

¿Al compás?

Los hechos no revelan una creciente sincronización entre las economías mundiales

*Robin Brooks, Kristin Forbes, Jean Imbs
y Ashoka Mody*

LA GLOBALIZACIÓN está estrechando los vínculos entre las economías mundiales, sobre todo a través de los mercados de capital y las corrientes comerciales, hecho que lleva a plantearse si la actual formulación de políticas requiere una coordinación internacional o si es prudente que quede limitada al ámbito nacional. Estos interrogantes pasaron a primer plano cuando, a principios de 2000, una década de crecimiento económico cedió al enfriamiento simultáneo de las economías del G-7 (Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y el Reino Unido).

Lo que más interesa es saber en qué medida el enfriamiento se debió a una sacudida mundial que afectó simultáneamente a estas economías o a sacudidas internas que cruzaron fronteras con más rapidez. Como son poco frecuentes y tienen efectos pasajeros, las sacudidas de la economía mundial no son tan preocupantes. En cambio, las economías nacionales sufren conmociones constantes y si se produce una transmisión transfronteriza más rápida, pueden entrar en un comovimiento permanente y perder capacidad para resolver la propia situación. Ese comovimiento, ¿es la consecuencia pasajera de una sacudida mundial o es un síntoma permanente de un estrechamiento de vínculos que está causando un acercamiento de las economías y, por ende, de sus políticas?

Los estudios hacen una distinción entre la sincronización de los mercados financieros y la que ocurre en la economía "real" (como la producción de

bienes y servicios medida como PIB) y han concluido que la intensificación del comovimiento es relativamente clara y homogénea en los mercados financieros, pero no así en la economía real. Aunque gran parte del tiempo los precios bursátiles se muevan en paralelo en las economías avanzadas, el grado de sincronización en la economía real es sustancialmente menor.

Diferentes perspectivas

No es sencillo medir el comovimiento, y las cifras se pueden mirar desde varios ángulos. Los gráficos 1 y 2 muestran que las correlaciones bursátiles entre Estados Unidos y otros mercados avanzados y emergentes, respectivamente, suelen ser más estrechas que las del PIB. Pese a que el comovimiento financiero se intensificó en la década pasada, sobre todo en los precios bursátiles dentro del G-7, no está claro si las correlaciones entre variables reales (como el aumento del PIB) han aumentado con el correr del tiempo; es posible que en el G-7 se hayan incrementado —junto con las financieras— a fines de los años noventa, pero aun entonces eran más débiles que a comienzos de la década. En los mercados emergentes, las correlaciones financieras son menos fuertes, pero aun así aumentan sin pausa.

El incremento de las correlaciones financieras en los años noventa está vinculado a una mayor apertura financiera. Como muestra el gráfico 3, el incremento de la apertura comercial fue pequeño, pero mucho mayor el de la apertura financiera (medida como el volumen de activos y pasivos internacionales que tiene



un país en relación con su PIB). En el gráfico 4 se puede ver que las tenencias bursátiles transfronterizas también se multiplicaron esa década, lo que implica una reducción de la preferencia por títulos de cartera nacional. La causa principal fue una apertura continua de las cuentas de capital internacionales.

Las políticas de mayor apertura impulsaron un fuerte aumento de las corrientes de capital y estrecharon las correlaciones financieras. Aun así, los economistas difieren en la interpretación de los datos de la economía real; y aun en el caso de los mercados financieros la burbuja tecnológica de los años noventa puede haber distorsionado el grado de correlación. Haciendo diferentes interpretaciones de los gráficos 1 y 2, varios autores han concluido que en el sector real el comovimiento aumentó, no cambió o disminuyó. No es de sorprender: según la teoría, la relación de comovimiento entre el mercado real y el financiero dista de estar clara. El gráfico 5 la ilustra con una variedad de efectos directos e indirectos entre la integración financiera, la integración real y la especialización. A la vez, documenta la posibilidad de que, por ejemplo, la integración financiera tenga efectos compensatorios en el comovimiento real, lo que explicaría la ausencia de una respuesta marcada de las variables reales a la integración financiera.

Explicaciones divergentes

Entre las explicaciones de la intensificación del comovimiento en el sector real, se destacan dos: la integración del comercio y las tendencias de especialización. Las economías nacionales suelen moverse en sincronía con los socios comerciales importantes, exportando recesiones y expansiones. Los países y las regiones con actividades económicas parecidas también se exponen a fenómenos económicos parecidos, incluso los de alcance mundial, como el vaivén del precio del petróleo. Sin embargo, gracias a la integración financiera los países pueden diversificar los patrones de consumo sin tener que diversificar la producción, lo que permite una mayor especialización económica, aminorando el comovimiento en el sector real. Por el contrario, si los inversionistas actúan “en manada”, el capital circulará en corrientes internacionales parecidas y se intensificará el comovimiento real. Por lo tanto, el efecto de la integración financiera sobre el comovimiento real es ambiguo.

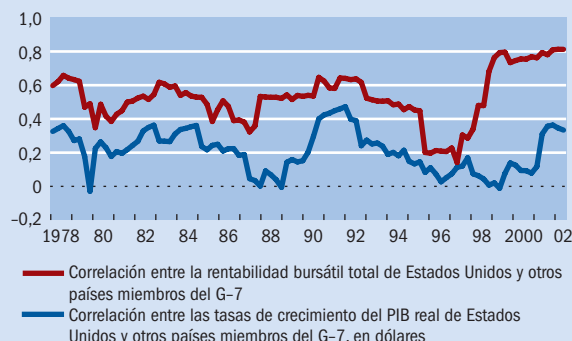
Pero eso no es todo: existe una relación compleja entre la integración comercial, la integración financiera y la especialización (gráfico 5). Al igual que la integración financiera, la apertura comercial permite a las economías especializarse en industrias que ofrecen una ventaja comparativa. Por ende, tanto la integración financiera como la comercial pueden moderar indirectamente el comovimiento real mediante su influencia sobre el grado de especialización, aun cuando tengan efectos directos positivos. En la práctica varía el efecto dominante, pero la presencia de estos fenómenos compensatorios puede explicar la aparente falta de tendencias claras en el comovimiento real, aun cuando no hay duda de que la integración financiera ha aumentado. Esto implica también que las políticas comerciales y financieras pueden ejercer efectos ambiguos sobre la globalización de los ciclos económicos.

Por último, el gráfico 5 ilustra la simultaneidad con que pueden moverse el mercado financiero y el real cuando la

Gráfico 1

¿Sincrónica...

El comovimiento bursátil dentro del G-7 se agudizó profundamente a fines de los años noventa, aunque el grado de sincronización entre los ciclos económicos nacionales se ha mantenido más o menos estable.



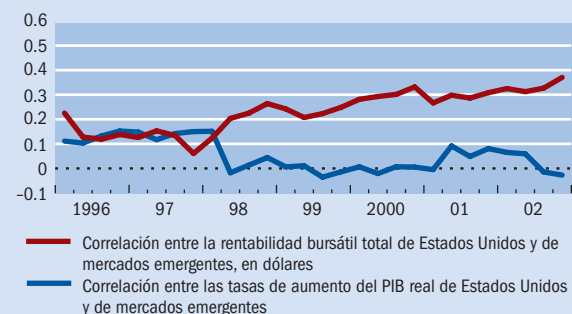
Fuentes: DataStream (rentabilidad bursátil total), y FMI, base de datos de *Perspectivas de la economía mundial* (PIB real).

Nota: Correlación entre cada país miembro del G-7 y Estados Unidos calculada en un quinquenio móvil con datos trimestrales desde el primer trimestre de 1974 hasta el cuarto trimestre de 2002. La correlación expuesta es el promedio de todas las correlaciones de pares correspondientes al trimestre en cuestión.

Gráfico 2

... y armónicamente?

Algo parecido sucede en los mercados emergentes, cuyas correlaciones bursátiles también han aumentado, mientras que el comovimiento en el sector real se ha mantenido estable.



Fuentes: DataStream (rentabilidad bursátil total), y FMI, base de datos de *Perspectivas de la economía mundial* (PIB real).

Nota: Correlación calculada en un quinquenio móvil con datos trimestrales desde el primer trimestre de 1991 hasta el cuarto trimestre de 2002. Los datos sobre mercados emergentes provienen de Argentina, Brasil, Chile, Indonesia, Malasia, México, Singapur, Tailandia y la provincia china de Taiwan. La correlación expuesta es el promedio de todas las correlaciones de pares correspondientes al trimestre en cuestión.

economía mundial sufre una sacudida o cuando un hecho significativo, como el nacimiento de una tecnología, afecta a todos los países. Las burbujas bursátiles, que se forman cuando las expectativas de los inversionistas no corresponden a realidades económicas fundamentales, son una forma de conmoción mundial. Sin embargo, éstas suelen tener mayormente efectos pasajeros y su impacto en el comovimiento real y financiero no es duradero.

Explicación de las tendencias recientes

Es difícil determinar empíricamente si el reciente aumento del comovimiento financiero está limitado a ese mercado o está vinculado a la economía real, ya que los mercados financieros

son mucho más volátiles que la actividad económica que les sirve de fundamento. Aun así, se perfila una respuesta.

Brooks y del Negro han analizado el vínculo entre el comovimiento bursátil internacional y la escala internacional a la que funcionan las empresas. Utilizando datos a nivel de empresa sobre la rentabilidad bursátil y variables derivadas de los balances, descubrieron un efecto llamativamente grande. Si una empresa agrega un 10% al componente internacional de sus ventas, el riesgo al que queda expuesta la rentabilidad de sus acciones aumenta un 2% frente a una conmoción mundial y se reduce un 1,5% frente a una conmoción nacional interna. Según los autores, esta relación se ha estrechado desde mediados de los años ochenta. El estudio sugiere que el incremento reciente del comovimiento entre mercados bursátiles nacionales está reflejado en la economía real y confirma que, a escala regional, el aumento del comovimiento bursátil está dado por reformas institucionales, tales como la UEM.

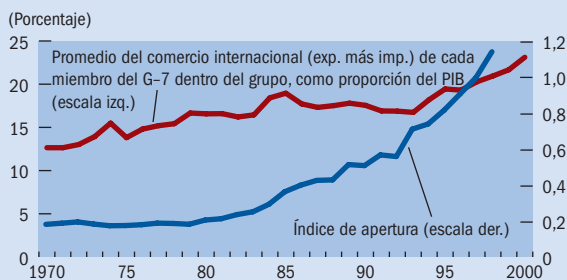
Forbes y Chinn también han encontrado una relación entre las variables reales y la rentabilidad financiera. Neutralizando las conmociones mundiales y sectoriales, aislaron el grado de movimiento sincronizado de los precios de los activos en pares de países y luego relacionaron estos comovimientos con vínculos laterales comerciales y financieros. Su conclusión es que los vínculos entre países no fueron determinantes importantes de las fluctuaciones bilaterales de los precios de los activos sino hasta la segunda mitad de la última década; concretamente, en ese período los vínculos comerciales fueron un determinante significativo de los comovimientos de la renta fija y variable, más que los vínculos por inversión extranjera directa y otras corrientes financieras.

Hay por ende indicios de que los comovimientos reales y financieros están relacionados, con una intensidad que varía con el tiempo. Imbs, autor del análisis del gráfico 5, sostiene

Gráfico 3

Más apertura

El mayor comovimiento financiero responde a un aumento drástico de la apertura financiera; la integración comercial ha aumentado a paso mucho más lento.



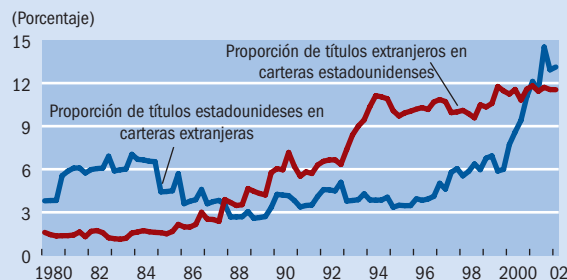
Fuentes: Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos y cálculos de los autores.

Nota: El índice de apertura representa el total de activos externos más el total de pasivos externos, como proporción del PIB, según la definición de Lane y Milesi-Ferretti (2001). El comercio internacional se calculó con datos anuales desde 1970 hasta 2000 y el índice de apertura, con datos anuales desde 1970 hasta 1998.

Gráfico 4

Más aventura

La agudización del comovimiento financiero también está vinculada a un aumento sustancial de las tenencias bursátiles transfronterizas en los años noventa, lo que implica una reducción de la preferencia por títulos de carteras nacionales.



Fuente: Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos.
Nota: Las proporciones están calculadas en base a datos trimestrales desde el primer trimestre de 1980 hasta el primer trimestre de 2002.

que la integración financiera intensifica el comovimiento real, aunque también propicia la especialización. Imbs confirma que la correlación es más fuerte entre socios comerciales y economías con tendencias sectoriales de producción parecidas. Por ende, la falta de certidumbre en cuanto al aumento del comovimiento real podría deberse simplemente a la compleja interacción de factores compensatorios: integración financiera, integración comercial y especialización.

Los orígenes de las sacudidas mundiales

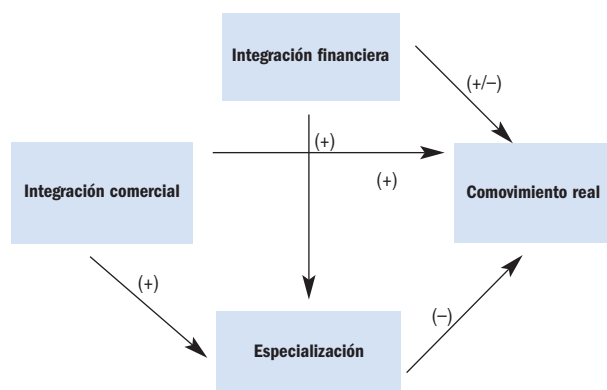
Las conmociones económicas pueden variar en impacto y duración. Su causa puede ser una variación abrupta de la relación de intercambio o efectos de arrastre de los problemas internos de una economía importante. Kose, Otrok y Whiteman han estimado su importancia durante el siglo pasado para aislar sus orígenes. Los resultados hacen pensar que si bien las fluctuaciones de los precios del petróleo fueron un desencadenante de peso en la década de los setenta, un causal más reciente ha sido el parecido entre las políticas monetarias y fiscales nacionales.

Otra causa del aumento del comovimiento podría ser la convergencia de ciertas facetas institucionales, sobre todo la evolución de la reglamentación financiera internacional, como las obligaciones de capitalización adecuada y las normas contables. Según Li, Morck, Yang y Yeung, por ejemplo, una mayor apertura de la cuenta de capital crea presión a favor de la transparencia y reduce la influencia del factor país sobre la fluctuación bursátil.

Otros factores que podrían promover el comovimiento son la aceleración del aumento de la productividad y la difusión de las innovaciones, como la tecnología de la información de los años noventa. Sin embargo, al examinar los aceleradores del comovimiento, es difícil distinguir entre un incremento generalizado de la productividad y una burbuja financiera. No cabe duda de que en la década pasada el aumento que registró el comovimiento financiero y el estrechamiento de su vínculo con las variables reales surgieron por una combinación de un verdadero aumento de la productividad y una burbuja financiera.

La red de vínculos

Los efectos de la creciente integración financiera sobre el comovimiento de la economía real son complejos. Los vínculos son ambiguos porque la integración de los mercados de capital puede permitirles a los países una mayor especialización económica, reduciendo el comovimiento real. Pero si los inversionistas actúan “en manada”, las corrientes de capital pueden seguir tendencias parecidas hacia países con características muy diferentes, lo que aumenta el comovimiento real.



Fuente: Jean Imbs, 2003.

El porqué de las burbujas

Las burbujas son una posibilidad que las autoridades no pierden de vista. Los mercados financieros pueden tomar vida propia si se forman burbujas de varios años de duración; e incluso las más cortas pueden tener consecuencias graves. Las crisis financieras que cruzan fronteras pueden producir sustanciales pérdidas socioeconómicas. Kaminsky y Reinhart se plantearon un aspecto de ese fenómeno al estudiar las fluctuaciones extremas —positivas y negativas— de los mercados financieros, y llegaron a la conclusión de que suelen quedar limitadas a una región. Sin embargo, cuando se producen en un mercado emergente y se reproducen en centros financieros importantes, hay más probabilidades de contagio a escala mundial.

Griffin, Nardari y Stulz también han estudiado el impacto que tienen sobre los mercados de capital nacionales las fluctuaciones bursátiles registradas en economías emergentes

y desarrolladas. Su conclusión es que el comportamiento observado de las corrientes financieras no encaja con los modelos teóricos basados en mercados financieros perfectos e inversionistas que conocen la verdadera distribución de la rentabilidad bursátil. Desde la perspectiva de los mercados emergentes, las entradas de capital suelen ser voluminosas cuando la rentabilidad bursátil mundial es inesperadamente elevada, mientras que las salidas de capital accionario pueden ser cuantiosas aun cuando no varían las variables económicas fundamentales.

Conclusiones

Obviamente, el comovimiento financiero aumentó durante los años noventa a medida que se engrosaron las corrientes de capital. Algunos hechos indican que el comovimiento entre el sector real y el financiero se debe a estímulos mutuo, pero no siempre ha habido sincronización. Recién se comienza a comprender estas relaciones. También resulta difícil predecir tendencias porque la aguda intensificación del comovimiento en los años noventa se debió en parte a una burbuja y, por ende, deberá disminuir. Aun así, la integración de los mercados financieros es elevada, y una conmoción en los más grandes continuará sacudiendo a los demás. Las autoridades seguirán esforzándose por encontrar la manera de responder a movimientos negativos del sector real y financiero en el extranjero. La globalización es un concepto analítico vago del que se suele abusar. Con la atención centrada en los determinantes económicos e institucionales del comovimiento mundial y regional, podría surgir una comprensión más estructurada de los complejos e interesantes cambios que se están produciendo. ■

Robin Brooks es economista en el Departamento de Estudios del FMI; Kristin Forbes es profesora adjunta de Administración Internacional en la MIT-Sloan School of Management; Jean Imbs es profesor adjunto de Economía en la London Business School, y Ashoka Mody es Jefe de división en el Departamento de Estudios del FMI. El artículo está basado en material presentado en una conferencia sobre vínculos mundiales organizada por el FMI (30–31 de enero de 2003).

Bibliografía:

Brooks, Robin y Marco Del Negro, 2002, “International Stock Returns and Market Integration: A Regional Perspective”, IMF Working Paper 02/202 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

———, 2003, “Firm-Level Evidence on International Stock Market Comovement”, IMF Working Paper 03/55 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Lane, Philip y Gian Maria Milesi-Ferretti, 2001, “Long-term Capital Movements”, IMF Working Paper 01/107 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Los documentos citados a continuación están disponibles en el sitio de Global Linkages: <http://web.mit.edu/kjforbes/www/GL-Website/index.htm>

Forbes, Kristin y Menzie Chinn, 2003, “A Decomposition of Global Linkages in Financial Markets Over Time.”

Griffin, John, Federico Nardari y René Stulz, 2003, “Are Daily Cross-Border Equity Flows Pushed or Pulled?”

Imbs, Jean, 2003, “Trade, Finance, Specialization, and Synchronization.”

Kaminsky, Graciela y Carmen Reinhart, 2003, “The Center and the Periphery: The Globalization of Financial Turmoil.”

Kose, M. Ayhan y Christopher Otrok, 2003, “Understanding the Evolution of World Business Cycles.”

Li, Kan, Randal Morck, y Fan Yang, 2003, “Time Varying Synchronicity in Individual Stock Returns: A Cross-Country Comparison.”

Rouwvenhorst, K. Geert, William Goetzmann y Lingfeng Li, 2003, “Long-Term Global Market Correlations.”