

Els reptes de la globalització financera

Des dels anys vuitanta, el món ha estat testimoni d'un procés de globalització financera sense precedents, com ho il·lustra, per exemple, l'important augment dels fluxos de capital que s'ha produït tant als països avançats com als emergents. En els últims anys, a més a més, paral·lelament a l'acceleració dels fluxos financers, s'ha produït un seguit de canvis notables que obliguen a pensar quins són els reptes que aquesta nova etapa de globalització financera comporta. Per ordenar una qüestió àmplia i complexa, en el present article es presenten, en primer lloc, aquests canvis, per després proporcionar una visió de conjunt de les conseqüències econòmiques i financeres que poden comportar.

Un punt de partida natural és plantejar-se quins són els beneficis que comporta una major integració financera global. En general, la globalització financera aporta importants beneficis a l'activitat econòmica.¹ En concret, l'obertura financera, a més de donar suport al comerç internacional, propicia que l'assignació global del capital sigui més eficient i proporciona oportunitats per diversificar els riscos i obtenir retorns més elevats.² L'augment del comerç internacional dels últims anys, per tant, ha continuat afavorint que la globalització financera també prosseguís. Malgrat tot, això ha anat acompanyat d'un canvi molt notable, que l'ha impulsat encara més: la interconnexió creixent de la política monetària a nivell mundial, que ha atorgat un protagonisme renovat a les entitats financeres globals. Tot plegat introdueix complexitat en la forma com opera la globalització financera.

Així, i pel que fa al primer d'aquests desenvolupaments, es constata que, arran dels canvis que ha experimentat la política monetària en el context de la resposta dels països avançats a la Gran Recessió (amb l'extensió de l'expansió monetària a cotes amb escassos precedents històrics), els *spillovers* entre els bancs centrals principals i els de la perifèria s'han incrementat.³ Una de les conseqüències d'aquesta dinàmica és que limita la capacitat de les autoritats monetàries de les economies més petites a l'hora de dur a terme una política monetària coherent amb les necessitats domèstiques. D'aquesta manera, quan les condicions financeres globals es tornen més acomodaticies, per exemple després d'una reducció del tipus d'interès per part de la Fed dels EUA, se solen produir fortes entrades de capital en les economies amb una política monetària més restrictiva. Aquestes entrades de capital poden acabar relaxant les condicions financeres del país més enllà del desitjable, poden sobreescalfar l'economia i poden generar desequilibris macrofinancers.

El temor, expressat en nombroses ocasions pel Banc de Pagaments Internacionals (BPI), és que aquest mecanisme de transmissió sigui especialment rellevant en la conjuntura actual, atès que les mesures de política monetària no convencionals dutes a terme pels bancs centrals de les principals economies avançades des de la crisi financera han generat una abundància important de liquiditat a nivell global, la qual s'ha dirigit cap a altres economies a la recerca de retorns més elevats. Ara que el to de la política monetària dels principals bancs centrals comença a canviar, amb el procés de normalització monetària en marxa als EUA i a Europa, algunes economies emergents es podrien veure en un compromís si aquest procés no es du a terme de forma molt gradual.⁴

El major protagonisme de les entitats financeres globals és el segon dels desenvolupaments destacats de l'actual etapa de globalització financera. Aquestes institucions financeres globals operen en molts països del món mitjançant sucursals i filials i, a través d'aquesta presència internacional, poden obtenir recursos als principals centres financers mundials amb unes condicions creditícies més favorables –ja que poden aconseguir finançament directament del banc central i emetre instruments financers a inversors privats a un cost més baix– i distribuir aquests recursos en altres economies o oferir liquiditat a altres bancs mitjançant el mercat interbancari. Així, la política monetària duta a terme pels principals bancs centrals incideix sobre l'oferta de crèdit, i, ja que aquestes institucions realitzen, en ocasions, una presa de risc global, tot plegat propicia que les condicions financeres de les principals economies avançades es transmetin a la resta de països.

Les conseqüències d'aquests canvis institucionals són múltiples, però les dues principals fan referència al major grau de sincronització dels moviments de capitals i a l'expansió de l'ús de «monedes fortes». Pel que fa a la primera conseqüència, deriva directament del canvi de la política monetària i de la major importància dels *spillovers* globals. Així, en els últims anys, ha augmentat la importància del que s'anomena, en la literatura, el cicle financer global. Malgrat que l'estimació empírica de l'abast del fenomen no és senzilla, hi ha evidència que el factor comú, o global, que determina l'evolució dels fluxos globals de capitals és important i que també afecta aspectes com la dinàmica dels retorns d'actius de risc globals.⁵

1. Banc de Pagaments Internacionals (2017), «Understanding Globalization», 87th Annual Report.

2. El desenvolupament de la globalització també és degut a altres motius: en especial, els canvis polítics que la permeten (per la via dels canvis normatius i de regulació) i la tecnologia que proporciona la base instrumental per moure els capitals de forma ràpida i a baix cost.

3. Sobre la qüestió, vegeu el Dossier «La globalització de la política monetària», a l'IM09/2016.

4. Vegeu el Focus «Creixement als emergents i condicions financeres globals: una relació compromesa», a l'IM05/2018.

5. Sobre aquest tema, vegeu, per exemple, Miranda-Agrippino, S. i Rey, H. (2015). «US Monetary Policy and the Global Financial Cycle», NBER Working Paper, 21.722, i Cerutti, E., Claessens, S. i Rose, A. (2017), «How important is the Global Financial Cycle? Evidence from capital flows», BIS Working Paper, 661.

La segona conseqüència és el canvi en l'ús de divises globals –en particular, el dòlar nord-americà–⁶ com a mitjà de pagament a tot del món i com a font de finançament. Es tracta, en gran part, del resultat dels incentius que ofereix per als prestataris l'accés a finançament internacional abundant i en condicions financeres atractives (en particular, un tipus d'interès baix). Aquesta dinàmica propicia que les «monedes fortes» juguin un paper central en la determinació de les condicions financeres d'altres països. I, ja que les autoritats monetàries, incloses les que emeten aquestes monedes, tendeixen a centrar-se en les condicions domèstiques a l'hora d'implementar les seves polítiques, poden acabar afavorint un augment dels desequilibris macrofinancers més enllà de les fronteres del seu país si els cicles econòmics entre unes economies i les altres no coincideixen.

Així, quan en un país es produeixen forts augments de deute mitjançant finançament en moneda estrangera forta –amb unes condicions financeres més favorables–, la veritat és que aquesta pràctica empeny el prestatari a assumir un risc de tipus de canvi del que difícilment es pot cobrir. De fet, en els últims anys, en un context de polítiques monetàries ultracomodatícies als països avançats, sembla que aquesta exposició ha augmentat de forma considerable. En concret, el crèdit denominat en dòlars del sector no financer als mercats emergents s'ha duplicat amb prou feines en vuit anys.⁷ Així mateix, segons dades del BPI, el crèdit denominat en euros a no residents ha augmentat el 34% en els quatre últims anys, fins als 3,1 bilions d'euros. No és estrany, per tant, que, ara que els principals bancs centrals han començat a canviar el to de la política monetària i que les divises emergents s'han depreciat de forma notable, el risc de tipus de canvi sigui un dels principals riscos als quals s'enfronten molts països emergents.

Atesos els canvis institucionals, i les seves potencials conseqüències, sembla clar que, per poder aprofitar els beneficis de la globalització financera, és important comptar amb les eines necessàries que permetin mitigar els riscos que hem anat desgranant. Per aquest motiu, és imprescindible la implementació de polítiques domèstiques que millorin la capacitat d'absorbir els *shocks* de l'economia, que la facin menys susceptible a factors globals i que evitin l'acumulació de desequilibris macrofinancers.

Entre aquestes polítiques, destaquen les prudencials,⁸ que poden ajudar a salvaguardar l'estabilitat financera, ja que incrementen la fortalesa del sector financer i redueixen la prociclicitat dels fluxos de crèdit.

També és essencial una cooperació internacional efectiva que complementi les polítiques domèstiques i que ajudi a gestionar els riscos associats a una major interconnexió financera a nivell global. Per aquest motiu, és necessari consolidar un marc regulador i de supervisió macrofinancera global que contribueixi a la prevenció de futures crisis. Així mateix, és cada vegada més necessari millorar la coordinació internacional de la política econòmica i, en especial, de la monetària.

Des de la crisi financera del 2008, s'han fet esforços considerables en les dues direccions. En particular, per exemple, s'han introduït reformes reguladores centrades en l'augment de la resiliència dels bancs que operen a nivell internacional, i que són una peça clau de la intermediació financera global.⁹ També s'ha intentat millorar la cooperació de la política macroeconòmica i financera a nivell global en resposta a la crisi financera.¹⁰

De tota manera, hi ha un ampli recorregut per continuar avançant en la discussió i en l'avaluació dels efectes de les polítiques monetàries i macrofinanceres dels principals centres financers mundials en altres països. Això es podria fer mitjançant una institució com l'FMI o el BPI, que podria facilitar una major coordinació entre els principals bancs centrals.

En definitiva, la globalització financera s'ha convertit en un pilar important en el desenvolupament de l'economia global, però ha de tenir el suport d'un marc regulador i d'unes polítiques que ajudin a contenir els riscos inherents a aquesta major interconnexió.

Roser Ferrer
CaixaBank Research

6. De fet, segons les dades del Banc de Pagaments Internacionals, el dòlar s'utilitza per denominar gairebé la meitat de les reclamacions bancàries transfrontereres i figura en el 90% de les transaccions en divisa estrangera.

7. En concret, el crèdit total (préstecs i títols de deute) denominat en dòlars al sector no financer en mercats emergents va assolir els 3,68 bilions de dòlars (3,68 trilions nord-americans) en el 1T 2018, enfront dels 1,82 bilions del començament del 2010. Dades del Banc de Pagaments Internacionals, *global liquidity indicators*.

8. Les polítiques prudencials engloben les mesures que promouen les bones pràctiques i propicien que els agents actuïn amb precaució davant els riscos potencials. Alguns exemples són la imposició de requisits de capital addicionals a les entitats financeres davant els *shocks* o les restriccions en les activitats de les entitats financeres.

9. Per exemple, s'han introduït estàndards més estrictes de capital bancari i de liquiditat, tests d'estrès regulars i una major supervisió bancària externa.

10. En particular, els països del G-20 van coordinar la resposta a la crisi mitjançant el Financial Stability Board i l'FMI va reforçar els mecanismes de supervisió multilateral.