que a su vez, los inlujos de capital hayan tenido efectos positivos para que el esquema de control de precios sea más eficaz.

Cuadro 37. IFI y Política Monetaria (DLP)

Variable Dependiente: Tasa de Crecimiento del PIB per Cápita Real				
Variables Independientes	Medida de IFI			
	Acervo de los Flujos de Capital (SCF)	Acervo Acumulado de las Entradas de Capital (SCI)	Flujos de Capital (FC)	Entradas de Capital (CIN)
α	0.048317 (1.63)	0.0499927 (1.69)	0.0065845 (0.73)	0.0015039 (0.15)
IFI	-0.0493291 (-1.14)	-0.0609475 (-1.16)	0.4021348 (1.33)	0.5552419 (1.75)**
IFI * DLP	-0.1582413 (-1.97)*	-0.2219153 (-2.32)*	1.304419 (1.78)**	1.5369 (2.09)*
DLP	0.0899213 (1.53)	0.1078802 (1.89)**	-0.0411839 (-3.22)*	-0.0446877 (-3.41)*
R ²	0.4926	0.5291	0.3555	
F	7.77	8.99	4.41	
N	28	28	28	28

Nota: 1. Se reporta el valor del coeficiente y el valor t en paréntesis.
2.*Significativo al 5%. 3. ** Significativo al 10%. 4. Número de observaciones 16 países para el periodo de 1979-2008 (una observación por año) estimado por el método de MCO.

En conjunto la relación IFI-Política económica, validan los hallazgos establecidos anteriormente, en el caso de México y ampliado para la muestra de países de América Latina, ya que los flujos de capital se dirigen y tienen mejor desempeño en las economías con sólidas políticas fiscales y monetarias, es decir, a países con bajos niveles de inflación y finanzas públicas sanas. Nuevamente, es posible concluir que de los diferentes indicadores IFI utilizados, lo que permanece es que no hay evidencia robusta de que la IFI tenga efectos positivos en el crecimiento económico, según los postulados de está.

III.6 IED y Crecimiento Económico en México

En esta sección, se precisa el efecto neto de la IED en el crecimiento de México, utilizando el *Acervo de Inversión Extranjera Directa (sied)* que indica el Saldo acumulado neto de la IED al final de cada año y el *Flujo Netos de Inversión Extranjera Directa (fied)* que se refiere a los Influjos menos eflujos de IED reportadas al final de cada año.

III.6.1 Resultados

Una vez aplicada la misma metodología al caso de México durante el periodo 1979-2008, el cuadro 38 presenta las estimaciones obtenidas. En la primera columna se muestran los resultados de las estimaciones por MCO, y en la segunda columna los estimadores obtenidos por MC2E-VI.

Los resultados obtenidos de las variables de control por los métodos econométricos indicados refuerzan aquellos obtenidos con las variables de IFI.

En particular, los parámetros obtenidos indican que el Acervo Acumulado de la IED (*sied*) y los Flujos Netos de IED (*fied*) no estimulan el crecimiento económico.³¹ En cambio, los determinantes domésticos del crecimiento como el nivel de Ahorro/Inversión aproximado por el Coeficiente de Inversión (*I*) explican en gran medida el crecimiento de la economía

³¹ La hipótesis nula de que los instrumentos no explican las medidas de IFI se rechaza al nivel de 5% de significancia en la regresión de dos etapas por MCO- VI mediante la aplicación de la *Prueba de Sargan y Basmann* (Véase Anexo A, Cuadro A14)

Cuadro 38. IED y Crecimiento Económico

<i>Variable Dependiente: Tasa de Crecimiento del PIB per Cápita Real</i>		
<i>Variables Independientes</i>	<i>MCO</i>	<i>MC2E – VI</i>
<i>ly</i>	0.09170968 (1.21)	0.1274532 (2.06)*
<i>lesc</i>	0.01807963 (0.35)	0.09692586 (1.58)
<i>bg</i>	0.07458391 (0.51)	-0.02221371 (-0.19)
<i>dlp</i>	-0.02222618 (-3.36)*	-0.02464689 (-4.5)*
<i>smvt</i>	0.29715431 (1.79)**	0.22509251 (1.7)**
<i>crepriv</i>	-0.23556186 (-1.7)	-0.23635409 (-2.55)**
<i>I</i>	1.0397526 (4.95)*	0.94934414 (4.92)*
<i>sied</i>	-0.1904509 (-1.23)	-0.37403774 (-2.46)*
<i>fied</i>	-0.14565483 (-0.28)	-0.32858722 (-0.85)
<i>cons</i>	-1.0182224 (-1.56)	-1.3418263 (-2.53)
<i>N</i>	28	28
<i>R²</i>	0.81607885	N.A.
<i>F</i>	8.87	N.A.

Nota: 1. *t* estadístico en paréntesis. 2. 16 observaciones anuales para el periodo de 1979-2008 para el método de MCO y MC2E-VI. El ingreso y la escolaridad inicial se registran en el año inicial para cada periodo de cinco años. 3. * Significativo al 5%. ** Significativo al 10%. 4 En el caso de MC2E-VI, se usan errores estándar robustos.

Conforme a lo anterior, el Acervo Acumulado de la IED provoca que una variación en los mismos disminuya la tasa de crecimiento del producto en -2.46%, según la estimación obtenida por MC2E-VI, en cambio, los Flujos de IED lo hacen en un -0.32%. Sin embargo, el Coeficiente de Inversión (*I*), permite establecer que un aumento de la formación de capital estimula el crecimiento en 1.03% y 0.94%, de acuerdo a los coeficientes obtenido por los métodos de MCO y MC2E-VI.

Es decir, el crecimiento en el país depende en gran medida de los recursos internos, más que los recursos provenientes del exterior por la vía de la IED.

III.6.2 IED, Ingreso Nacional, Desarrollo Financiero y Política Económica

Los efectos de la IED en el crecimiento económico ponderado por el desempeño de política económica en el país, se capturan con los términos de interacción. En este sentido, el cuadro 39 indica que tanto el Acervo y los Flujos de IED no ejercen influencia positiva dados los niveles de ingreso per cápita alcanzado en México.

Cuadro 39. IED y Nivel de Ingreso per Cápita

Variable Dependiente: Tasa de Crecimiento del PIB per Cápita Real		
Variables Independientes	Coeficientes IED	
	Acervo Acumulado Neto de la IED (SIED)	Flujos Neto de IED (FIED)
α	-3.179099 (-1.73)	-1.857334 (-1.03)
IED	6.264483 (0.59)	-2.207146 (-0.03)
IED * ly	-0.6984101 (-0.6)	0.1083543 (0.01)
ly	0.3518362 (1.74)	0.2075674 (1.05)
R^2	0.2065	0.2156
F	2.17	2.29
N	28	28

Nota: 1. Se reporta el valor del coeficiente y el valor t en paréntesis. 2.*Significativo al 5%. 3. ** Significativo al 10%. 4. Número de observaciones 16 países para el periodo de 1979-2008 (una observación por año) estimado por el método de MCO.

Por su parte, el cuadro 40 expresa la relación IED-escolaridad de la fuerza de trabajo. Los resultados obtenidos sugieren una relación directa del Acervo y los Flujos de Capital cuando interactúan con un nivel relativamente alto de escolaridad. No obstante lo anterior, los términos de interés carecen de significancia estadística.

Cuadro 40. IED y Escolaridad

Variable Dependiente: Tasa de Crecimiento del PIB per Cápita Real		
Variables Independientes	Coeficientes IED	
	Acervo Acumulado Neto de la IED (SIED)	Flujos Neto de IED (FIED)
α	0.0350857 (1.14)	0.0569705 (1.04)
IED	-0.4424082 (-0.84)	-4.263521 (-1.04)
IED * $lesc$	0.4675297 (1.01)	4.54926 (0.88)
$lesc$	-0.0149979 (-0.25)	-0.0372462 (-0.45)
R^2	0.0479	0.0614
F	0.42	0.57
N	28	28

Nota: 1. Se reporta el valor del coeficiente y el valor t en paréntesis. 2.*Significativo al 5%. 3. ** Significativo al 10%. 4. Número de observaciones 16 países para el periodo de 1979-2008 (una observación por año) estimado por el método de MCO.

El cuadro 41, por su lado, reporta los resultados estimados de la relación IED-Crédito Privado Bancario (*crepriv*). En este caso, ni el Acervo ni los Flujos de IED ejercen un efecto robusto y directo en el crecimiento económico a través del grado de desarrollo financiero del país. Por el

contrario, los efectos positivos de la IED en el crecimiento pueden llegar a ser reversibles, dadas las condiciones de desarrollo financiero alcanzadas por el sector bancario.

Cuadro 41. IED y Desarrollo del Sector Bancario

Variable Dependiente: Tasa de Crecimiento del PIB per Cápita Real		
Variables Independientes	Coeficientes IED	
	Acervo Acumulado Neto de la IED (SIED)	Flujos Neto de IED (FIED)
α	-0.0443316 (-0.9)	-0.0600084 (-1.21)
IED	0.3757291 (0.89)	2.708121 (1.19)
IED * crepriv	-1.869705 (-0.81)	-16.22806 (-1.379)
crepriv	0.2883839 (1.09)	0.4395258 (1.64)
R ²	0.0606	0.099
F	0.54	0.95
N	29	30

Nota: 1. Se reporta el valor del coeficiente y el valor t en paréntesis. 2.*Significativo al 5%. 3. ** Significativo al 10%. 4. Número de observaciones 16 países para el periodo de 1979-2008 (una observación por año) estimado por el método de MCO.

El cuadro 42 muestra los resultados estimados de los dos términos de interacción de Acervos y Flujos IED-Valor de las Transacciones del Mercado Accionario (*smvt*).³² Como se aprecia, ninguno de ellos tiene efecto para estimular el crecimiento económico, vía ampliación del capital productivo por el mercado accionario.

Cuadro 42. IED y Desarrollo del Mercado Accionario

Tasa de Crecimiento del PIB per Cápita Real		
Variables Independientes	Coeficientes IED	
	Acervo Acumulado Neto de la IED (SIED)	Flujos Neto de IED (FIED)
α	0.0147889 (0.76)	0.020935 (0.83)
IED	-0.0812121 (-0.49)	-0.7838146 (-0.56)
IED * smvt	1.620891 (0.75)	6.560336 (0.37)
smvt	-0.1086797 (-0.41)	-0.0241422 (-0.07)
R ²	0.0381	0.0284
F	0.33	0.25
N	28	28

Nota: 1. Se reporta el valor del coeficiente y el valor t en paréntesis. 2.*Significativo al 5%. 3. ** Significativo al 10%. 4. Número de observaciones 16 países para el periodo de 1979-2008 (una observación por año) estimado por el método de MCO.

El cuadro 43 presenta los resultados de las interacciones IED-Coeficiente de Inversión. Como se puede apreciar, los estimadores obtenidos nos indican que la IED no ejerce un efecto

³² La inclusión de esta variable se ponderó en este contexto porque el Mercado de Valores constituye una fuente de financiamiento, quizás no la más importante, pero que determina la función financiera de la multinacional con IED.

robusto en el crecimiento de México. Por lo anterior, no se precisa que la IED puede complementar o no a la Inversión nacional para estimular el crecimiento (lo que se denomina efecto *crowding in/out*, respectivamente).

Cuadro 43. IED y Ahorro-Inversión

Tasa de Crecimiento del PIB per Cápita Real		
Variable Independientes	Coeficientes IED	
	Acervo Acumulado Neto de la IED (SIED)	Flujos Neto de IED (FIED)
α	-0.2717956 (-3.6)*	-0.1616073 (-1.9)
IED	0.0553032 (0.1)	-4.866855 (-1.2)
IED * I	-0.299867 (-0.13)	20.88003 (1.15)
I	1.251866 (3.92)*	0.7648537 (2.02)*
R ²	0.6365	0.6358
F	14.59	15.13
N	28	28

Nota: 1. Se reporta el valor del coeficiente y el valor t en paréntesis. 2.*Significativo al 5%. 3. ** Significativo al 10%. 4. Número de observaciones 16 países para el periodo de 1979-2008 (una observación por año) estimado por el método de MCO.

Sin embargo, parece tomar fuerza la afirmación que los niveles de ahorro e inversión, y por tanto, el crecimiento en el país provienen de los recursos internos, toda vez que el coeficiente de inversión se asocia positiva y significativamente con el crecimiento.

Por último, se indaga la relación entre IED-crecimiento relacionándola con las políticas económicas. El cuadro 44 muestra los resultados estimados para esta relación, donde no es posible precisar el efecto de la IED en el crecimiento económico en el marco del comportamiento de las finanzas públicas en México.

Cuadro 44. IED y Política Fiscal

Tasa de Crecimiento del PIB per Cápita Real		
Variables Independientes	Coeficientes IED	
	Acervo Acumulado Neto de la IED (SIED)	Flujos Neto de IED (FIED)
α	0.0259965 (1.26)	0.0348814 (1.78)
IED	-0.0335318 (-0.27)	-0.4043113 (-0.48)
IED * bg	-1.726787 (-0.33)	26.48783 (0.66)
bg	0.4377377 (0.94)	0.0507849 (0.1)
R ²	0.1537	0.2072
F	1.45	2.18
N	28	28

Nota: 1. Se reporta el valor del coeficiente y el valor t en paréntesis. 2.*Significativo al 5%. 3. ** Significativo al 10%. 4. Número de observaciones 16 países para el periodo de 1979-2008 (una observación por año) estimado por el método de MCO.

Nuevamente, los episodios de crisis de deuda en la década de los años de 1980, con los grandes déficit presupuestales pudieron haber causado efectos adversos en los flujos de IED, tanto para su atracción como en sus efectos en el crecimiento. En décadas recientes, por su parte, el esquema de reducción del déficit y el equilibrio presupuestal podría ser una señal favorable para un mejor desempeño de la IED.

El cuadro 45 contiene los resultados estimados para la relación IED-Inflación. Los términos de interacción sugieren que la IED puede tener efectos positivos en el crecimiento económico del país, si persisten bajos niveles de precios y el marco de política monetaria es eficaz en sus metas de control.

Cuadro 45. IFI y Política Monetaria

Tasa de Crecimiento del PIB per Cápita Real		
Variables Independientes	Coeficientes IED	
	Acervo Acumulado Neto de la IED (SIED)	Flujos Neto de IED (FIED)
α	0.010306 (0.87)	0.0198338 (1.54)
<i>IED</i>	0.0089034 (0.13)	-0.3474615 (-0.62)
<i>IED * dlp</i>	-0.0742067 (-0.27)	-1.507685 (-1.52)
<i>dlp</i>	-0.0218077 (-0.65)	0.0015435 (0.07)
R^2	0.2322	0.2876
<i>F</i>	2.52	3.5
<i>N</i>	28	28

Nota: 1. Se reporta el valor del coeficiente y el valor t en paréntesis. 2.*Significativo al 5%. 3. ** Significativo al 10%. 4. Número de observaciones 16 países para el periodo de 1979-2008 (una observación por año) estimado por el método de MCO.

En general, los resultados obtenidos mediante los procedimientos econométricos empleados no precisan contundentemente los efectos positivos de la IED (Acervo y Flujos) en el crecimiento de México. Aun considerando diversos escenarios de desarrollo económico, financiero, y de políticas macroeconómicas no hay evidencia robusta de que la IED tenga efectos positivos en el crecimiento. Aunque la asociación entre IED-crecimiento no es robusta estadísticamente, se validan los resultados en los diversos contextos anteriormente desarrollados.

III.7 Conclusión

Como la gran mayoría de los estudios empíricos realizados lo han constatado, no hay evidencia empírica robusta sobre los potenciales beneficios de la IFI en el crecimiento económico en la región de América Latina y el Caribe.

Es probable que debido a la heterogeneidad de las técnicas econométricas empleadas -desde técnicas como el método de MCO, variables instrumentales, modelos panel, hasta métodos de panel dinámico-, la diferencia en los periodos de tiempo, la muestra de economías seleccionadas, los indicadores de IFI seleccionados y la especificación de los modelos econométricos; se traduzcan en la diversidad de resultados e inferencias obtenidas, y que ellos impida capturar la conexión real entre la IFI y el crecimiento económico.

Una implicación importante de este estudio, sin embargo, es que parece que hay ciertas condiciones de niveles de desarrollo económico, financiero e institucional para que una economía en desarrollo pueda aprovechar el potencial del IFI y reducir así los riesgos de la apertura.

En función del grado de desarrollo alcanzado por las economías -medido por el PIB per cápita- los flujos de capital externo pueden incidir favorablemente en el funcionamiento de variables macroeconómicas de los países receptores.

Además, existen indicios sobre los beneficios potenciales del IFI en el crecimiento económico de las economías en desarrollo, impulsados principalmente por las entradas de IED que, a su vez, se amplían por la existencia de sistemas financieros desarrollados que permiten absorber y asignar los flujos de capital externo a sus mejores usos alternativos y complementar la inversión nacional. En este sentido, las empresas extranjeras tienden a obtener mejores resultados que las empresas nacionales, tienden a ser más grandes, se encuentran en los países más ricos y en los países con los intermediarios financieros más competitivos.

Otro de los factores que pueden potenciar los efectos positivos de los flujos externos de capital es el desarrollo institucional de las economías receptoras, es decir, un ambiente propicio para el ejercicio del estado de derecho, respeto a los derechos de propiedad, y bajos niveles de corrupción gubernamental. Una buena administración pública es importante para el desarrollo económico.

Por otro lado, no hay efecto preciso de la inversión de portafolio en el crecimiento económico, es decir, no hay evidencia empírica contundente que indique que este tipo de capital externo incremente la capacidad productiva de la inversión nacional.

En lo que respecta a los resultados derivados de las metodologías aplicada y para el caso de la muestra seleccionada de países en América Latina, estos indican que no existe una fuerte relación entre los indicadores de IFI y el crecimiento económico. De los indicadores de IFI, el Acervo de los Flujos de Capital (*scf*) y las Entradas de Capital (*cin*), particularmente, son un

mejor indicador en comparación a los demás indicadores de la IFI, toda vez que tienen significancia estadística y se relacionan positivamente con el crecimiento económico. De estos indicadores de IFI se reflejan que la interacción de los flujos externos derivados del proceso de IFI han potenciado que las economías de la región se hayan visto beneficiadas con las inversiones tanto recibidas como realizadas en el exterior, y este beneficio al crecimiento se extiende tanto en el corto como en el largo plazo, dada la calidad de los flujos de IP e IED, respectivamente.

Por su parte, las Entradas de Capital (*cin*) y el Acervo Acumulado de las Entradas de Capital (*sci*) indicarían que los resultados esperados por el proceso de IFI no son del todo como los esperados. Por un lado, el volumen y calidad recibido de los flujos de capital no parece ser el suficiente para estimular el crecimiento de las economías, y por el otro, dadas las condiciones existentes de desarrollo financiero y las políticas económicas, para inducir los capitales externos hacia sectores estratégicos (sectores agrícola e industriales exportadores) y/o de alto crecimiento en los países de la región. Como un último resultado, los capitales externos se dirigirían hacia sectores no estratégicos como el sector inmobiliario y sector servicios.

Conforme a los resultados de los términos de interacción se demuestra que la IFI no ejerce ninguna influencia en los países con niveles de ingreso y de escolaridad similares los países de la muestra de América Latina, toda vez que ninguno de los términos de interacción resulta significativo. Asimismo, la IFI no ejerce un efecto robusto en el crecimiento económico en el nivel de desarrollo financiero preexistente de los países seleccionados. Daría la impresión que el desarrollo financiero alcanzado por las economías de la región pareciera no estar lo suficientemente modernizado para absorber los beneficios potenciales de la IFI. Es decir, el nivel de ahorro e inversión, penetración financiera -medido por el crédito otorgado al sector privado- y capitalización del mercado accionario, resultan lo suficientemente bajo para absorber y canalizar los beneficios potenciales del capital externo en las economías nacionales.

Los resultados sugieren también que la IFI tiende a dirigirse a las economías con bajos niveles de precios, e incluso puede tener efectos adversos o nulos en el crecimiento económico en países con políticas monetarias ineficaces para reducir el nivel de precios. Asimismo, los flujos de capital externo parecen dirigirse y actuar favorablemente en economías con disciplina fiscal. En este sentido, los periodos de altos déficit fiscal, alza generalizada de precios, y los episodios de crisis en la región de América Latina en la década de los años de 1980, pudieran haber inhibido la atracción y desempeño de los flujos externos de capital.

Por su parte, considerando tanto el Acervo como los Flujos Netos de IED, los efectos positivos y significativos el crecimiento económico de los países de la región no se constatan de forma nítida, toda vez que no todos los parámetros estimados tienen una relación directa con el crecimiento del ingreso per cápita. Incluso, cuando se analizan bajo el contexto de políticas económicas, la evidencia empírica obtenida de los posibles beneficios sobre el crecimiento económico derivado del Acervo y los Flujos Netos de IED tampoco son robustos, ya que casi todos los parámetros de interacción resultan carecer de significancia estadística.

Las estimaciones obtenidas del impacto de IFI en el caso específico de México, difieren de aquellas obtenidas para el conjunto de las economías de la región de América Latina. Por ejemplo, pareciera que el indicador del Acervo de los Flujos de Capital (*scf*) y los Flujos de Capital (*fc*) no impulsan el crecimiento económico del país, pero por su parte, tanto el Acervo Acumulado de las Entradas de Capital (*sci*) como las Entradas de Capital (*cin*)² indican que promueven el crecimiento de la economía nacional. En virtud de lo anterior, el impacto de los flujos de capital puede diferenciarse según las condiciones de las economías receptoras. Por ejemplo, bajo diversas condiciones económicas, financieras y de política económica, los efectos de la IFI en México no son del todo robustos, ya que las condiciones receptoras para potenciar los beneficios de la IFI no han alcanzado el grado de desarrollo necesario para lograrlo. Por otro lado, ello puede indicar que los flujos de capital no han sido suficientes tanto en términos cuantitativos como cualitativos para incidir favorablemente en las actividades productivas, en la inversión y el crecimiento. Y finalmente, evaluando solamente los efectos de la IED en el crecimiento económico de México mediante los procedimientos econométricos arriba enunciados, es posible inferir que la IED no ejerce un impacto significativo en el aparato productivo nacional.

IV. CONCLUSIONES GENERALES

En las últimas tres décadas, el nuevo liberalismo económico ha permeado tanto en la liberalización comercial, como en la liberalización financiera. La apertura absoluta de la cuenta de capital de balanza de pagos de las economías en desarrollo es el elemento distintivo del proceso de Integración Financiera Internacional.

Inspirada en el enfoque neoclásico, la IFI predice que en un contexto de economía abierta los capitales se desplazarán de los países con abundante capital hacia los países con escasez relativa de capital y, además de que enfrentan recursos o poseen áreas de alta rentabilidad no son aprovechadas por sus bajos niveles de ahorro interno, lo cual en su conjunto, los sujetan a bajas, nulas y hasta negativas tasas de crecimiento económico.

No obstante, el anterior argumento central del modelo neoclásico estándar parece estar invalidado por simples análisis empíricos que permiten observar la dirección inversa que ha tomado el capital externo en las últimas décadas. Es decir, existe un patrón de comportamiento antitético de los flujos de capital de las economías desarrolladas hacia las economías en desarrollo (o capital escaso). Tal predicción tampoco se cumple en el caso de las economías en desarrollo con mayor crecimiento, y que bien pueden tener los proyectos más rentables de inversión en sectores económicos potencialmente estratégicos para el crecimiento de largo plazo, y que no son favorecidos por los flujos de capital externo.

Por el contrario, los resultados estimados en el presente trabajo parecen apuntar que la gran mayoría de las economías de América Latina y el Caribe, dependen menos en sus programas económicos del capital externo, y descansan proporcionalmente más en sus propios factores productivos. Con la particularidad de que aquéllos cuya dependencia del ahorro externo es menor, crecen más rápido en comparación con los países en situación opuesta.

Uno de los componentes más deseables de los flujos de capital externo, la IED, ha ganado relevancia relativa frente a otros, pues tiende a ser menos volátil y se materializa en infraestructura física productiva, volviendo a los países receptores menos vulnerables ante los cambios imprevistos en la dirección de los flujos de capital.

De ahí que, aunque es álgido el debate sobre el impacto de la IED, se reconoce que este tipo de influjo de capital puede complementar a la inversión nacional, tener un impacto positivo en la productividad a través de la transferencia tecnológica, la creación de nuevos productos y proceso, y la experiencia en la gestión administrativa, entre otros potenciales efectos

beneficios. De hecho bajo estas expectativas, ha existido un importante incremento del flujo de capital externo en las economías de América Latina y el Caribe, en términos de su participación en la inversión nacional y el PIB.

Por otro lado, también han ganado presencia el otro gran componente de los inlfujos de capital, la inversión de portafolio o los préstamos bancarios a nivel internacional, no obstante que su alta volatilidad, naturaleza especulativa y repentinos cambios de dirección han derivado en crisis financieras, principalmente bancarias, en las regiones de América Latina y Asia-Pacífico en la década de los años de 1990, volviéndolos menos deseables.

La evidencia empírica obtenida para la muestra seleccionada de economías en desarrollo de América Latina y el Caribe, incluyendo México; indica que no existe una relación robusta entre las medidas de Integración Financiera Internacional y el crecimiento económico, aún bajo condiciones de interacción con otros determinantes del crecimiento económico. Sin embargo, al evaluar la relación IFI-crecimiento económico, los resultados indican que no se puede rechazar categóricamente la hipótesis de que ninguna de las relaciones estadística son no significativas. Particularmente, el Acervo de los Flujos de Capital y las Entradas de Capital, constituyen los mejores indicadores para capturar los efectos de la IFI en comparación a los demás indicadores, ya que ambas se relacionan positivamente y estadísticamente con el crecimiento económico.

Avanzando en el proceso de estimación de los modelos propuestos, una vez que se sobreimpone, o internaliza, el efecto de la política económica en la relación IFI sobre el crecimiento económico, los resultados obtenidos revelan que la IFI no tiene efectos significativos en el crecimiento económico de las economías en desarrollo seleccionadas. Dados los niveles de ingreso, escolaridad, ahorro e inversión, de desarrollo del sistema crediticio, accionario y de las políticas fiscales y monetarias; la interacción con los indicadores de IFI muestran que no ejercen ningún efecto significativo en el crecimiento económico, según las condiciones económicas prevalecientes.

En el caso de México, el impacto de los flujos de capital en su trayectoria de crecimiento parece no apegarse a los postulados de la IFI. No todos los indicadores de integración financiera estimulan el crecimiento económico, de estos, sólo el Acervo Acumulado de las Entradas y las Entradas de Capital son benéficos para la económica mexicana. Considerando, el desarrollo económico, financiero y de política económica del país, el capital externo no ejerce tampoco una incidencia favorable para detonar el crecimiento económico. Lo anterior, indica que al nivel

de desarrollo económico alcanzado por el país no coadyuva a absorber los potenciales beneficios de los flujos de capital.

En este mismo sentido, cuando analizamos el comportamiento de la IED, y en función de diversos escenarios del desarrollo económico, los resultados afirman que este tipo de capital externo no se ha constituido como una fuente de crecimiento económico. Tampoco los canales de transmisión de la economía mexicana han logrado traducir la IED en capital productivo para ampliar la inversión nacional, y con ello, lograr el crecimiento económico necesario del país.

Por lo tanto, parece ser que tanto la cantidad como la calidad de los flujos de capital, y la capacidad de absorción, y la política económica de los países en desarrollo de América Latina para inducirlos hacia los sectores estratégicos, determinan el signo y la magnitud del impacto en el crecimiento económico de esas economías.

Bajo estos hallazgos y otras reflexiones se suscitan, por un lado, que la cantidad de los flujos de inversión externo atraídos hacia las economías latinoamericanas no ha sido suficiente en volumen para complementar el nivel de inversión productiva nacional deseable y, por tanto, incidir favorablemente en la trayectoria de crecimiento. Alternativamente, que la calidad de los flujos externos recibidos en las economías nacionales de la región no son los adecuados para consolidar el financiamiento a largo plazo de los proyectos de inversión que requieren los aparatos productivos nacionales, toda vez que sus características relevantes son, o bien del tipo de IED pero inducidos al sector de servicios, o bien de naturaleza volátil y capitales de corto plazo (como la Inversión de Portafolio y Crédito Bancario).

En promedio, los países latinoamericanos han enfrentado un difícil proceso de aprendizaje para hacer crecer sus economías. Las experiencias de crecimiento frustradas han dejado, sin embargo, un saldo positivo. En general se tienen administraciones maduras, políticas económicas que aunque no pueden abandonar el acento de orientación externa, buscan explotar los márgenes para orientarlas hacia sus mercados internos; marcos institucionales que aunque imperfectos, son ahora más sólidos y estables; y sistemas financieros más profundizados que en el pasado. Esta es una mezcla crítica de factores que han sido hasta cierto punto un obstáculo en la adopción de los beneficios del proceso de integración financiera.

Pero estas condiciones sólo son las necesarias, y para pugnar porque sean suficientes, las economías de América Latina y el Caribe requieren consolidar una capacidad de absorción flexible y moderna para poder beneficiarse del capital externo. Asimismo, requieren consolidar

y mejorar la regulación de sus niveles de desarrollo financiero, institucional y comercial, si es que las economías en desarrollo de la región persisten en la búsqueda de los beneficios de la IFI, pero al mismo tiempo, deben de reducir los riesgos de la liberalización de la cuenta de capital. La existencia de un sistema financiero más desarrollado, correctamente regulado y supervisado, capturaría los beneficios de la integración financiera, incrementaría el nivel de ingreso, e inmunizaría las probabilidades de contagio las cuales persisten en la economía internacional.

La calidad del marco institucional y de gobernabilidad no son factores de menor trascendencia. Las fallas de política pública podrían volverse también en transmisores de las crisis, por ejemplo, la debilidad de las instituciones en los países en desarrollo significaría que la financiación exterior no puede ser dirigida hacia proyectos productivos de largo plazo, proyectos de inversión intensiva, y proyectos de infraestructura básica, ampliamente útil, en el marco de un sistema de financiación interno limitado por el ahorro y el ingreso.

Por lo anterior, la liberalización de la cuenta de capital aumentaría las posibilidades de tener efectos positivos en el crecimiento económico de los países que se aseguran antes o durante las fases iniciales del proceso, de una política económica que, por un lado, asigne un espacio apropiado a los flujos de capital externo y, por el otro, genere las condiciones macroeconómicas favorables para maximizar el aprovechamiento flujos de capital externo y minimice los riesgos inherentes de inestabilidad y crisis; concretamente los derivados del capital de corto plazo, que a su vez pueden exacerbar y limitar las políticas fiscales y monetarias pro-cíclicas. Paralelamente, las economías que tienen un grado mayor de apertura comercial pueden someterse a menor depreciación real del tipo de cambio para un ajuste de la cuenta corriente de balanza de pagos, y son menos propensas a dejar de pagar su deuda cuando éstas se presentan por la vía de la cuenta de capital. Esto las hace menos vulnerables a las interrupciones súbitas de flujos de capital externo y las crisis financieras internacionales. La integración comercial, por ende, también supondría a una economía en mejores condiciones para que por la vía de las exportaciones puedan salir de una recesión. En el marco de la integración financiera, sin la presencia del comercio exterior se podría conducir a una mala asignación de los recursos, es decir, las entradas de capital pueden dirigirse a los sectores en los que un país no tiene una ventaja comparativa frente al resto del mundo.

BIBLIOGRAFÍA

1. Acemoglu, D. & Zilibotti, F. (1997). "Was Prometheus Unbound by chance? Risk Diversification, and Growth," *Journal of Political Economy*, 105.
2. Acemoglu, D., Johnson, S., Robinson, J. & Thaicharoen, Y. (2003). "Institutional causes, macroeconomic symptoms: volatility, crises and growth", *Journal of Monetary Economics*, 50(1).
3. Agenor, P. (2003). "Benefits and Costs of International Financial Integration: Theory and Facts. *World Economy*", Vol. 26, August.
4. Aizenman, J. & Noy, I. (2008). "Links between trade and finance - a disaggregated analysis", in: Edwards, S., Garcia, M. G. P. (Eds.), *Financial Markets Volatility and Performance in emerging Markets*, National Bureau of Economic Research Conference Report. University of Chicago Press, Chicago.
5. Alonso-Borrego, C. & M. Arellano (1996). "Symmetrically Normalised Instrumental Variable Estimation Using Panel Data," CEMFI Working Paper No. 9612, September.
6. Arellano, M. & S. Bond (1991). "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations," *Review of Economic Studies*, 58.
7. Arellano, M., & O. Bover (1995). "Another Look at the Instrumental-Variable Estimation of Error-Components Models," *Journal of Econometrics*, 68.
8. Bagehot, W. (1873). *Lombard Street*, Homewood, IL: Richard D. Irwin, (1962 edition).
9. Bailliu, J. (2000). "Private Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth in Developing Countries," Bank of Canada Working Paper, 2000-15.
10. Beck, T., & Levine, R. (2002). "Stock Market, Banks, and Economic Growth: Cross-Country and Panel Evidence". University of Minnesota, mimeo.
11. Bhagwati, J. (1998). "The capital myth: The difference between trade in widgets and dollars", *Foreign Affairs*; May/June 1998; 77, 3; ABI/INFORM Global.
12. Blundell, R. & S. Bond. (1998). "Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models." *Journal of Econometrics*, 87(1).
13. Bonfiglioli, A. & Mendicino, C. (2004). "Financial Liberalization, Banking Crises, and Growth: Assessing the Links," *Scandinavian Working Paper in Economics No. 567* (Stockholm School of Economics).
14. Bosworth, B. & Collins, S. (1999). "Capital Flows to Developing Countries: Implications for Saving and Investment." BPEA, no. 1.

15. Boyd, J. H., & B. D. Smith (1992). "Intermediation and the Equilibrium Allocation of Investment Capital: Implications for Economic Development," *Journal of Monetary Economics*, 30.
16. Bresser-Pereira, L. (2010). "The Global Financial Crisis and a New Capitalism?," The Levy Economics Institute, Working Paper Collection No. 592.
17. Bussiere, M. & Fratzscher, M. (2004). "Financial Openness and Growth: Short-Run Gain, Long-Run Pain?" ECB Working Paper 348 (Frankfurt, European Central Bank).
18. Calvo, G. (1998). "Varieties of Capital-Market Crises," IEA Conference Volume No. 118 (New York: St. Martin's Press and London: Macmillan Press for the International Economic Association).
19. Calvo, G., Izquierdo, A. & Mejia, L-F. (2004). "On the empirics of sudden stops: the relevance of balance-sheet effects", Proceedings, Federal Reserve Bank of San Francisco, June.
20. Caprio, G., & Honohan, P. (1999). "Restoring Banking Stability: Beyond Supervised Capital Requirements," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 13 (Fall).
21. Edison, H. & Levine, R. & Ricci, L. & Slok, T. (2002). "International financial integration and economic growth," *Journal of International Money and Finance*, Elsevier, vol. 21(6), November.
22. Edison, Klein, M., Ricci, L. & Slok, T. (2004). "Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis," *IMF Staff Papers*, Vol. 51, No. 2.
23. Edwards, S. (2001). "Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?" NBER Working Paper No. 8076 (Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research).
24. Edwards, S. (2004). "Financial openness, sudden stops, and current-account reversals", *American Economic Review*, 94(2).
25. Eichengreen, B. (2001). "Capital account liberalization: what do cross-country studies tell us?", *World Bank Economic Review*, 15(3).
26. Frankel, J. & Cavallo, E. (2004). "Does openness to trade make countries more vulnerable to sudden stops or less? Using gravity to establish causality", NBER Working Paper No. 10957.
27. Garcia Paéz, Benjamin (2008). *Capital Externo y Crecimiento Económico en México. 1970-2005*. México: Facultad de Economía, UNAM.
28. Gertler, M. & Kenneth, R. (1990). "North-South lending and endogenous domestic capital market inefficiencies," *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, vol. 26(2), pages 245-266, October.

29. Gourinchas, P. & Jeanne, O. (2006). "Capital Flows to Developing Countries: The Allocation Puzzle." University of California, Berkeley, and International Monetary Fund.
30. Gurley, J. G. & E. S. Shaw (1955). "Financial Aspects of Economic Development", *American Economic Review*, 45.
31. Henry, P. (2000). "Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices," *Journal of Finance*, Vol. 55 (April).
32. Henry, P. (2006). "Capital Account Liberalization: Theory, Evidence, and Speculation." Working Paper 12698. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research (November).
33. Hermes, N. & Lensink, R. (2003). "Foreign Direct Investment, Financial Development and Economic Growth", *Journal of Development Studies*, 40(1).
34. Holtz-Eakin, Newey, W, & Rosen, H. (1990), "Estimating Vector Autoregressions with Panel Data" in *Econometrica*, 56(6).
35. Hsiao, C. (2003). *Analysis of Panel Data* (2^a ed.). New York: Cambridge University Press.
36. Ishii, S., Habermeier, K., Laurens, B., Leimone, J., Vadasz, J. & Canales-Kriljenko, J. I. (2002). "Capital account liberalization and financial sector stability", IMF Occasional Paper No. 211.
37. Kaminsky, G., Reinhart, C. & Végh, C. (2005). "When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies," NBER Chapters, in: *NBER Macroeconomics Annual 2004*, Volume 19, pages 11-82 National Bureau of Economic Research, Inc.
38. Klein, M. & Olivei, G. (2008). "Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth." *Journal of International Money and Finance*, 27, October.
39. Kose, M., Prasad, E. & Terrones, M. (2006). "How Do Trade and Financial Integration Affect the Relationship between Growth and Volatility?" *Journal of International Economics* 69, no. 1.
40. Kose, Prasad, Rogoff, & Shang-Jin (2006). "Financial Globalization: A Reappraisal", IMF Working Paper WP/06/189, Research Department, August 2006.
41. Kose, Prasad, Rogoff, & Shang-Jin (2009). "Financial Globalization: A Reappraisal", IMF Staff Papers Vol. 56, No. 1.
42. Kraay, A. (1998). "In Search of the Macroeconomic Effects of Capital Account Liberalization," (unpublished; Washington: World Bank).
43. Kraay, A., Clausen, B., & Nyiri, Z. (2009). "Corruption and Confidence in Public Institutions. Evidence from a Global Survey", Policy Research Working Paper Series 5157, The World Bank.

44. La Marca, M. (2004). "Financial Integration, Growth, and Macroeconomic Volatility: Evidence and Interpretations", *New School Economic Review*, Volume 1(1).
45. Lane, P. & Milesi-Ferretti, G. (2002). "External wealth, the trade balance, and the real exchange rate," *European Economic Review*, Elsevier, vol. 46(6), pp. 1049-1071, June.
46. Lederman, D., Mengistae, T., & Colin Xi, L. (2020). "Microeconomic Consequences and Macroeconomics Causes of Foreign Direct Investment in Southern African Economies", *Policy Research Working Paper Series 5416*, The World Bank.
47. Levine, R. (1996). "Foreign Banks, Financial Development, and Economic Growth," in *International Financial Markets: Harmonization versus Competition*, ed. by Claude E. Barfield (Washington: AEI Press).
48. Levine, R. (2002). "International Financial Liberalization and Economic Growth," *Review of International Economic*, 9.
49. Levine, R. (2004). "Finance and Growth: Theory and Evidence", National Bureau of Economic Research, Working Paper 10766, September 2004.
50. Lucas, R. E. (1988). "On the Mechanics of Economic Development", *Journal of Monetary Economics*, 22.
51. Lucas, Robert E., Jr. (1990). "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?" *American Economic Review* 80, no. 2.
52. MA: Harvard University Press, 1934.].
53. McKinnon, R. I. (1973). "Money and Capital in Economic Development", Washington, DC: Brookings Institution.
54. Meier, G. M. & D. Seers (1984). *Pioneers in Development*, New York: Oxford University Press.
55. Miller, M. H. (1998). "Financial Markets and Economic Growth", *Journal of Applied Corporate Finance*, 11.
56. Murshid, A. & Ashoka, M. (2005). "Growing up with capital flows," *Journal of International Economics*, Elsevier, vol. 65(1), pp. 249-266, January.
57. Obstfeld, M. & Alan M. Taylor (2004). *Global Capital Markets: Integration, Crisis and Growth*. New York: Cambridge University Press.
58. Obstfeld, M. (1994). "Risk-taking, Global Diversification, and Growth," *American Economic Review* 84.
59. Palley, T. (2007). "Financialization: What It Is and Why It Matters". The Levy Economics Institute, Working Paper No. 525, december.
60. Prasad, E., Rajan, R., & Subramanian, A. (2006). "Foreign Capital and Economic Growth". Research Department. IMF. August 11.

61. Prasad, E., Rogoff, K., Shang-Jin Wei & M. Kose, A. (2003). "Financial Globalization, Growth and Volatility in Developing Countries Some Empirical Evidence", Occasional Paper 220, IMF, September 9, 2003.
62. Quinn, D. & Toyoda, M. (2008). "Does Capital Account Liberalization Lead to Growth?" *Review of Financial Studies*, Vol. 21, No. 3.
63. Quinn, D. (1997). "The Correlates of Changes in International Financial Regulation," *American Political Science Review*, Vol. 91 (September).
64. Quinn, D. (2003). "Capital Account Liberalization and Financial Globalization, 1890–1999: A Synoptic View", *International Journal of Finance and Economics*, 8.
65. Rajan, R. G., & Zingales, L. (1998). "Financial Dependence and Growth." *American Economic Review* 88, no. 3.
66. Reinhart, C. & Rogoff, K. (2004). "Serial Default and the "Paradox" of Rich to Poor Capital Flows," NBER Working Papers 10296, National Bureau of Economic Research, Inc.
67. Rodrik, D. (1998). "Who Needs Capital Account Convertibility?". Princeton. *Essays in International Finance* 207, 1998.
68. Rodrik, D. (2006). "Capital Account Liberalization and Growth: Making Sense of the Stylized Facts." Remarks at the IMF Center Economic Forum: How Does Capital Account Liberalization Affect Economic Growth? Washington, November 10.
69. Stiglitz, J. (2000). "Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability", *World Development* Vol. 28, No. 6.
70. Stulz, R. (1999a). "International Portfolio Flows and Security Markets," *International Capital Flows*, ed. by Martin S. Feldstein, NBER Conference Report Series (University of Chicago Press for the National Bureau of Economic Research).
71. Stulz, R. (1999b). "Globalization of Equity Markets and the Cost of Capital," NBER Working Paper No. 7021 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
72. Summers, L. H. (2006). "Reflections on Global Account Imbalances and Emerging Markets Reserve Accumulation", L.K. Jha Memorial Lecture, Reserve Bank of India, Mumbai, India, March 24, 2006.
73. Wooldridge, J. (2001). *Introducción a la Econometría: Un Enfoque Moderno*. México: S.A. THOMSON PARANINFO.

ANEXO A

Cuadro A1. Muestra de Países No Industriales

País	Abreviatura	País	Abreviatura
Argelia	ALG	Malawi	MAW
Argentina	ARG	Malí	MAL
Bolivia	BOL	Marruecos	MLI
Brasil	BRA	Mauricio	MAU
Camerún	CAM	México	MEX
Chile	CHI	Mozambique	MAR
China	CHN	Nicaragua	MOZ
Chipre	CHIN	Nigeria	NCA
Colombia	COL	Pakistán	NGR
Corea	CRC	Panamá	PAK
Costa de Marfil	CIV	Paraguay	PAN
Costa Rica	CYP	Perú	PAR
Côte d'Ivoire	DOM	Porcelana	PER
Ecuador	ECU	Rep. Dominicana	PHI
Egipto	EGY	Ruanda	RWA
El Salvador	ESA	Senegal	SEN
Filipinas	ETH	Sierra Leona	SLE
Ghana	GHA	Singapur	SIN
Guatemala	GUA	Sri Lanka	RSA
Haití	HAI	Sur África	SRI
Honduras	HON	Tailandia	TAN
India	IND	Tanzania	THA
Indonesia	INA	Trinidad y Tobago	TRI
Irán	IRA	Túnez	TUN
Israel	ISR	Turquía	TUR
Jamaica	JAM	Uganda	UGA
Jordania	JOR	Uruguay	URU
Kenia	KEN	Venezuela	VEN
Madagascar	KOR	Zambia	ZAM
Malasia	MAD	Zimbabue	ZIM

Fuente: Muestra tomada de Prasad *et al.* (2006)

Cuadro A2. Muestra de Países de América Latina y Centro América

País	Abreviatura	País	Abreviatura
Argentina	ARG	Haití	HAI
Belice	BIZ	Honduras	HON
Bolivia	BOL	Jamaica	JAM
Brasil	BRA	México	MEX
Chile	CHI	Nicaragua	NIC
Colombia	COL	Panamá	PAN
Costa Rica	CRC	Paraguay	PAR
Cuba	CUB	Perú	PER
Dominica	DMN	Puerto Rico	TRI
Ecuador	ECU	RB Venezuela	VEN
El Salvador	ESA	Rep. Dominicana	DOM
Guatemala	GUA	Uruguay	URU
Guyana	GUY		

Cuadro A3. Países Seleccionados Modelo Econométrico

País	Abreviatura	País	Abreviatura
Argentina	ARG	Guatemala	GUA
Bolivia	BOL	Honduras	HON
Brasil	BRA	México	MEX
Chile	CHI	Paraguay	PAR
Colombia	COL	Perú	PER
Costa Rica	CRC	República Dominicana	DOM
Ecuador	ECU	Uruguay	URU
El Salvador	ESA	Venezuela	VEN

Cuadro A4. Estadísticos Descriptivos

Variable	N	Mean	Std. Dev.	Min	Max
g	480	0.0090521	0.0607593	-0.9288431	0.1613529
ly	464	8.775981	0.4292349	7.917038	9.819016
lesc	480	0.4633344	0.4287932	-0.5844722	1.296807
bg	397	-0.0237647	0.0507911	-0.4122077	0.1411573
dlp	473	-0.0278635	0.7457891	-3.749957	2.692287
smvt	280	0.0350382	0.0534498	0.0000359	0.3697362
crepriv	476	0.313632	0.1752913	0.087718	1.346438
i	480	0.2014051	0.0481578	0.098542	0.376308
scf	464	0.9095703	0.4039034	0.1961446	3.026814
sci	464	0.6955896	0.2979167	0.1461762	1.889966
fc	479	0.0202226	0.0329047	-0.3516632	0.3413321
cin	479	0.0250811	0.0357601	-0.3516632	0.3908138
fied	480	0.0209171	0.0207361	-0.024989	0.121967
sied	464	0.1912192	0.1520341	0.01424	0.91583

Cuadro A5. Matriz de Correlación

Variable	g	ly	lesc	bg	dlp	smvt	crepriv	i	scf	sci	fc	cin	fied	sied
g	1													
ly	0.1518	1												
lesc	0.2175	0.0607	1											
bg	0.1807	0.2577	0.1395	1										
dlp	-0.294	0.0218	-0.0507	-0.006	1									
smvt	0.1987	0.4426	0.1888	0.3696	-0.055	1								
crepriv	-0.0063	0.1751	0.0238	0.1551	0.1181	0.2978	1							
i	0.1148	0.2439	0.1353	0.1332	0.0508	0.0631	-0.0149	1						
scf	0.1408	0.2338	0.3961	0.109	0.0028	0.0000	0.1198	-0.1778	1					
sci	0.098	-0.0403	0.5015	0.0278	-0.0137	-0.036	0.1097	-0.1681	0.9011	1				
fc	0.1394	0.0081	0.0392	-0.1976	-0.1626	0.1077	0.0331	-0.046	-0.0014	0.0017	1			
cin	0.1715	0.1651	0.1679	-0.1075	-0.1504	0.2319	0.1658	-0.0496	0.1706	0.1176	0.927	1		
fied	0.2063	0.0709	0.4126	-0.0229	-0.1158	0.2104	0.2359	0.0367	0.4148	0.4689	0.4416	0.5551	1	
sied	0.1745	0.1976	0.5287	0.1626	-0.0326	0.2256	0.3169	-0.0625	0.6876	0.699	0.0132	0.2359	0.6253	1

Cuadro A6. Prueba de Sargan y Basman para Restricciones Sobreidentificadas IFI

Sargan (score) $\chi^2(7) = 8.40291$ ($p = 0.2984$)
Basman $\chi^2(7) = 5.75249$ ($p = 0.5689$)
H0: Sobreidentificación de las Restricciones son Válidas

No rechazar la Hipótesis Nula al 0.05 si $p > 0.05$. Se concluye que la sobreidentificación de las restricciones es válida.

Cuadro A7. Prueba de Sargan para Restricciones Sobreidentificadas IFI

$\chi^2(3) = 3.822668$
Prob $> \chi^2 = 0.2813$
H0: Sobreidentificación de las Restricciones son Válidas

No rechazar la Hipótesis Nula al 0.05 si $p > 0.05$. Se concluye que la sobreidentificación de las restricciones es válida.

Cuadro A9. Prueba Arellano-Bond para Autocorrelación de Orden Cero en las Primeras Diferencias del Término de Error (IFI).

Orden	z	Prob>z
1	-1.901	0.0573*
2	-.54356	0.5867
H0: no autocorrelación		

La hipótesis nula es rechazada al nivel de 0.05 si $p < 0.05$. * Significativa entre el 5% y 10%.

Cuadro A10. Prueba de Sargan y Basman para Restricciones Sobreidentificadas IED

Sargan (score) $\chi^2(7) = 8.45222$ ($p = 0.2068$)
Basman $\chi^2(7) = 6.43004$ ($p = 0.3768$)
H0: Sobreidentificación de las Restricciones son Válidas

No rechazar la Hipótesis Nula al 0.05 si $p > 0.05$. Se concluye que la sobreidentificación de las restricciones es válida.

Cuadro A11. Prueba de Sargan para Restricciones Sobreidentificadas IED

$\chi^2(3) = 5.436622$
Prob $> \chi^2 = 0.1425$
H0: Sobreidentificación de las Restricciones son Válidas

No rechazar la Hipótesis Nula al 0.05 si $p > 0.05$. Se concluye que la sobreidentificación de las restricciones es válida.

Cuadro A12. Prueba Arellano-Bond para Autocorrelación de Orden Cero en las Primeras Diferencias del Término de Error (IFI).

Orden	z	Prob>z
1	-2.4716	0.0135 *
2	0.29886	0.7651
H0: no autocorrelación		

La hipótesis nula es rechazada al nivel de 0.05 si $p < 0.05$. * Significativa al 5%.

Cuadro A13. Prueba de Sargan y Basman para Restricciones Sobreidentificadas (IFI México)

Sargan (score) $\chi^2(7)=11.7615$ ($p = 0.1087$)
Basman $\chi^2(7) = 6.17464$ ($p = 0.5195$)

La hipótesis nula es rechazada al nivel de 0.05 si $p < 0.05$. * Significativa al 5%.

Cuadro A14. Prueba de Sargan y Basman para Restricciones Sobreidentificadas (IED México)

Sargan (score) $\chi^2(7)=11.7615$ ($p = 0.1087$)
Basman $\chi^2(7) = 6.17464$ ($p = 0.5195$)

La hipótesis nula es rechazada al nivel de 0.05 si $p < 0.05$. * Significativa al 5%.

Cuadro A9. Medidas y Datos de Integración Financiera Internacional

Medida de IFI	Concepto	Fuente de Información
Acervo de los Flujos de Capital (SCF)	Se refiere al saldo acumulado de activos y los pasivos de la IED y los flujos de portafolio como proporción del PIB (Lane y Milesi-Ferretti, 2002). Se exploran los activos más los pasivos, dado que los conceptos teóricos de la apertura incluyen, por un lado, la capacidad de los extranjeros para invertir en un país, y por el otro, la capacidad de los residentes de invertir en el extranjero. También se precisan los componentes y medidas del Acervo de los Flujos de Capital, es decir, el acervo acumulado de IED y de portafolio, respectivamente. Esta medida se utiliza en el tiempo para estudiar la relación entre la IFI y el crecimiento económico. La principal ventaja de medir el acervo acumulado de la IED y de portafolio es que los valores de los flujos se acumulan sobre un largo período y no varía mucho con los cambios a corto plazo provenientes de las políticas económicas (Edison, Levine <i>et al.</i> , 2002, pp. 7).	Lane y Milesi-Ferretti (2002) e International Financial Statistics (IFS).
Flujos de Capital (FC)	Son igual a las entradas y salidas de la IED y la inversión de portafolio como porcentaje del PIB, es decir, los flujos netos de ambos tipos de capital. Kraay (1998) utiliza este indicador para medir la apertura de la cuenta de capital. Resulta importante medir tanto las entradas como las salidas de capital para la creación de un <i>proxy</i> de la IFI.	Lane y Milesi-Ferretti (2002) e International Financial Statistics (IFS)
Acervo Acumulado de las Entradas de Capital (SCI)	Representa el volumen acumulado de los inlfujos de capital de la IED y la inversión de portafolio como porcentaje del PIB. Por lo tanto, es el acervo de pasivos externos de un país como porcentaje del PIB (Lane y Milesi-Ferretti, 2002). Este indicador excluye a las salidas de capital y se utiliza como una medida sobre las entradas de capital que tienden a significar una parte importante para el crecimiento económico en los países en desarrollo.	Lane y Milesi-Ferretti (2002) e International Financial Statistics (IFS)
Entradas de Capital (CIN)	Se refieren a la IED y la inversión de portafolio como porcentaje del PIB y, a diferencia de los flujos de capital, estos excluyen las salidas de capital.	International Financial Statistics (IFS)