# Los retos de la globalización financiera

Desde los años ochenta, el mundo ha sido testigo de un proceso de globalización financiera sin precedentes como ilustra, por ejemplo, el importante aumento de los flujos de capital que se ha producido tanto en los países avanzados como en los emergentes. En los últimos años, además, junto a la aceleración de los flujos financieros se han producido una serie de cambios notables que obligan a pensar cuáles son los retos que esta nueva etapa de globalización financiera comporta. A fin de ordenar una cuestión amplia y compleja, en el presente artículo se presentan, en primer lugar, dichos cambios, para después proporcionar una visión de conjunto de las consecuencias económicas y financieras que pueden conllevar.

Un punto de partida natural es plantearse cuáles son los beneficios que comporta una mayor integración financiera global. En general, la globalización financiera conlleva importantes beneficios para la actividad económica.[1] Concretamente, la apertura financiera, además de apoyar el comercio internacional, contribuye a que la asignación global del capital sea más eficiente, a la vez que proporciona oportunidades para diversificar los riesgos y obtener mayores retornos.[2] El aumento del comercio internacional que se ha producido en los últimos años, por tanto, ha seguido favoreciendo que la globalización financiera también prosiguiera. Sin embargo, ello ha ido acompañado por un cambio muy notable, y que la ha impulsado todavía más: la creciente interconexión de la política monetaria a nivel mundial, y que ha dado renovado protagonismo a las entidades financieras globales. Todo ello introduce complejidad en la forma que opera la globalización financiera.

Así, y por lo que se refiere al primero de estos desarrollos, se constata que, a raíz de los cambios que ha experimentado la política monetaria en el contexto de la respuesta de los países avanzados ante la Gran Recesión (con la extensión de la expansión monetaria a cotas con escasos precedentes históricos), los *spillovers* entre los bancos centrales principales y los de la periferia se han incrementado.[3] Una de las consecuencias de esta dinámica es que limita la capacidad de las autoridades monetarias de las economías más pequeñas a llevar a cabo una política monetaria acorde con las necesidades domésticas. De este modo, cuando las condiciones financieras globales se vuelven más acomodaticias, por ejemplo tras una reducción del tipo de interés por parte de la Fed de EE. UU., se suelen producir fuertes entradas de capital en aquellas economías con una política monetaria más restrictiva. Estas entradas de capital pueden acabar relajando las condiciones financieras del país más allá de lo deseable y, así, sobrecalentar la economía y generar desequilibrios macrofinancieros.

El temor, expresado en numerosas ocasiones por el Banco de Pagos Internacionales (BPI), es que este mecanismo de transmisión sea especialmente relevante en la coyuntura actual, dado que las medidas de política monetaria no convencionales llevadas a cabo por los bancos centrales de las principales economías avanzadas desde la crisis financiera han generado una importante abundancia de liquidez a nivel global, la cual se ha dirigido hacia otras economías en búsqueda de mayores retornos. Ahora que el tono de la política monetaria de los principales bancos centrales está empezando a cambiar, con el proceso de normalización monetaria en marcha en EE. UU. y Europa, algunas economías emergentes podrían verse en apuros si este proceso no se lleva a cabo de forma muy gradual.[4]

El mayor protagonismo de las entidades financieras globales es el segundo de los desarrollos destacados de la actual etapa de globalización financiera. Estas instituciones financieras globales operan en muchos países del mundo a través de sucursales y filiales y, a través de esta presencia internacional, pueden obtener recursos en los principales centros financieros mundiales con unas condiciones crediticias más favorables –dado que pueden conseguir financiación directamente del banco central y emitir instrumentos financieros a inversores privados a menor coste– y distribuir estos recursos en otras economías u ofrecer liquidez a otros bancos a través del mercado interbancario. Así, la política monetaria llevada a cabo por los principales bancos centrales incide sobre la oferta de crédito y, puesto que estas instituciones realizan en ocasiones una toma de riesgo global, todo ello contribuye a que las condiciones financieras de las principales economías avanzadas se transmitan al resto de países.

Las consecuencias de estos cambios institucionales son múltiples, pero las dos principales se refieren al mayor grado de sincronización de los movimientos de capitales y a la expansión del uso de «monedas fuertes». Por lo que se refiere al primero, deriva directamente del cambio de la política monetaria y la mayor importancia de sus *spillovers* globales. Así, en los últimos años, ha aumentado la importancia de lo que se denomina, en la literatura, el ciclo financiero global. Aunque la estimación empírica del alcance del fenómeno no es sencilla, existe evidencia de que el factor común, o global, que determina la evolución de los flujos

1. Banco de Pagos Internacionales (2017), «Understanding Globalization», 87th Annual Report.
2. El desarrollo de la globalización también se debe a otros motivos, en especial, los cambios políticos que la permiten (vía cambios normativos y de regulación) y la tecnología que proporciona la base instrumental para mover los capitales de forma rápida y a bajo coste.
3. Sobre la cuestión, véase el Dossier «La globalización de la política monetaria» en el IM09/2016.
4. Véase el Focus «Crecimiento en los emergentes y condiciones financieras globales: una relación comprometida» en el IM05/2018.

globales de capitales es importante y de que también alcanza aspectos como la dinámica de los retornos de activos de riesgo globales.[5]

Una segunda consecuencia es el cambio en el uso de divisas globales –en particular el dólar americano–[6] como medio de pago en todo del mundo y como fuente de financiación. Se trata, en gran medida, del resultado de los incentivos que ofrece para los prestatarios el acceso a financiación internacional abundante y en condiciones financieras atractivas (en particular, un tipo de interés bajo). Esta dinámica contribuye a que las «monedas fuertes» jueguen un papel central en la determinación de las condiciones financieras de otros países. Y, puesto que las autoridades monetarias, incluyendo las que emiten estas monedas, tienden a centrarse en las condiciones domésticas a la hora de implementar sus políticas, pueden acabar favoreciendo un aumento de los desequilibrios macrofinancieros más allá de las fronteras de su país si los ciclos económicos entre unas economías y las otras no coinciden.

Así, cuando en un país se producen fuertes aumentos de deuda mediante financiación en moneda extranjera fuerte –con unas condiciones financieras más favorables–, lo cierto es que esta práctica lleva al prestatario a asumir un riesgo de tipo de cambio del que difícilmente puede cubrirse. De hecho, en los últimos años, en un contexto de políticas monetarias ultraacomodaticias en los países avanzados, esta exposición parece haber aumentado considerablemente. En concreto, el crédito denominado en dólares del sector no financiero en los mercados emergentes se ha duplicado en apenas ocho años.[7] Asimismo, según datos del BPI, el crédito denominado en euros a no residentes ha aumentado un 34% en los últimos cuatro años, hasta alcanzar los 3,1 billones de euros. No es de extrañar, por tanto, que ahora que los principales bancos centrales han empezado a cambiar el tono de su política monetaria y que las divisas emergentes se han depreciado notablemente, el riesgo de tipo de cambio sea uno de los principales riesgos a los que se enfrentan muchos países emergentes.

Dados los cambios institucionales, y sus potenciales consecuencias, parece claro que para poder aprovechar los beneficios de la globalización financiera es importante contar con las herramientas necesarias que permitan mitigar los riesgos que hemos ido desgranando. Para ello, es imprescindible la implementación de políticas domésticas que mejoren la capacidad de absorber *shocks* de la economía, la hagan menos susceptible a factores globales y eviten la acumulación de desequilibrios macrofinancieros.

Entre estas políticas, destacan las prudenciales,[8] que pueden ayudar a salvaguardar la estabilidad financiera al aumentar la robustez del sector financiero y reducir la prociclicidad de los flujos de crédito.

También resulta esencial una cooperación internacional efectiva que complemente las políticas domésticas y ayude a gestionar los riesgos asociados a una mayor interconexión financiera a nivel global. Para ello, es necesario consolidar un marco regulatorio y de supervisión macrofinanciera global que contribuya a la prevención de futuras crisis. Asimismo, resulta cada vez más necesario mejorar la coordinación internacional de la política económica y, especialmente, monetaria.

Desde la crisis financiera de 2008, se han hecho esfuerzos considerables en ambas direcciones. En particular, por ejemplo, se han introducido reformas regulatorias centradas en aumentar la resiliencia de los bancos que operan a nivel internacional, y que son una pieza clave de la intermediación financiera global.[9] También se ha intentado mejorar la cooperación de la política macroeconómica y financiera a nivel global en respuesta a la crisis financiera.[10]

De todas formas, existe un amplio recorrido para seguir avanzando en la discusión y evaluación de los efectos de las políticas monetarias y macrofinancieras de los principales centros financieros mundiales en otros países. Ello podría hacerse a través de una institución como el FMI o el BPI, que podría facilitar una mayor coordinación entre los principales bancos centrales.

En definitiva, la globalización financiera se ha convertido en un pilar importante en el desarrollo de la economía global, pero debe ser apoyada por un marco regulatorio y por unas políticas que ayuden a contener los riesgos inherentes a esta mayor interconexión.

*Roser Ferrer*
*CaixaBank Research*

5. Al respecto, véase, por ejemplo, Miranda-Agrippino, S. y Rey, H. (2015). «US Monetary Policy and the Global Financial Cycle», NBER Working Paper 21722, y Cerutti, E., Claessens, S. y Rose, A. (2017), «How important is the Global Financial Cycle? Evidence from capital flows», BIS Working Paper 661.
6. De hecho, según datos del Banco de Pagos Internacionales, el dólar se utiliza para denominar cerca de la mitad de las reclamaciones bancarias transfronterizas y figura en el 90% de las transacciones en divisa extranjera.
7. Concretamente, el crédito total (préstamos y títulos de deuda) denominado en dólares al sector no financiero en mercados emergentes alcanzó los 3,68 billones de dólares (3,68 trillones americanos) en el 1T 2018, frente a los 1,82 billones de principios de 2010. Datos del Banco de Pagos Internacionales, *global liquidity indicators*.
8. Las políticas prudenciales comprenden medidas que promueven las buenas prácticas y contribuyen a que los agentes actúen con precaución frente a riesgos potenciales. Ejemplos incluyen la imposición de requisitos de capital adicionales a entidades financieras frente a *shocks*, o de restricciones en las actividades de las entidades financieras.
9. Por ejemplo, se han introducido estándares más estrictos de capital bancario y liquidez, se han introducido test de estrés regulares y una mayor supervisión bancaria externa.
10. En particular, los países del G-20 coordinaron su respuesta a la crisis a través del Financial Stability Board y el FMI reforzó sus mecanismos de supervisión multilateral.