

VI. Sobre la globalización

La globalización ha tenido un impacto notablemente positivo en la vida de los ciudadanos durante el último medio siglo. Aun así, pese a sus importantes beneficios, se le han atribuido muchas de las deficiencias de la economía y la sociedad modernas. De hecho, la globalización ha sido objeto de críticas más severas que la innovación tecnológica y otras tendencias seculares que posiblemente hayan tenido consecuencias aún más profundas. El presente capítulo describe cómo el auge de la globalización económica —una mayor integración comercial y financiera— ha contribuido a elevar de forma ostensible los niveles de vida. Los costes del ajuste y los riesgos financieros que conlleva la globalización han de gestionarse con cautela, pero no justifican su involución¹.

La apertura comercial y la apertura financiera son profundamente simbióticas: la integración comercial no solo depende de los vínculos financieros, sino que también los genera. Los bancos con operaciones internacionales sustentan la financiación del comercio y siguen a sus clientes por los mercados internacionales. Las operaciones comerciales denominadas en moneda extranjera pueden precisar cobertura, de tal forma que las contrapartes acumulan posiciones internacionales. En ocasiones, las empresas se instalan en un país extranjero que les resulta atractivo por sus recursos o su mano de obra, con el fin de exportar desde allí. La gestión de los activos y pasivos financieros procedentes de las actividades comerciales da lugar a relaciones financieras aún más estrechas, que incluyen el comercio internacional de servicios financieros.

La profundización en la integración económica mundial ha deparado enormes beneficios. La globalización ha sido fundamental para elevar los niveles de vida y ha contribuido a sacar de la pobreza a grandes segmentos de la población mundial. La apertura comercial ha mejorado mucho la eficiencia productiva y ha ampliado notablemente las opciones de consumo. Por su parte, la apertura financiera, además de servir de apoyo al comercio internacional, ofrece un mayor abanico de posibilidades para la diversificación de riesgos y la obtención de rentabilidades más altas. También facilita el acceso a la financiación y la transferencia de conocimientos teóricos y prácticos entre países.

Por otra parte, la globalización también ha planteado dificultades de sobra conocidas: los beneficios del comercio no se han distribuido de forma uniforme a escala nacional y las políticas de los distintos países no siempre han logrado dar respuesta a los problemas de quienes han quedado atrás. El necesario ajuste estructural ha tardado más tiempo y ha sido menos completo de lo que se esperaba. Además, sin una adecuada gestión, la globalización financiera, como la liberalización de este sector en el ámbito nacional, puede incrementar el riesgo de inestabilidad financiera, que a su vez puede agravar la desigualdad. Sin embargo, a menudo se ha utilizado la globalización como chivo expiatorio. Por ejemplo, hay abundantes pruebas de que la mayor desigualdad en la distribución de la renta dentro de los países no se ha debido principalmente a la globalización.

Cualquier intento de dar marcha atrás en el proceso de globalización sería una respuesta equivocada a estos desafíos. La globalización, como la innovación tecnológica, forma parte integral del desarrollo económico y, como tal, debe dirigirse y gestionarse correctamente. Los países pueden implementar políticas nacionales que fomenten la resiliencia, entre ellas la flexibilización de los mercados laborales y de

productos, así como otras que mejoren la capacidad de adaptación, como programas de reciclaje profesional. Como consecuencia de los estrechos vínculos transfronterizos, las políticas y medidas de un país afectan inevitablemente a los demás, por lo que la cooperación internacional es un complemento imprescindible de las políticas nacionales. En particular, para que el sistema financiero internacional sea sólido y resiliente ha de estar cimentado en un marco regulador global.

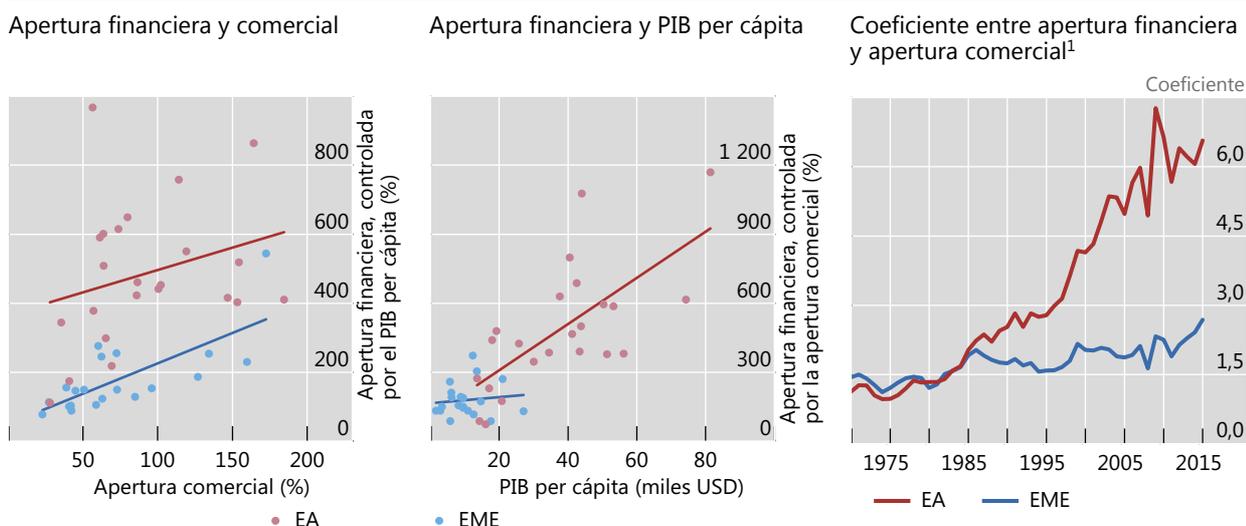
Este capítulo describe en primer lugar la profunda interconexión que existe entre la apertura comercial y la apertura financiera y presenta un marco teórico para analizar la globalización. A continuación, repasa la trayectoria histórica de la globalización, con una primera fase que se prolongó hasta la I Guerra Mundial, seguida de un profundo retroceso en el periodo de entreguerras, hasta su revitalización y auge en una segunda fase tras la II Guerra Mundial. El capítulo argumenta que las recientes referencias al «techo de la globalización» son erróneas. A continuación repasa la evolución de la estructura de la integración comercial y financiera en la segunda fase de globalización, para analizar después su incidencia en el bienestar, destacando su contribución al sustancial crecimiento de la renta y la espectacular reducción de la pobreza, pero también los riesgos para la estabilidad financiera ligados a la apertura financiera. En la última sección se ofrecen algunas conclusiones y se examinan medidas de política que pueden incrementar los beneficios de la globalización y minimizar los costes del ajuste.

La apertura comercial y la financiera están entrelazadas

La apertura comercial y la apertura financiera en el plano internacional no pueden desligarse. El comercio se apoya en los vínculos financieros, como los pagos y el crédito internacionales, y al mismo tiempo los genera, por ejemplo por medio de la acumulación de activos y pasivos internacionales. Por lo tanto, no sorprende que los países más abiertos al comercio presenten también por lo general una mayor apertura financiera (Gráfico VI.1, panel izquierdo).

Sin embargo, la relación entre la apertura real y la apertura financiera cambia según el grado de integración y desarrollo. Conceptualmente se pueden definir tres estratos de globalización. El primero y más básico es el comercio de materias primas y productos elaborados, junto con las sencillas relaciones financieras internacionales a las que da pie, como los pagos transfronterizos. El segundo estrato implica vínculos comerciales y financieros más complejos e incluye el comercio de bienes y servicios intermedios asociados a la fragmentación de la producción entre países por motivos de eficiencia, así como los correspondientes mecanismos de financiación. El tercer estrato se refiere a las transacciones financieras utilizadas cada vez más para gestionar activamente las posiciones del balance. Estas posiciones incluyen los activos y pasivos, junto a otras exposiciones más generales, originadas por los dos primeros estratos, así como posiciones procedentes de la asignación y diversificación del ahorro, no necesariamente relacionado con el comercio. Por lo tanto, esta tercera capa introduce cierta desconexión entre la apertura real y la financiera.

La interrelación entre la apertura comercial y la financiera es más directa en el primer estrato, en el que el comercio obedece fundamentalmente a la disponibilidad de recursos y está respaldado directamente por una serie de servicios financieros internacionales. Las operaciones se liquidan por medio de pagos internacionales, que en la práctica totalidad de los casos implican transacciones en divisas. De hecho, los pagos comerciales suelen estar denominados en una moneda global en vez de en la moneda del exportador o del importador: aproximadamente la mitad del volumen



Apertura financiera = (activos + pasivos exteriores) / PIB; Apertura comercial = (exportaciones + importaciones) / PIB; Apertura financiera controlada por el PIB per cápita (o por la apertura comercial) = apertura financiera menos la parte que representa el PIB per cápita (o la apertura comercial) en términos de desviación respecto a la media (*demeaned*) en una regresión de la apertura financiera sobre tanto el PIB per cápita como la apertura comercial.

EA (economías avanzadas) = AT, AU, BE, CA, CH, DE, DK, EE, ES, FI, FR, GB, GR, IT, JP, LT, LV, NO, PT, SE, SI, SK y US; EME (economías de mercado emergentes) = AR, BR, CL, CN, CO, CZ, HU, ID, IN, KR, MX, MY, PE, PH, PL, RU, SA, TH, TR y ZA.

¹ Mediana de los países de cada grupo. Excluye CH, CN, CZ, EE, HU, KR, LT, LV, PL, PT, RU, SI y SK.

Fuentes: Lane y Milesi-Ferretti (2017); Banco Mundial; cálculos del BPI.

total del comercio internacional se factura en dólares estadounidenses y casi un cuarto, en euros (incluso excluyendo las actividades comerciales de Estados Unidos y los países de la zona del euro, respectivamente)². Además, dado que las transacciones internacionales tardan en completarse a causa del transporte y los trámites aduaneros, requieren financiación adicional. La financiación del comercio por parte de los bancos facilita cerca de la tercera parte del comercio internacional, y entre un cuarto y un tercio de ese porcentaje es financiado por grandes bancos internacionales³. Las cartas de crédito, con las que un banco garantiza el pago de las mercancías a su entrega, sirven como instrumento de pago en aproximadamente una sexta parte de las operaciones comerciales.

En el segundo estrato de la globalización, los vínculos financieros internacionales fomentan un mayor grado de especialización en el comercio y la producción, sobre todo en el intercambio de bienes intermedios. La producción puede llevarse a cabo de distintas formas: en instalaciones en el extranjero que el productor adquiere mediante inversión extranjera directa (IED), externalizando la producción a empresas extranjeras o mediante su fragmentación en una cadena de valor mundial. Esta actividad comercial más compleja puede estar acompañada del crecimiento de compañías multinacionales, que dan servicio a múltiples mercados, a menudo a través de filiales extranjeras centradas en la producción, mientras que la matriz se especializa en investigación y desarrollo⁴. Estas estructuras de producción más sofisticadas requieren más financiación y, con frecuencia, financiación más compleja. Las inversiones relacionadas con cadenas de valor mundiales pueden necesitar financiación transfronteriza, muchas veces en moneda extranjera, y las cadenas de producción más largas pueden implicar más capital circulante y mayor exposición cambiaria⁵. Las finanzas pueden promover el comercio reduciendo estos riesgos, por

ejemplo por medio de derivados o del endeudamiento en moneda extranjera para casarlo con los correspondientes flujos de ingresos.

El tercer estrato de la globalización se caracteriza por complejas relaciones financieras que tienen una finalidad puramente financiera. Esta capa se sustenta sobre las otras dos en la medida en que el comercio genera activos y pasivos que han de gestionarse por medios financieros. En términos más generales, la demanda y la oferta de productos y servicios financieros más sofisticados aumentan conforme crece la riqueza de empresas y hogares. En cierto sentido, el comercio también sirve de soporte a este tercer estrato de la globalización por medio de su contribución a un mayor crecimiento de la renta. De hecho, la apertura financiera tiende a aumentar notablemente conforme lo hace la renta (Gráfico VI.1, panel central). Sin embargo, las posiciones brutas en activos y pasivos exteriores crecen mucho más que las posiciones netas, poniendo de relieve la naturaleza más independiente de las relaciones financieras: la apertura financiera ha superado ampliamente a la real desde finales de la década de 1980, sobre todo en las economías avanzadas (Gráfico VI.1, panel derecho).

Los tres estratos citados presentan algunos elementos comunes. Uno de ellos es el uso de monedas mundiales. En calidad de principal moneda mundial, el dólar estadounidense es la moneda de denominación no solo de la mitad del comercio aproximadamente, sino también de prácticamente la mitad de los activos bancarios transfronterizos mundiales y de más del 60% de los activos en moneda extranjera de los bancos centrales, además de usarse en el 90% de las transacciones en divisas. Por todo ello, el dólar tiene un peso considerable a la hora de determinar las condiciones financieras mundiales (véase también el Capítulo V). Otra característica común es la existencia de instituciones financieras con actividad mundial. Con su presencia en varios continentes y su grado de sofisticación, estas instituciones facilitan la transferencia mundial de financiación y riesgos financieros. Los balances que se gestionan a nivel consolidado generan estrechos vínculos financieros internacionales.

La evolución de la globalización

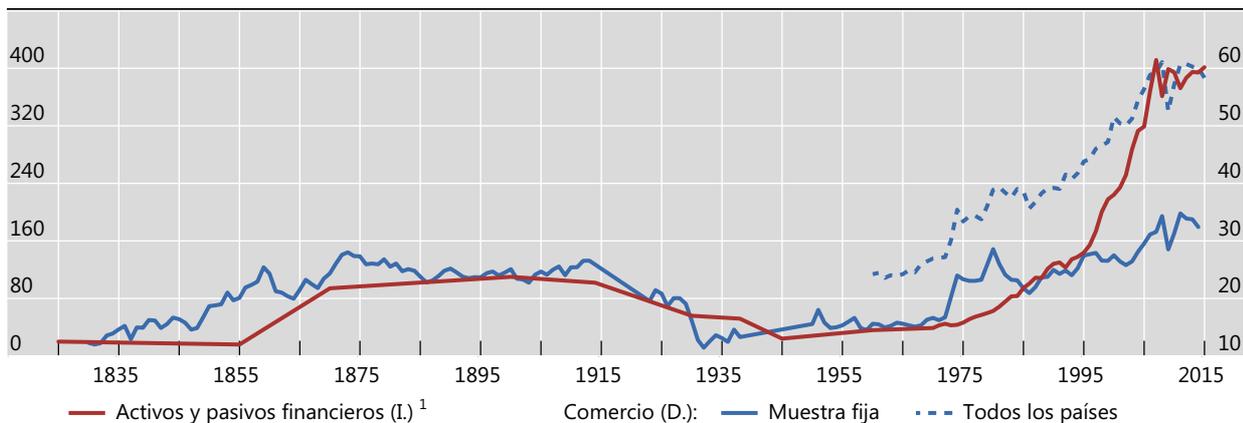
La primera fase de globalización, que no sobrevivió a la I Guerra Mundial y la Gran Depresión, trajo consigo un incremento sustancial de los vínculos transfronterizos tanto reales como financieros. La apertura comercial de las principales economías del momento, medida por la suma de las importaciones y las exportaciones sobre el PIB, se duplicó con creces a lo largo del siglo XIX, llegando a rondar el 30% (Gráfico VI.2)⁶. La profundización de la apertura financiera, medida por los activos de inversión en manos de extranjeros como porcentaje del PIB, fue igualmente acusada, especialmente por los flujos de capitales a las colonias. Sin embargo, la primera fase de globalización se caracterizó por su relativa sencillez: la mayor parte de las transacciones se englobaban en el primer o segundo estrato. El desplome de esta primera fase fue tan reseñable como su auge: con el profundo retroceso que se produjo en el periodo de entreguerras prácticamente se deshizo todo el camino. Esta evolución se debió a un buen número de factores, entre los que destaca el incremento del proteccionismo, responsable de aproximadamente la mitad del descenso del comercio mundial durante la Gran Depresión⁷.

La segunda fase de globalización, que se inició tras la II Guerra Mundial, ha superado ampliamente a la primera. La apertura comercial superó claramente su techo anterior a la contienda mundial merced al incremento del comercio entre

El segundo episodio de globalización económica supera ampliamente al primero

En porcentaje del PIB de la muestra de países

Gráfico VI.2



¹ Antes de 1970, calculados como los activos financieros exteriores multiplicados por dos.

Fuentes: Federico y Tena-Junguito (2017); Lane y Milesi-Ferretti (2017); Obstfeld y Taylor (2004); Federal Reserve Flow of Funds; FMI, *Estadísticas de balanza de pagos*; Banco Mundial; Departamento del Tesoro de Estados Unidos; análisis del McKinsey Global Institute; cálculos del BPI.

países y del número de países que participan en él. A nivel mundial, la apertura comercial se ha duplicado desde 1960 (Gráfico VI.2). Las mejoras del transporte y las comunicaciones han vuelto a influir en esta evolución, pero la liberalización del comercio ha sido un factor mucho más importante que en la primera fase de globalización⁸. El auge del comercio entre mediados de la década de los 80 y mediados de la década de 2000 fue particularmente veloz: China y los países del antiguo bloque comunista retornaron al comercio internacional y el segundo estrato de la globalización creció rápidamente. La especialización mediante la fragmentación nacional de las etapas de la producción se tradujo en una expansión sin precedentes de las cadenas de valor mundiales.

La apertura financiera aumentó junto con la comercial en ambas fases, pero su ascenso ha sido mucho más acusado en la segunda. Aunque son muy imperfectas, las estimaciones disponibles sugieren que la apertura financiera triplica con creces su máximo de preguerra. Los activos y pasivos financieros exteriores se han disparado desde un porcentaje cercano al 36% del PIB en 1960 hasta aproximadamente el 400% (293 billones de dólares) en 2015.

La rápida expansión de la apertura financiera desde mediados de la década de 1990 se ha concentrado en las economías avanzadas. Como porcentaje de sus PIB respectivos, las posiciones exteriores de las economías avanzadas y las economías de mercado emergentes (EME) fueron prácticamente idénticas hasta principios de dicha década. Desde entonces, los activos y pasivos financieros transfronterizos de las primeras se han disparado, creciendo desde aproximadamente el 135% del PIB hasta más del 570%, mientras que para las EME el crecimiento ha sido más moderado, desde aproximadamente el 100% hasta el 180% del PIB.

Comercio

La naturaleza de la actividad comercial ha experimentado cambios notorios durante la segunda fase de globalización. El desarrollo económico, el mayor acceso al mercado y las mejoras del transporte y las tecnologías de la información y la

comunicación han ampliado la gama de artículos con los que se comercia. Los recursos naturales disponibles eran un factor determinante de los flujos comerciales hace 50 años y acaparaban buena parte del comercio en el primer estrato de la globalización. Hoy en día, la ubicación de la mano de obra cualificada y no cualificada y de los distintos niveles de conocimientos ha adquirido mayor relevancia, con el predominio del segundo estrato de la globalización. A principios de la década de 1960, los alimentos representaban casi un tercio de los bienes intercambiados, mientras que en la actualidad su participación es inferior al 10% (Gráfico VI.3, panel izquierdo). De forma similar, el porcentaje del PIB correspondiente al comercio de combustibles y de metales y minerales ha cambiado poco, si hacemos abstracción de las amplias oscilaciones de los precios de estas materias primas. En cambio, el comercio de servicios, incluidos los financieros, se ha disparado durante las tres últimas décadas, del 7% al 13% del PIB mundial. El mayor cambio ha sido, con diferencia, el crecimiento del comercio de manufacturas, que actualmente constituye más de la mitad del comercio mundial.

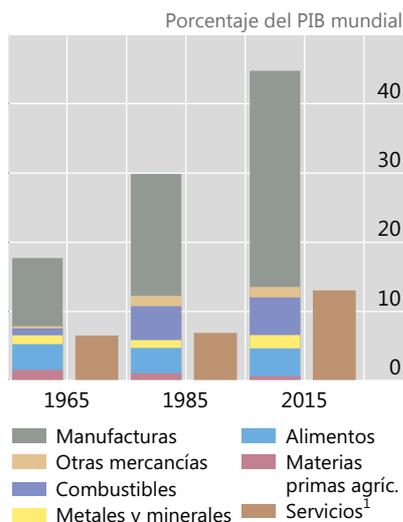
Las cadenas de valor mundiales han desempeñado un papel fundamental en el crecimiento del comercio, especialmente el de bienes manufacturados, gracias a las mejoras del acceso al mercado, el transporte y la tecnología⁹. En este proceso, que comenzó a mediados de la década de 1980, las tareas se ubican cada vez más en países distintos según requieran cualificaciones altas o bajas. Como consecuencia, el comercio de bienes y servicios intermedios representa actualmente casi dos tercios del comercio mundial total.

La participación de las EME en las cadenas de valor mundiales ha aumentado de forma espectacular. En 2014, las EME participaban en la mitad del comercio a través de cadenas de valor mundiales, medido por el comercio de bienes y servicios intermedios, frente a aproximadamente un tercio en 2001 (Gráfico VI.3, panel central).

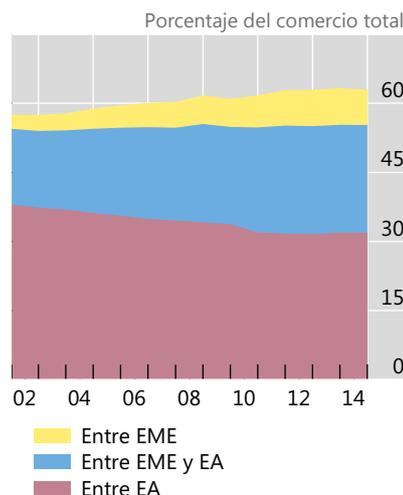
El comercio más complejo al aumentar la participación de las EME

Gráfico VI.3

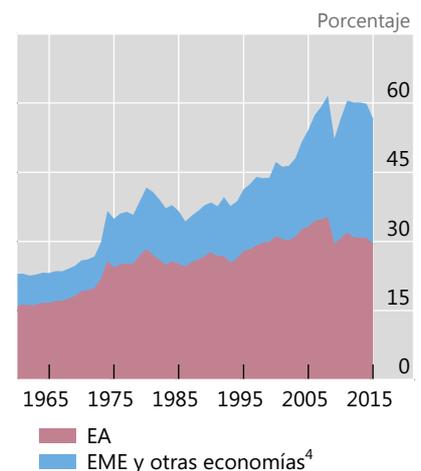
Composición del comercio



Vínculos entre países en cadenas de valor mundiales²



Contribuciones a la apertura del comercio mundial³



¹ Valor imputado para 1965. ² Basado en el comercio de bienes y servicios intermedios. EA (economías avanzadas) = AT, AU, BE, CA, CH, CY, DE, DK, EE, ES, FI, FR, GB, GR, IE, IT, JP, LT, LU, LV, MT, NL, NO, PT, SE, SI, SK y US; EME (economías de mercado emergentes) = BG, BR, CN, CZ, HR, HU, ID, IN, KR, MX, PL, RO, RU, TR, TW y resto del mundo. ³ Exportaciones más importaciones del grupo de países divididas por el PIB mundial. ⁴ Total mundial menos la parte correspondiente a economías avanzadas.

Fuentes: Banco Mundial; World Input-Output Database; cálculos del BPI.

El porcentaje de este tipo de comercio entre EME se ha duplicado con creces. China acapara por sí sola el 19% del comercio en cadenas de valor mundiales, frente al 7% de 2001. Además, la integración comercial entre EME ha aumentado a un ritmo más acelerado que en las economías avanzadas, al tiempo que se incrementaba el peso de las primeras en la economía mundial (Recuadro VI.A; Gráfico VI.3, panel derecho).

Las grandes multinacionales, con operaciones en múltiples países, dominan el comercio mundial y a menudo desempeñan un papel destacado en las cadenas de valor mundiales. Por ejemplo, en Estados Unidos las multinacionales participan en más del 90% de las operaciones comerciales, más de la mitad de las cuales se desarrollan entre entidades relacionadas pertenecientes a una misma multinacional¹⁰. Pese a la expansión del comercio entre EME, las multinacionales mantienen un mayor protagonismo en las economías avanzadas.

Finanzas

La apertura financiera de las economías avanzadas se aceleró considerablemente a mediados de la década de 1990. Los activos y pasivos internacionales se dispararon cuando la liberalización financiera y la innovación brindaron nuevas oportunidades para gestionar las posiciones y el riesgo. Los pasivos exteriores de las economías avanzadas crecieron con fuerza, desde menos del 80% del PIB en 1995 hasta más del 290% en 2015. Todos los componentes fundamentales de los pasivos exteriores se duplicaron, como mínimo, en porcentaje del PIB. Llegaron a cuadruplicarse en el caso de los pasivos por inversiones de cartera en instrumentos de deuda y a quintuplicarse en aquellos por inversiones de cartera en renta variable, lo que pone de manifiesto la primacía del tercer estrato de la globalización.

La mayor integración financiera fue más evidente en las economías avanzadas europeas, donde la introducción del euro contribuyó al rápido incremento de las transacciones transfronterizas (Gráfico VI.4, panel izquierdo). Entre 2001 y 2007, 23 puntos porcentuales del crecimiento de los pasivos exteriores de las economías avanzadas en proporción del PIB correspondieron a transacciones financieras dentro de la zona del euro, mientras que otros 14 puntos porcentuales los aportaron activos financieros de otros países frente a los de la zona del euro.

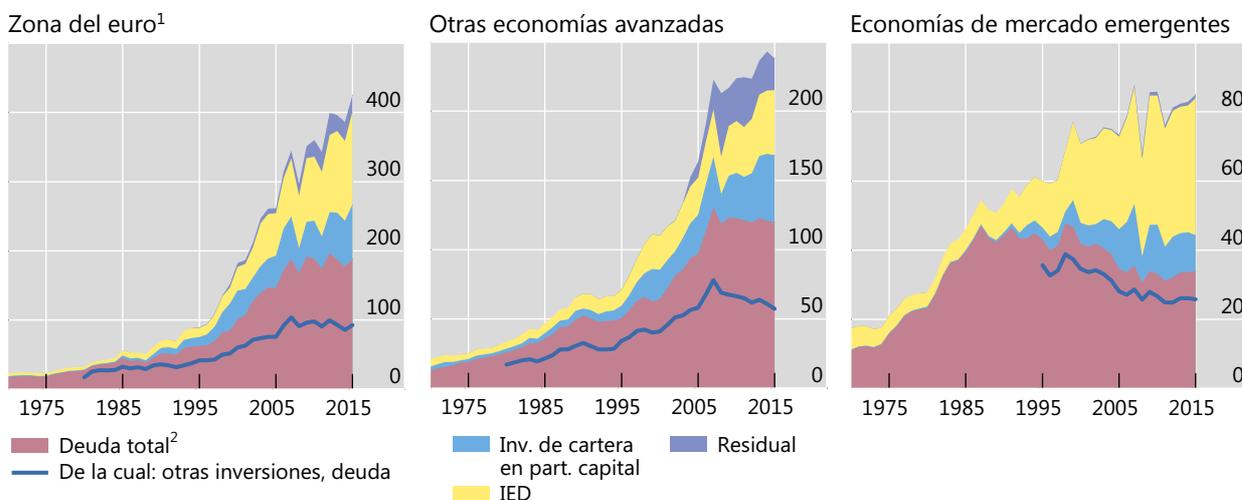
Al igual que ocurre con la influencia de las multinacionales en el comercio, las grandes instituciones financieras con presencia internacional dominan cada vez más las finanzas mundiales, especialmente en las economías avanzadas. Estos gigantes financieros tienen filiales y sucursales en países de varios continentes y no solo llevan a cabo transacciones financieras transfronterizas, sino también operaciones locales de endeudamiento y préstamo no clasificadas como transacciones internacionales en el marco contable de la balanza de pagos. Como consecuencia, los indicadores estándar de apertura financiera basados en la balanza de pagos tienden a subestimar el grado de interconexión mundial (Recuadro VI.B), como ocurre con el sector no financiero cuando filiales de multinacionales producen para su mercado local.

En el caso de las EME, la apertura financiera en general solo ha crecido un poco más rápido que la apertura comercial, pero la composición de los pasivos exteriores ha cambiado sustancialmente para respaldar una mayor distribución de riesgos (Gráfico VI.4, panel derecho). La proporción de participaciones de capital (las inversiones de cartera en participaciones de capital y el componente de capital de la IED) ha aumentado considerablemente desde principios de la década de 1980.

Evolución dispar de las posiciones exteriores en EA y EME

Pasivos exteriores brutos en porcentaje del PIB

Gráfico VI.4



La lista completa de países puede consultarse en http://www.bis.org/statistics/ar2017stats/ar87_c6.xlsx.

¹ La serie para la zona del euro se construye como la suma de las respectivas series de los distintos países; las posiciones dentro de la zona del euro no se compensan. ² En los periodos para los que se traza la línea de «otras inversiones, deuda», la diferencia entre la deuda total y «otras inversiones, deuda» se corresponde principalmente con las «inversiones de cartera en deuda», aunque también hay un importe residual de deuda no asignado.

Fuentes: Lane y Milesi-Ferretti (2017); cálculos del BPI.

Dos factores han contribuido a la creciente participación de los aportes de capital en la financiación de EME. En primer lugar, la mayor integración comercial de estas economías ha estimulado los flujos de participaciones de capital, por ejemplo a través de las cadenas de valor mundiales. En segundo lugar, la mejora de la calidad institucional, la gobernanza y las condiciones macroeconómicas ha avivado el interés de los inversores por inversiones en EME a largo plazo. Estos factores han tenido especial relevancia para la IED, dada su dependencia de las condiciones macroeconómicas a más largo plazo¹¹.

Sin embargo, el aumento de la distribución de riesgos no ha sido tan pronunciado como sugiere el ascenso del porcentaje total de la IED en los flujos de capitales globales. En primer lugar, los flujos de IED no solo adoptan la forma de inversiones en instrumentos de capital, sino también de inversiones en deuda, que conllevan menos distribución de riesgos. El componente de deuda refleja los flujos (no financieros) dentro de las empresas, determinados por la emisión y la actividad de inversión en el exterior de empresas no financieras¹². En consecuencia, el componente de deuda de la IED suele comportarse más como una inversión de cartera en deuda que como el componente de participaciones de capital de la IED, más estable. Segundo, gran parte del reciente ascenso refleja posiciones frente a centros financieros y, en este sentido, refleja principalmente la mayor complejidad de la estructura corporativa de las multinacionales, y no inversiones tradicionales en proyectos nuevos¹³.

La composición de los activos exteriores de las EME difiere notablemente de la de sus pasivos, en función de cómo hayan respondido las EME al auge del tercer estrato de la globalización en las economías avanzadas. Las mayores dimensiones y diversidad de las interacciones financieras mundiales han incrementado la vulnerabilidad de las EME a perturbaciones financieras, como pudo comprobarse en

las crisis financieras de las décadas de 1980 y 1990. Estas crisis llevaron a muchos gobiernos de EME a acumular abundantes reservas de divisas. Asimismo, la combinación de un ascenso de la renta y del ahorro en las EME y la limitada disponibilidad de activos nacionales seguros incrementó la demanda de activos de economías avanzadas por parte del sector privado.

¿Ha tocado techo la globalización?

El auge de la globalización se ha estancado desde la Gran Crisis Financiera (GCF) del periodo 2007–09¹⁴. El comercio internacional se desplomó durante la crisis y, pese a un rápido repunte, ha seguido relativamente débil (Gráfico VI.3, panel derecho)¹⁵. En términos reales, el comercio mundial ha crecido prácticamente al mismo ritmo que el PIB mundial, lo que resulta llamativo, dado que el comercio ha registrado tasas de crecimiento superiores a las del PIB desde mediados del siglo XIX, con la excepción del periodo de entreguerras. En términos nominales, el comercio parece aún más débil, con una tasa de crecimiento inferior a la del PIB, debido a la caída de los precios relativos de los bienes y servicios intercambiados, en particular de las materias primas. La crisis también ha frenado en seco el rápido incremento en los indicadores estándar de apertura financiera basados en la balanza de pagos. En 2015, el volumen mundial de activos y pasivos exteriores no estaba muy lejos de su máximo de 2007, algo más del 400% del PIB mundial, lo que contrasta sensiblemente con la subida cercana a los 190 puntos porcentuales que se produjo entre 2000 y 2007 (Gráfico VI.2).

La interacción de factores reales y financieros en los dos primeros estratos de la globalización explica en parte la desaceleración de la apertura tanto comercial como financiera. En los primeros momentos de la GCF, las restrictivas condiciones financieras amplificaron el desplome del comercio¹⁶. Se hundieron las exportaciones de bienes de consumo duradero y bienes de capital, más dependientes de la financiación, y la propensión al endeudamiento y la disponibilidad de fondos disminuyeron. Desde entonces han cobrado más importancia otros factores comunes. La debilidad causada por la demanda en la inversión en capital físico, que requiere gran cantidad de operaciones comerciales, también ha deprimido los correspondientes flujos de financiación internacional. Otro factor relevante ha sido la débil recuperación económica en Europa, una región especialmente abierta desde el punto de vista financiero y con un comercio muy activo. En términos más generales, el retroceso de la apertura comercial y financiera refleja un deseo de reducir el riesgo, sobre todo por parte de las instituciones financieras, pero también de empresas de otros sectores, como ha quedado patente con el retroceso de las cadenas de valor mundiales sensibles a las perturbaciones.

No obstante, al menos en el ámbito financiero, la aparente pausa en la globalización ha de interpretarse con cautela. En primer lugar, los parámetros convencionales sobreestiman en cierta medida la reducción de la apertura. El volumen de pasivos exteriores en proporción al PIB, aunque a escala mundial se ha estancado, ha continuado creciendo tanto en las economías avanzadas como en las EME después de la crisis (Gráfico VI.4). Esta aparente anomalía se debe a que el nivel de globalización financiera es muy inferior en las EME que en las economías avanzadas, de tal forma que el crecimiento de su participación en el PIB mundial deprime el indicador mundial de globalización financiera. El crecimiento de la apertura financiera en las economías avanzadas se ha desacelerado considerablemente desde la crisis, mientras que en las EME se ha mantenido constante.

En segundo lugar, el retroceso de la globalización financiera se ha circunscrito a determinados tipos de flujos, principalmente los préstamos bancarios transfronterizos, un componente que había alimentado la rápida expansión precrisis del tercer estrato de la globalización, que es profundamente procíclico¹⁷. Por lo tanto, como mínimo una parte de la actual contracción debe atribuirse a un saludable cierre de posiciones precrisis insostenibles¹⁸. Además, la contracción de los préstamos transfronterizos ha quedado parcialmente contrarrestada por un repunte de las inversiones de cartera en títulos de deuda. Los gestores de activos y los mercados de renta fija, alentados por rendimientos muy bajos y en ocasiones negativos, han ocupado en gran medida el vacío dejado por los bancos, en lo que se ha denominado la «segunda fase de liquidez mundial»¹⁹. La IED y la inversión de cartera en participaciones de capital también han continuado creciendo.

Por último, la contracción del préstamo bancario no es tan pronunciada si se mide con indicadores alternativos de apertura financiera. Las cifras anteriores se basan en el *país de residencia* de las unidades económicas, que es como se construyen las estadísticas de la balanza de pagos. Un parámetro complementario se basa en la ubicación de la sede central de esas unidades, es decir, su *nacionalidad*, por lo que el correspondiente balance se presenta consolidado. Este indicador refleja la unidad que toma las decisiones y es especialmente pertinente en el caso de bancos con presencia internacional, ya que incluye las operaciones de sus oficinas en el extranjero. Según indican las estadísticas bancarias internacionales del BPI (IBS), este componente transnacional se ha mantenido mucho más estable tras la crisis (Recuadro VI.B). Es más, hay evidencias de que los bancos de EME, muchos de los cuales no figuran en las IBS, han aumentado sustancialmente su presencia internacional mediante oficinas en el extranjero, una tendencia especialmente pronunciada a escala regional²⁰.

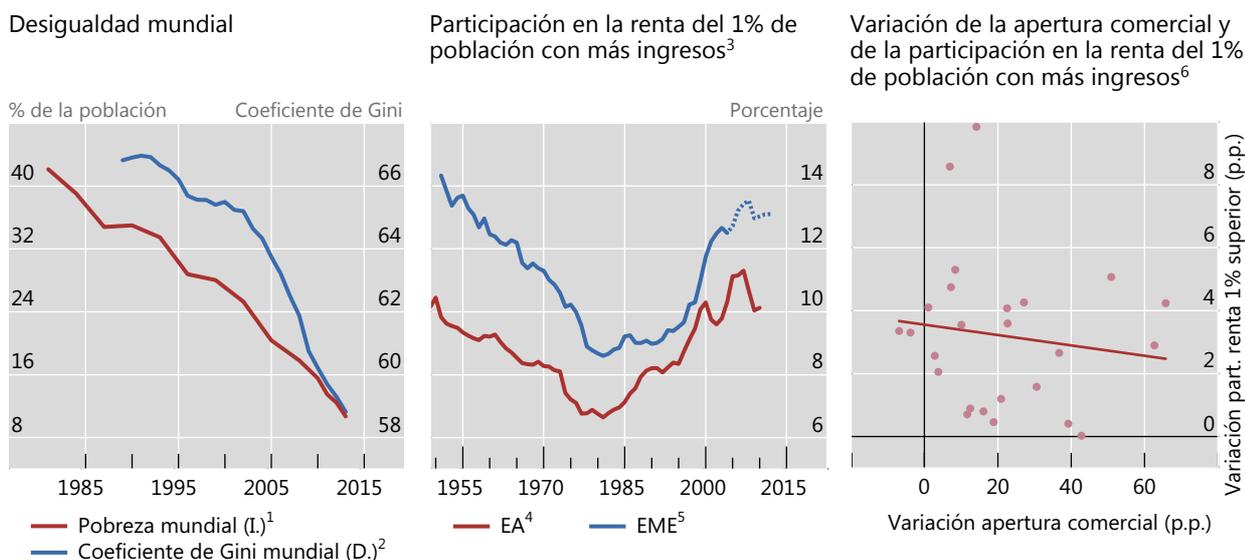
Globalización y bienestar

La globalización ha contribuido en gran medida a mejorar el nivel de vida en todo el mundo y ha propiciado un fuerte incremento de la renta. Durante los últimos 30 años, ha sido determinante para poder reducir drásticamente el porcentaje de la población mundial en situación de pobreza significativa y la desigualdad en la distribución de la renta entre países (Gráfico VI.5, panel izquierdo)²¹. Por ejemplo, la pobreza se ha reducido sensiblemente en China, donde el desarrollo de la industria exportadora ha sido clave para el rápido crecimiento del PIB y de la renta.

Sin embargo, los incrementos de la renta que han tenido lugar durante ese periodo no se han distribuido de forma homogénea. Los segmentos de la población más favorecidos han sido las clases medias de las EME más pujantes y las clases más altas de las economías avanzadas. En cambio, la clase media-alta mundial ha visto crecer su renta muy poco²². En consecuencia, la desigualdad en la distribución de la renta dentro de los países se ha agudizado en las economías avanzadas e incluso en muchas EME. La proporción de la renta que acumula el 1% de la población con mayores ingresos ha aumentado significativamente desde mediados de la década de 1980 (Gráfico VI.5, panel central)²³. Esto contrasta con la caída en el periodo de entreguerras, atribuida a la destrucción de capital y a las políticas reguladora y fiscal, y también en las décadas siguientes²⁴. Cierta grado de desigualdad en la distribución de la renta derivada de la recompensa del esfuerzo puede contribuir al crecimiento,

Menor desigualdad mundial; creciente desigualdad nacional pero no debido al comercio

Gráfico VI.5



¹ Umbral de la pobreza: 1,90 USD/día (PPA de 2011). ² Darvas (2016), estimación del coeficiente de Gini mundial (128 países) utilizando una distribución logarítmica normal determinista. ³ Media simple de las economías enumeradas. ⁴ AU, CA, CH, DE, DK, ES, FR, GB, IE, IT, JP, NL, NO, NZ, PT, SE y US. ⁵ AR, CN, ID, IN, KR, MY, SG y ZA. Debido a limitaciones de los datos, la línea de puntos excluye a AR, ID e IN. ⁶ Variación entre 1985 y 2012, excepto para: IN, variación hasta 1999; AR e ID, variación hasta 2004; PT, variación hasta 2005; IE e IT, variación hasta 2009; CA, CH, DK y JP, variación hasta 2010; DE, variación hasta 2011. La muestra de países es la misma que en el panel central.

Fuentes: Darvas (2016); Banco Mundial; base de datos World Wealth and Income.

al generar incentivos para la innovación, pero una desigualdad elevada parece perjudicar el crecimiento y ha restado apoyo público a la globalización²⁵.

Existen sólidas evidencias empíricas de que la causa principal del aumento de la desigualdad en la distribución de la renta dentro de los países no es la globalización, sino la tecnología²⁶. Sin embargo, los detractores de la globalización han confundido con frecuencia los retos que plantea con la causa principal de muchos males económicos y sociales.

Globalización y crecimiento

Cabría esperar que tanto la apertura comercial como la económica incrementaran la tasa de crecimiento económico. El comercio entre naciones amplía las dimensiones del mercado y la competencia entre empresas, mejorando además la eficiencia al concentrarse la producción en las compañías más productivas, con independencia de su ubicación. Estas empresas más productivas crecen, logrando así mayores economías de escala que a su vez mejoran su eficiencia, mientras que las empresas menos eficientes se contraen, lo que incrementa la productividad agregada. En general, se ha constatado que el comercio impulsa el crecimiento en muchas economías, además de beneficiar directamente a los consumidores, que pueden escoger entre una gama más amplia de productos de mayor calidad²⁷.

La apertura financiera también debería fomentar el crecimiento al permitir una asignación más eficiente del capital y facilitar la transferencia de tecnología y conocimientos. La posibilidad de mantener activos financieros exteriores incrementa las oportunidades de obtener rentabilidades más elevadas y de diversificar el riesgo.

La inyección de capital extranjero puede proporcionar financiación a empresas que anteriormente tenían restringido el acceso al capital, incrementando la competencia real y la eficiencia. La IED puede generar beneficios aún mayores mediante la transferencia de conocimiento y tecnología y la difusión de mejores prácticas.

Los estudios empíricos no siempre han identificado incrementos de la renta o del crecimiento como consecuencia de una mayor apertura financiera. Un motivo podría ser que se trata de una relación no monótona, es decir, los beneficios solo se materializarían si se alcanzaran determinados umbrales en el desarrollo de los mercados financieros del país receptor, así como en su calidad institucional, marco de gobernanza, políticas macroeconómicas e integración en el comercio internacional. También se ha sugerido que los beneficios de la desregulación de la cuenta de capital pueden ser menos directos y tardar más en detectarse²⁸. Por último, pero no menos importante, muchos de los estudios empíricos tratan la apertura comercial y la apertura financiera como variables independientes, asumiendo implícitamente que la integración comercial podría producirse sin integración financiera, cuando en realidad, como ya se ha apuntado, ambas aperturas suelen ir de la mano.

Globalización y desigualdad

No cabe duda de que la renta nacional aumenta con el comercio. Sin embargo, las ganancias no se distribuyen de forma uniforme —una característica general del dinamismo económico—. Las empresas menos eficientes que han de hacer frente a nuevos competidores retroceden y la entrada al mercado de nuevos participantes puede demorarse, por ejemplo a causa de restricciones reguladoras o financieras. Los ganadores y los perdedores se distribuyen de forma desigual por grados de cualificación, niveles de renta y ubicación geográfica. El comercio entre economías avanzadas y EME suele incrementar la retribución de la mano de obra cualificada de las economías avanzadas, que es relativamente escasa a nivel mundial. En cambio, la retribución de la mano de obra no cualificada de las economías avanzadas puede disminuir, por la mayor competencia que suponen los amplios contingentes de trabajadores no cualificados de las EME. Y al contrario, la mano de obra no cualificada de las EME puede salir beneficiada. Al mismo tiempo, el comercio propicia descensos de los precios relativos de bienes que los hogares con bajos ingresos consumen de forma desproporcionada, incrementando así su poder adquisitivo relativo²⁹. Dados estos efectos contrapuestos, el efecto neto de la apertura comercial sobre la desigualdad no queda claro en los modelos económicos.

La apertura financiera también puede afectar a la desigualdad en la distribución de la renta por dos vías con efectos contrarios. Si aumenta la capacidad de las personas de ingresos bajos para tomar dinero en préstamo, pueden crecer sus oportunidades de generación de renta. Efectivamente, existen evidencias de que un mayor acceso a la financiación (nacional) puede elevar la renta de los segmentos más pobres³⁰. Si, en cambio, la apertura financiera y la IED en particular aumentan la intensidad del capital y la retribución a la cualificación, los beneficios podrían ir a parar a los segmentos con mayores ingresos. La apertura financiera también podría agravar la desigualdad en la distribución de la renta si las instituciones nacionales no consiguen evitar que grupos con intereses especiales acaparen las ganancias asociadas³¹.

La apertura comercial y financiera también puede agudizar la desigualdad al favorecer las rentas del capital. La mayor movilidad internacional de los bienes y del

capital en comparación con la mano de obra puede reducir la capacidad de fijación de precios de esta última, presionando a la baja los salarios, así como limitar la viabilidad de gravar el capital, lo que contribuiría a una mayor imposición de las rentas del trabajo³². Dado que los hogares con ingresos bajos dependen fundamentalmente de las rentas del trabajo, es probable que estos efectos agraven la desigualdad.

En la práctica, parece que la apertura comercial y financiera apenas ha contribuido al incremento de la desigualdad en la distribución de la renta (Gráfico VI.5, panel derecho). En el caso de la globalización financiera, este efecto probablemente haya sido algo mayor en los países con rentas bajas³³. En cambio, la tecnología parece haber sido el factor determinante: la retribución del trabajo cualificado, que utiliza la tecnología de manera más intensa, ha aumentado sustancialmente³⁴.

Aunque la disminución de la participación del trabajo se ha relacionado con la globalización, las evidencias indican que esta no es la única causa. No se han producido descensos en algunos países muy abiertos, como Francia y el Reino Unido, ni en sectores económicos abiertos como la agricultura y los servicios comerciales y financieros. Además, la participación del trabajo en la renta en muchas economías disminuyó especialmente en servicios y suministros públicos anteriormente regulados, muchos de los cuales no son comerciables internacionalmente, en los que las retribuciones cayeron como consecuencia de reformas estructurales. En otros países, la caída de la participación del trabajo se debió fundamentalmente a la acusada subida de los alquileres de la vivienda (incluidos los alquileres imputados de los propietarios)³⁵.

Cabe destacar que la incidencia del comercio en la desigualdad depende de las trabas a los ajustes. En algunos casos se han producido contracciones económicas localizadas y persistentes en zonas perjudicadas. La caída del empleo y los salarios en las empresas que han de competir con las importaciones se ha visto agravada por la reducción de sus compras a sus proveedores, que suelen estar radicados en las proximidades. Esto se transmite por tanto a la comunidad local en su conjunto³⁶, con efectos que pueden ser duraderos si la mano de obra no se desplaza entre regiones y sectores económicos.

La globalización y la estabilidad financiera

Un mecanismo específico por el que la globalización puede afectar al crecimiento económico, la pobreza y la desigualdad es su impacto sobre la estabilidad financiera. Las crisis financieras pueden provocar una pérdida de renta permanente, tener efectos devastadores sobre la pobreza y agravar la desigualdad³⁷.

Al igual que ocurre con una liberalización financiera nacional mal gestionada, la apertura financiera sin restricciones puede contribuir a la inestabilidad financiera si no existen salvaguardias suficientes. No es coincidencia que, mientras que las crisis financieras fueron relativamente frecuentes en la primera fase de globalización, se registraran pocas durante la posterior represión financiera que se prolongó hasta los años 70. En las crisis financieras en EME de las décadas de 1980 y 1990 se produjeron reversiones significativas de los flujos de capital internacionales y durante la GCF se observaron considerables efectos de propagación entre sistemas financieros nacionales. Además, la apertura financiera puede perjudicar la estabilidad financiera si limita la eficacia de una política monetaria nacional independiente³⁸.

Los anteriores episodios de inestabilidad financiera han demostrado la importancia de tres mecanismos de propagación internacional. En primer lugar, el capital internacional, con su gran movilidad, puede tener un comportamiento altamente procíclico, amplificando las fases alcistas y bajistas del ciclo financiero. En segundo lugar, la exposición a divisas, en particular al dólar, actúa como correa de transmisión de las condiciones financieras mundiales más restrictivas y expone a los países a pérdidas cambiarias. Y por último, los estrechos vínculos financieros entre instituciones financieras con presencia mundial pueden propagar las tensiones financieras, aunque también pueden actuar de amortiguador cuando los problemas son de origen nacional.

El crédito internacional ha sido una fuente clave de prociclicidad, puesto que sus flujos suelen ser procíclicos con respecto a los ciclos económico y financiero de la economía receptora. Los flujos transfronterizos de préstamos bancarios e inversión de cartera en títulos de deuda presentan una correlación positiva con los ciclos económico y de crédito nacionales³⁹. Los flujos de IED tienden a ser neutrales al ciclo, mientras que los de inversión de cartera en acciones hacia economías avanzadas parecen ser incluso ligeramente anticíclicos.

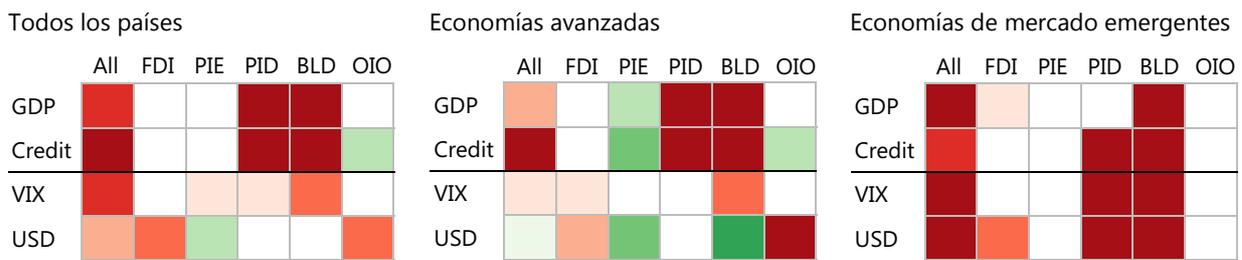
La estrecha relación entre el crédito transfronterizo y el interno puede agravar los riesgos para la estabilidad financiera. El crédito transfronterizo tiende a amplificar los auges de crédito interno, ya que actúa como fuente de financiación marginal: el componente transfronterizo suele crecer más rápido que el interno durante los periodos de expansión financiera, especialmente en aquellos que preceden a tensiones financieras graves⁴⁰.

Los flujos de deuda también son sensibles a factores globales. En particular, los flujos de préstamos y bonos hacia EME han mostrado sensibilidad a la aversión al

Flujos de deuda más procíclicos que los de participaciones de capital

Resumen de estimaciones del coeficiente de regresión, por economía receptora

Gráfico VI.6

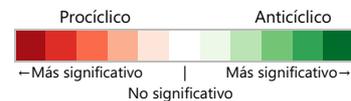


Variables explicativas:

GDP = crecimiento del PIB nacional
 Credit = crecimiento del crédito interno
 VIX = índice de volatilidad implícita del S&P 500
 USD = tipo de cambio efectivo nominal del USD

Variables dependientes:

All = suma de FDI, PIE, PID, BLD y OIO
 FDI = inversión extranjera directa
 PIE = inversión de cartera – participaciones de capital
 PID = inversión de cartera – deuda
 BLD = préstamos y depósitos bancarios
 OIO = otras inversiones menos BLD



En el caso del crédito y el PIB, Procíclico (Anticíclico) se refiere a una relación positiva (negativa); en el caso del VIX y el USD, Procíclico (Anticíclico) se refiere a una relación negativa (positiva). El código de colores de cada celda se basa en un índice que refleja la significación estadística global de los respectivos coeficientes obtenidos a partir de un conjunto de regresiones de panel. La variable dependiente de cada regresión es el tipo de flujo de capital respectivo (en relación con el PIB); cada regresión contiene una variable explicativa nacional y una mundial, así como efectos fijos por país.

Fuentes: FMI, *Estadísticas de balanza de pagos y Perspectivas de la Economía Mundial*; Bloomberg; índices de tipos de cambio efectivos reales y estadísticas bancarias territoriales del BPI; cálculos del BPI.

riesgo mundial y a la fortaleza del dólar estadounidense (Gráfico VI.6, paneles central y derecho). De hecho, la aversión al riesgo mundial, o al menos su índice histórico (el VIX), ha tenido un efecto apreciable en el préstamo bancario incluso hacia las economías avanzadas. Con todo, parece que esta sensibilidad ha disminuido últimamente⁴¹. En cambio, existen evidencias de que los flujos transfronterizos de préstamo bancario e inversión de cartera en títulos de deuda han aumentado considerablemente su sensibilidad frente a la política monetaria estadounidense desde la GCF⁴².

La elevada sensibilidad de los flujos de capital a la política monetaria de Estados Unidos es una manifestación del «exceso de elasticidad» del sistema monetario y financiero internacional —su capacidad para amplificar los auges y contracciones financieros generando graves costes macroeconómicos⁴³—. Dos son los principales canales por los que los regímenes de política monetaria interactúan para provocar este exceso de elasticidad financiera. En el primero, la configuración de la política monetaria en las economías centrales se transmite a las demás a través de la resistencia a permitir la apreciación del tipo de cambio, normalmente por el miedo a perder competitividad (en el contexto real) y a una posible expansión súbita de los flujos de capital (en el ámbito financiero). La segunda vía está relacionada con el hecho de que la hegemonía de las principales monedas internacionales se extiende mucho más allá de sus respectivas jurisdicciones⁴⁴.

Este canal de las monedas mundiales es especialmente potente en el caso del dólar estadounidense, la principal moneda internacional. El volumen pendiente de crédito denominado en dólares estadounidenses a prestatarios no bancarios fuera de Estados Unidos, un indicador fundamental de las condiciones de liquidez mundial, se situó en 10,5 billones de dólares al cierre de 2016. Este enorme peso del dólar como moneda de las transacciones internacionales implica que los cambios de la orientación de la política monetaria en Estados Unidos tienen una influencia considerable en las condiciones financieras en el resto del mundo (Recuadro VI.C). Es más, dado que los responsables de las políticas, incluidos los que controlan las principales monedas internacionales, centran su atención en las condiciones internas, podrían acabar contribuyendo de manera no intencionada a los desequilibrios financieros más allá de sus fronteras nacionales. Conviene reseñar que, en un entorno caracterizado por una orientación de la política monetaria estadounidense excepcionalmente acomodaticia, el crédito en dólares estadounidense a prestatarios no bancarios de EME prácticamente se duplicó entre 2008 y 2016, alcanzando los 3,6 billones de dólares al final de ese periodo.

Uno de los principales mecanismos por los que la política monetaria de Estados Unidos afecta a las condiciones financieras en otros países es el tipo de cambio del dólar. En el denominado «canal de asunción de riesgo vinculado al tipo de cambio», la depreciación de una moneda de financiación mundial mejora los balances de prestatarios con descalces de divisas y propicia la asunción de riesgo por parte de los prestamistas. Este mecanismo es especialmente relevante en el caso de los flujos de deuda externa hacia EME (Gráficos VI.6, panel derecho) y también puede afectar, en particular, al comercio de manufacturas a través de las cadenas de valor mundiales, que son especialmente sensibles a las condiciones de financiación⁴⁵.

La intermediación de las monedas mundiales, en especial del dólar, también crea estrechos vínculos entre bancos con presencia en todo el mundo. La GCF demostró que esa interconexión propaga las tensiones de financiación entre las mayores entidades bancarias del mundo y les obliga a reducir su apalancamiento a escala internacional. Precisamente por eso, las reformas reguladoras tras la Gran Crisis

Financiera se han centrado en reforzar la resiliencia de bancos internacionales que forman la columna vertebral de la intermediación financiera mundial.

Aprovechar al máximo la globalización

El auge de la globalización durante el último medio siglo ha deparado numerosos beneficios a la economía mundial. La apertura comercial ha mejorado la competencia y ha difundido la tecnología, propiciando ganancias de eficiencia e impulsando la productividad agregada. El mayor crecimiento de la renta resultante ha ayudado a reducir considerablemente la pobreza mundial y la desigualdad en la distribución de la renta entre países. La capacidad de adquirir productos y servicios más baratos y de mejor calidad procedentes de todo el mundo también ha incrementado directamente el nivel de vida de los hogares. Además, los beneficios de la globalización no se circunscriben al comercio. La apertura financiera está unida indisolublemente a la apertura comercial: las relaciones financieras sustentan el comercio, pero también son consecuencia directa de este. Si se gestiona adecuadamente, la apertura financiera también puede mejorar por sí misma el nivel de vida mediante una asignación más eficiente del capital y la transferencia de conocimientos.

Aunque la globalización mejora el nivel de vida, también plantea dificultades. En primer lugar, sus beneficios no se distribuyen de forma homogénea. Esta circunstancia debe subsanarse para garantizar resultados justos en el seno de las sociedades y el apoyo continuado a políticas y marcos económicos que favorezcan el crecimiento, incluido el comercio mundial. Dicho esto, otros factores, principalmente la tecnología, han tenido un papel protagonista en el aumento de la desigualdad en la distribución de la renta. De la misma forma que nadie aboga por una involución tecnológica, dar marcha atrás en la globalización sería sumamente perjudicial para los niveles de vida.

En segundo lugar, la apertura financiera expone a las economías a fuerzas externas que pueden resultar desestabilizadoras. Este riesgo puede gestionarse diseñando mecanismos de protección adecuados, como ocurre con los riesgos relacionados con la liberalización financiera en el ámbito nacional. Dado que el comercio y las finanzas internacionales están estrechamente interrelacionados, especialmente en los dos primeros estratos de la globalización, no sería posible cosechar los beneficios del comercio sin las finanzas internacionales. Precisamente por eso, la solución en materia de políticas no puede ser reducir la apertura financiera, sino más bien gestionar con sumo cuidado los riesgos que conlleva.

Los retos para gestionar el cambio económico no son exclusivos de la globalización. Como ocurre con otras tendencias a largo plazo, unas políticas bien diseñadas pueden contrarrestar los costes del ajuste asociados a la globalización e incrementar las ganancias que esta aporta.

En el contexto nacional, los países pueden implementar políticas que potencien la resiliencia. Al igual que en el caso de la tecnología, unos mercados laborales y de productos flexibles y medidas para fomentar la adaptabilidad, como los programas de reciclaje profesional, pueden reducir las alteraciones que pueda producir el comercio. La correcta orientación de las políticas también puede contribuir a contrarrestar las pérdidas, en ocasiones persistentes, que experimentan determinados segmentos sociales, por ejemplo mediante iniciativas de empleo regionales⁴⁶.

Para poder aprovechar al máximo los beneficios de la apertura financiera es imperativo contar con un marco político e institucional diseñado para reforzar los sistemas financieros. En este sentido, es importante el conjunto de herramientas a disposición de la política de estabilidad financiera nacional⁴⁷. Se requieren marcos macroprudenciales bien articulados que se apoyen en una base microprudencial estable. También es necesaria la capacidad para abordar directamente cualquier sobreendeudamiento y problemas de calidad de los activos que surjan durante fuertes contracciones financieras, con miras a sanear los balances y mejorar la solvencia general.

Sin duda, las EME han dado importantes pasos en esta dirección desde mediados de la década de 1990. También han mejorado la estructura de sus balanzas frente al exterior, lo que ha contribuido a reducir su vulnerabilidad frente a factores externos, por ejemplo reforzando notablemente sus posiciones netas de inversión internacional, incrementando considerablemente sus reservas de divisas y ampliando su participación en la IED⁴⁸.

La cooperación internacional que permita gestionar los vínculos globales debe complementar las políticas nacionales. Las funciones específicas que desempeñan las instituciones financieras internacionales y las monedas mundiales trascienden el comercio internacional y las interacciones financieras directamente relacionadas con él en los dos primeros estratos de la globalización. Es necesario aplicar un enfoque regulador conjunto acordado internacionalmente que permita a las autoridades gestionar correctamente los riesgos financieros mundiales, especialmente los asociados con el tercer estrato y su elevada prociclicidad. Dado que las políticas y las medidas de un país afectan a los demás, el multilateralismo es vital para lograr los mejores resultados para todos.

En lo que respecta a las instituciones financieras internacionales, la principal prioridad es completar las reformas financieras globales en curso, que potenciarán en gran medida la resiliencia del sistema financiero mundial. Un marco regulador mundial acordado internacionalmente, que incluya mecanismos transfronterizos de intercambio de información, es la base para la supervisión eficaz de los bancos con presencia internacional, además de fomentar reglas del juego equitativas, una condición previa para la eficiencia y la solidez a escala mundial.

En el caso de las monedas mundiales, continúa siendo importante contar con mecanismos eficaces de gestión de crisis, para lo que lógicamente también es imprescindible la cooperación internacional. Los bancos centrales han profundizado en la satisfactoria cooperación que comenzaron durante la GCF. Entre los de las principales áreas monetarias existen, o pueden establecer con rapidez según sea necesario, líneas de *swaps* de divisas. Además, todavía podría haber margen para seguir reforzando estos mecanismos, pese a que las cuestiones de gestión del riesgo y gobernanza aún preocupan. Sin embargo, sería deseable hacer mayor hincapié en evitar la acumulación de desequilibrios financieros. Como mínimo, esto supondría tener en cuenta de forma más sistemática los mecanismos de propagación internacional y retroalimentación al diseñar las políticas nacionales⁴⁹.

La cooperación internacional también es necesaria más allá de las finanzas, a fin de garantizar la igualdad de condiciones en el comercio y en ámbitos como el tributario. Los acuerdos comerciales multilaterales propician la creación de los mayores mercados comunes para maximizar la eficiencia. Los vínculos comerciales y financieros permiten a las empresas, en particular a las grandes multinacionales, tomar decisiones sobre la producción y la declaración de beneficios con miras a minimizar su carga impositiva. Evitar estas prácticas permitiría que el capital, que goza

de mayor movilidad, soportara parte de la carga fiscal junto con el factor trabajo, que es menos móvil, atajando así la desigualdad en la distribución de la renta. La combinación de medidas nacionales e internacionales bien diseñadas puede garantizar que la globalización continúe beneficiando a la economía mundial y al nivel de vida de los ciudadanos.

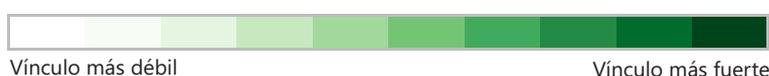
Mapa de la globalización

Las relaciones comerciales y financieras no se distribuyen de forma uniforme entre países. La apertura comercial bilateral suele ser mayor entre países próximos geográficamente o similares desde el punto de vista económico (Cuadro VI.A, panel superior izquierdo)①. Como consecuencia, la apertura comercial dentro de cada región (elementos en diagonal en el panel superior izquierdo) tiende a ser mayor que la apertura entre regiones (resto de elementos). Las economías europeas avanzadas son, con diferencia, la región con mayor apertura interna. Ahora bien, en los últimos 15 años la apertura comercial intrarregional ha cambiado poco en las economías avanzadas, mientras que ha aumentado notablemente en las EME (Cuadro VI.A, panel inferior izquierdo), coincidiendo con un incremento de las relaciones comerciales entre ambas, merced sobre todo al crecimiento y desarrollo de las EME.

Vínculos bilaterales comerciales están más generalizados; vínculos financieros más concentrados

Vínculos bilaterales comerciales y financieros entre regiones como porcentaje del PIB de la región Cuadro VI.A

Vínculos comerciales								Vínculos financieros							
2015								2015							
Exportadores								Prestatarios							
Importadores								Prestatarios							
	AEu	OA	EEu	EA	LA	AME		AEu	OA	EEu	EA	LA	AME		
AEu	20,9	1,4	2,7	1,5	0,6	1,5	AEu	86,2	23,6	7,6	4,5	5,9	5,3		
OA	1,0	7,7	0,2	1,9	1,3	0,5	OA	20,5	31,0	0,7	4,1	4,1	2,1		
EEu	3,1	0,2	9,0	0,6	0,2	1,0	EEu	2,1	0,3	1,8	0,2	0,1	0,0		
EA	1,9	2,8	0,8	12,0	1,0	1,6	EA	0,9	1,7	0,3	2,4	0,3	0,8		
LA	0,5	1,5	0,2	0,7	3,5	0,3	LA	0,7	1,0	0,0	0,0	1,5	0,0		
AME	1,1	0,6	0,4	2,0	0,2	5,4	AME	3,5	2,0	0,5	0,5	0,3	5,5		
Variación entre 2001 y 2015								Variación entre 2001 y 2015							
Exportadores								Prestatarios							
Importadores								Prestatarios							
	AEu	OA	EEu	EA	LA	AME		AEu	OA	EEu	EA	LA	AME		
AEu	0,3	0,1	1,2	0,4	0,1	0,5	AEu	31,5	8,4	4,8	2,6	1,9	2,6		
OA	-0,1	-0,4	0,1	0,3	0,3	0,2	OA	7,7	17,9	0,4	2,3	1,7	1,4		
EEu	1,5	0,1	2,6	0,1	0,1	0,6	EEu	1,6	0,1	1,2	0,0	0,1	0,0		
EA	0,4	0,6	0,3	4,1	0,5	0,7	EA	0,3	1,0	0,3	0,2	0,2	0,6		
LA	0,1	0,3	0,1	0,4	0,2	0,1	LA	0,6	0,7	0,0	0,0	0,6	0,0		
AME	0,0	0,0	0,1	0,5	0,0	2,5	AME	2,2	1,7	0,4	0,5	0,3	4,4		



EA (economías avanzadas): AEu = Europa avanzada; OA = otras economías avanzadas.

EME (economías de mercado emergentes): AME = África y Oriente Medio; EA = Asia emergente; EEu = Europa emergente; LA = América Latina.

En cada celda, el numerador se calcula como la suma de los vínculos bilaterales (financieros o comerciales) de los distintos países; el denominador equivale al PIB combinado de las dos regiones, ajustado para excluir cualquier vínculo bilateral no incluido. La lista completa de países puede consultarse en http://www.bis.org/statistics/ar2017stats/ar87_c6.xlsx.

Fuentes: FMI, Coordinated Portfolio Investment Survey y *Direction of Trade Statistics*; Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo, Foreign Direct Investment Statistics; estadísticas bancarias territoriales del BPI; cálculos del BPI.

Como reflejo de los dos primeros estratos de la globalización, donde la apertura real y la financiera están estrechamente interrelacionadas, existen evidentes similitudes entre los patrones de los vínculos bilaterales financieros y comerciales²⁰. Como ocurre con los vínculos comerciales, los vínculos bilaterales financieros más estrechos se dan entre regiones económicas avanzadas y dentro de ellas (Cuadro VI.A, panel superior derecho). Además, al igual que en el caso del comercio internacional, existen fuertes vínculos financieros entre las economías europeas avanzadas y emergentes, entre América del Norte y América Latina, y entre todos los grupos económicos avanzados y las economías asiáticas emergentes. Estas similitudes entre los mapas de vínculos reales y financieros reflejan los dos primeros estratos de la globalización.

No obstante, en línea con el tercer estrato, también existen diferencias significativas entre los patrones de los vínculos reales y financieros. Por ejemplo, los vínculos bilaterales financieros están más concentrados que los comerciales. Los vínculos más fuertes, que se observan entre economías europeas avanzadas, son notablemente más profundos que los que existen entre economías avanzadas y las EME, o dentro de las EME.

La evolución de los vínculos financieros y comerciales ha presentado claras divergencias durante los últimos 20 años. Mientras que se ha producido un acusado incremento del comercio dentro del bloque de EME, especialmente entre aquellas de una misma región, no ha ocurrido lo mismo con los flujos financieros, excepto en África y Oriente Medio (Cuadro VI.A, paneles inferiores). El incremento mucho mayor de los flujos financieros entre economías avanzadas en comparación con las EME sugiere que, a pesar de la GCF, el ritmo de innovación y desarrollo financieros continúa siendo mucho más elevado en las economías avanzadas (cuadrante superior izquierdo del panel inferior derecho). Estamos en este caso ante una clara manifestación del tercer estrato de la globalización.

²⁰Esto se ha constatado desde hace tiempo en la literatura internacional sobre el comercio; véase por ejemplo J. Bergstrand, «The gravity equation in international trade: some microeconomic foundations and empirical evidence», *The Review of Economics and Statistics*, vol. 67, nº 3, pp. 474–81, 1985. ²¹ Los tres estratos de la globalización, como se explica en el texto principal, hacen referencia a niveles crecientes de sofisticación de los vínculos entre economías. Se trata de (i) el comercio de materias primas y productos elaborados, con vínculos financieros internacionales sencillos, como los pagos transfronterizos; (ii) relaciones comerciales y financieras más complejas, con la fragmentación de la producción por países para incrementar la eficiencia y los correspondientes mecanismos de financiación; y (iii) operaciones financieras utilizadas cada vez más para gestionar activamente los balances, incluidos los activos y pasivos generados por los dos primeros estratos.

¿Desglobalización financiera en el sector bancario?

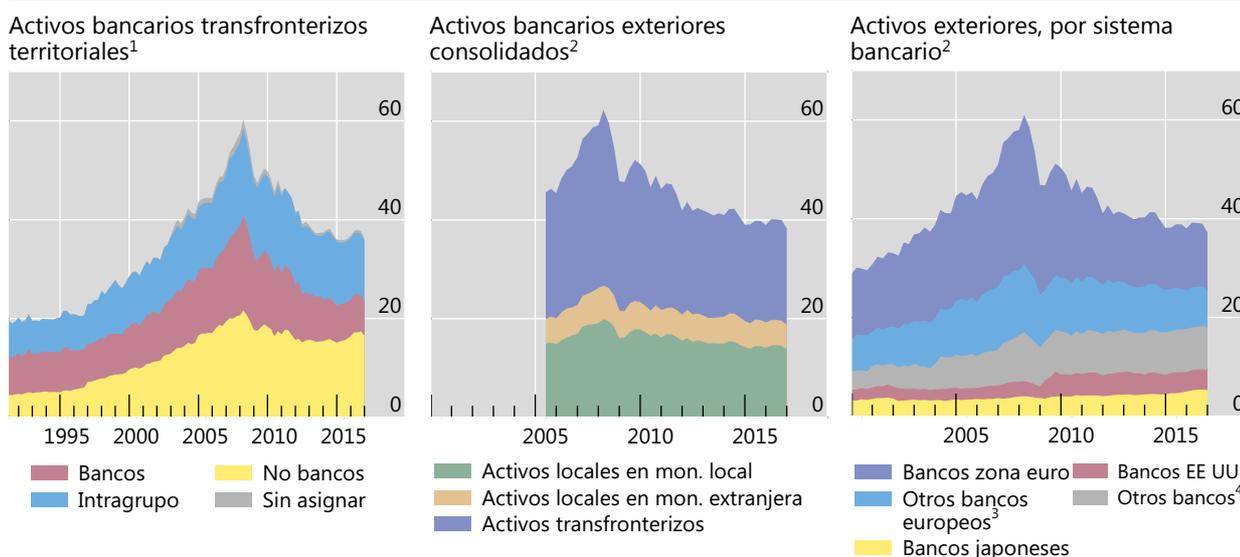
La expresión «techo del comercio» alude a la hipótesis de que el comercio mundial haya dejado de crecer más rápido que el PIB mundial, pudiendo impedir la estrategia de crecimiento económico basado en el comercio. Una tesis paralela, que podríamos llamar «techo de las finanzas» global, afirma que las finanzas han tocado techo en todo el mundo y ha comenzado un proceso de desglobalización financiera. En particular, los observadores han interpretado que los datos bancarios internacionales reflejan una desglobalización financiera. El presente recuadro rebate esa conclusión.

Las estadísticas del BPI sobre posiciones bancarias transfronterizas parecen indicar que la desglobalización bancaria se inició durante la GCF de 2007–09 y continúa desde entonces. El Gráfico VI.B.1 (panel izquierdo) muestra que los activos transfronterizos declarados por entidades bancarias de más de 40 jurisdicciones disminuyeron desde un máximo del 60% del PIB mundial en 2007 hasta menos del 40% desde 2013. Estos datos se recopilan con arreglo a las convenciones de la balanza de pagos (criterio territorial) y se utilizan con frecuencia para medir la integración financiera internacional^①.

¿Desglobalización? Perspectivas territoriales frente a consolidadas

En porcentaje del PIB mundial

Gráfico VI.B.1



¹ Activos transfronterizos totales (incluidas las posiciones intragrupo) declarados por bancos en todas las ubicaciones de declaración frente a prestatarios de todo el mundo. ² Activos exteriores consolidados (excluidas las posiciones intragrupo) de bancos con sede en todos los países declarantes frente a prestatarios de todo el mundo. Los activos exteriores incluyen tanto activos transfronterizos como los activos locales de filiales de los bancos en el exterior, pero excluyen los activos frente a residentes de los países de origen de los bancos. La división de los activos locales en activos en moneda local y activos en moneda extranjera se obtiene aplicando el porcentaje de activos locales (todas las monedas) en los activos exteriores de las estadísticas en base al riesgo último al valor total de activos exteriores reflejado en las estadísticas en base al prestatario directo. ³ Bancos con sede en CH, DK, GB, NO y SE. ⁴ Bancos con sede en AU, BR, CA, CL, HK, IN, KR, MX, PA, SG, TR y TW.

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*; estadísticas bancarias consolidadas (en base al prestatario directo y al riesgo último) y estadísticas bancarias territoriales del BPI.

Sin embargo, el uso de los activos exteriores tiene una limitación, ya que duplican la contabilización de algunas posiciones y no tienen en cuenta otras que son relevantes. Dar prioridad a la ubicación de la actividad bancaria puede resultar útil para examinar los agregados macroeconómicos, como el empleo y el valor añadido. Ahora bien, puede que los activos transfronterizos no sean el mejor criterio para analizar las tendencias de la globalización en el sector bancario. Contabilizan por duplicado posiciones en las que la matriz de un banco financia a una de sus sucursales en un centro financiero como Londres (panel izquierdo, zona en azul) que luego presta el dinero a otro país. Al mismo

tiempo, las posiciones locales de los bancos, a saber aquellas contabilizadas por una de sus filiales en el extranjero frente a residentes del país de acogida, no se contabilizan en las posiciones exteriores del país de origen del banco ni en las del país donde está radicada la filial. En términos consolidados, realmente *son* posiciones exteriores, ya que el banco tiene un activo frente a un prestatario fuera del país de origen, aunque se contabilice e incluso se financie localmente.

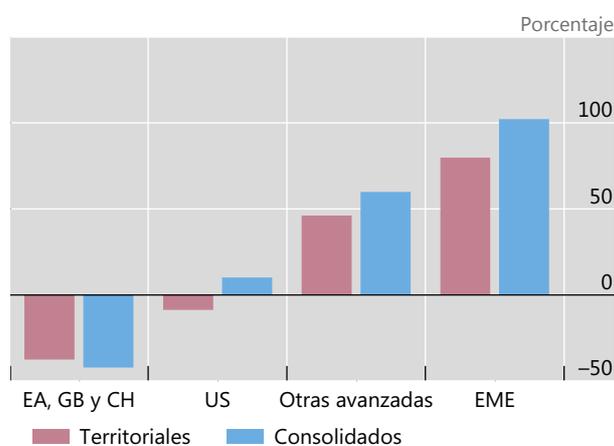
Las estadísticas bancarias consolidadas del BPI organizadas por nacionalidad (basadas en la ubicación de la sede de los bancos) ofrecen una perspectiva más esclarecedora sobre la desglobalización bancaria. En primer lugar, los datos indican que las posiciones locales no se han contraído tanto como las transfronterizas (Gráfico VI. B.1, panel central). Es cierto que los activos intragrupo que se restan prácticamente equivalen a los activos locales que se suman, de tal forma que el panel central muestra una evolución muy similar a la del panel izquierdo. Sin embargo, la perspectiva consolidada también deja claro que la contracción de la actividad bancaria internacional se circunscribe en gran medida a los bancos europeos (Gráfico VI.B.1, panel derecho).

Puede constatar que la aparente desglobalización tiene un carácter más regional que mundial comparando el crecimiento de los activos en función del país donde se contabilizan con su crecimiento en función de la nacionalidad de los bancos (Gráfico VI.B.2, panel izquierdo). La contracción de los activos de los bancos con sede en la zona del euro fue superior al descenso mundial, es decir, los activos exteriores de estos bancos disminuyeron en más de 9 billones de dólares, mientras que los de los bancos estadounidenses, de otros países avanzados y de EME crecieron. La fortaleza de la aparente desglobalización de la actividad bancaria refleja el tamaño de los bancos europeos antes de la GCF y su posterior contracción.

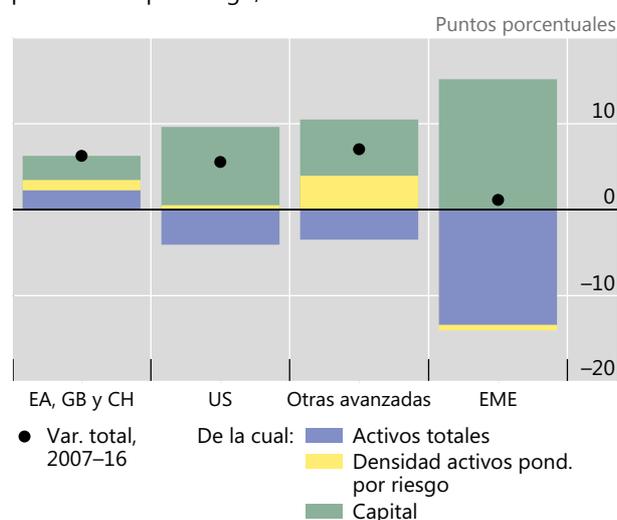
Reducción de activos exteriores por los bancos europeos para reforzar su capitalización

Gráfico VI.B.2

Crecimiento de los activos territoriales/consolidados, 2007–16¹



Variación del coeficiente de capital sobre activos ponderados por riesgo, 2007–16²



¹ Activos territoriales: EA, GB y CH = AT, BE, CH, DE, ES, FI, FR, GB, GR, IE, IT, LU, NL y PT; Otras avanzadas = AU, CA, DK, HK, JP, NO, SE y SG; EME = BR, CL, IN, KR, MX, MY, PA, TR y TW. Activos consolidados: EA, GB y CH = AT, BE, CH, DE, ES, FI, FR, GB, GR, IE, IT, NL y PT; Otras avanzadas = AU, CA, DK, HK, JP, NO, SE y SG; EME = BR, CL, IN, MX, PA, TR y TW. Las cifras de Estados Unidos (US) están corregidas por rupturas de la serie. ² Muestra de más de 100 bancos con activos totales por valor de 100 000 millones de dólares como mínimo en 2014. EA, GB y CH = AT, BE, CH, DE, ES, FR, GB, GR, IE e IT; Otras avanzadas = AU, CA, DK, HK, NO, SE y SG; EME = CN, IN, KR, MY, TR y TW. El gráfico desglosa los distintos componentes de la variación del coeficiente de capital ordinario de Nivel 1 (CET1). La variación total de los coeficientes se indica mediante puntos. La contribución de cada componente concreto se indica por medio de la altura del segmento correspondiente. Una contribución negativa indica que el componente tuvo un efecto de reducción del coeficiente de capital. Todas las cifras son medias ponderadas por los activos totales al cierre de 2016.

Fuentes: B. Cohen y M. Scatigna, «Banks and capital requirements», *Journal of Banking and Finance*, vol. 69, sup. 1, pp. S56–S69, 2016; SNL; estadísticas bancarias territoriales y consolidadas del BPI; cálculos del BPI.

La reducción de los activos exteriores de los bancos europeos debe entenderse como un desapalancamiento (cíclico) tras una saturación bancaria más que como una tendencia estructural de desglobalización. Aunque la mayoría de los grandes bancos han elevado su coeficiente de capital sobre activos ponderados por riesgo desde la GCF (Gráfico VI.B.2, panel derecho, puntos negros), las entidades europeas han sido las únicas que lo han hecho, en parte, reduciendo sus activos totales (barra de color violeta positiva). Los grandes bancos del resto del mundo elevaron suficientemente su capital mediante beneficios no distribuidos y la emisión de acciones al tiempo que ampliaban sus activos totales. Dicho de otro modo, los bancos europeos no se recapitalizaron lo suficiente para poder aumentar en 5 puntos porcentuales su coeficiente de capital ponderado por riesgo sin tener que reducir sus activos. Dadas las amplias operaciones de los bancos europeos en el extranjero, su retroceso se dejó sentir en todo el mundo^②. De hecho, dejando a un lado a los bancos españoles, el sesgo local salvó por lo general a los activos locales de dicha reducción.

Cuando un banco se retira a su mercado de origen tras sufrir pérdidas, puede deberse a una reducción de la rentabilidad esperada en el exterior o bien a un aumento de la aversión al riesgo, especialmente si las pérdidas se han producido en el extranjero. Pero también puede ser consecuencia de decisiones de política en el contexto de ayudas públicas generalizadas a los bancos y políticas monetarias no convencionales centradas en el préstamo interno^③. En este sentido, el sesgo local que se observó en el desapalancamiento de los bancos europeos parece reflejar en parte esas políticas. En todo caso, los datos bancarios consolidados permiten identificar el origen regional de la tendencia aparente de los agregados mundiales.

① P. Lane y G. Milesi-Ferretti, «International financial integration in the aftermath of the global financial crisis», *IMF Working Papers*, n° WP/17/115, 2017. ② R. McCauley, A. Bénétix, P. McGuire y G. von Peter, «Financial deglobalisation in banking?», *BIS Working Papers*, próxima publicación. ③ K. Forbes, D. Reinhardt y T. Wieladek, «The spillovers, interactions, and (un)intended consequences of monetary and regulatory policies», *Journal of Monetary Economics*, vol. 85, pp. 1–22, 2016.

La globalización y los mecanismos de propagación de las tasas de interés

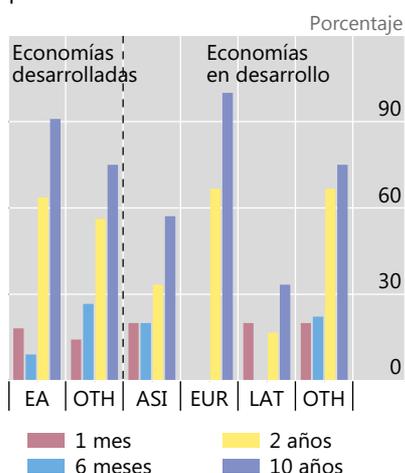
El auge de la globalización ha coincidido con una significativa acentuación de la evolución acompasada de los precios de los activos en todo el mundo. Por ejemplo, la correlación de los rendimientos de la deuda soberana a 10 años de economías avanzadas durante los últimos 20 años se ha duplicado con creces con respecto a los dos decenios anteriores. En vista de los innumerables cambios en los vínculos reales y financieros entre países, resulta complicado determinar si la sincronía de los precios de los activos refleja factores comunes o bien efectos de propagación desde determinados países. Una forma de esclarecer esto es examinar la respuesta de los precios de los activos internacionales ante un acontecimiento inesperado («perturbación») que se haya originado claramente en un país.

Los anuncios de política monetaria son un buen ejemplo de perturbaciones, ya que están muy relacionados con la situación interna de un país. Dado que los precios de los activos incorporan todos los acontecimientos previstos, la perturbación debe medirse como el cambio inesperado de la política monetaria e incluir información sobre la orientación futura de la política¹. La reacción de las tasas de interés a una perturbación de la política monetaria en un otro país se mide mediante una regresión de la variación diaria de la tasa de interés local causada por la perturbación de la política en dicho país. Esta perturbación se identifica a partir de la variación de las tasas de interés a corto y largo plazo del país extranjero durante un intervalo de 25 minutos en torno al anuncio de política monetaria². La respuesta de las tasas de interés a uno y seis meses, y a dos y 10 años, se analiza para un panel de 47 economías avanzadas y EME.

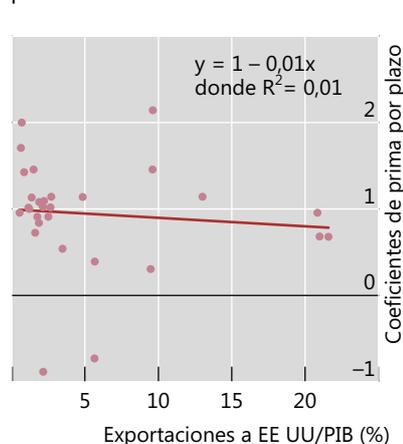
Efectos de propagación internacional de las tasas de interés relacionados con los vínculos financieros, no con los comerciales

Gráfico VI.C

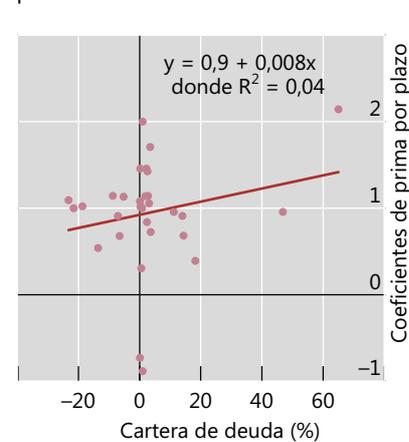
Proporción de tasas nacionales con reacción significativa a perturbaciones en EE UU¹



Correlación entre apertura comercial y sensibilidad de las tasas a perturbaciones en EE UU²



Correlación entre apertura financiera y sensibilidad de las tasas a perturbaciones en EE UU³



Economías desarrolladas: EA = AT, BE, DE, ES, FI, FR, GR, IE, IT, NL, PT; OTH = AU, CA, CH, CZ, DK, GB, HK, IL, JP, KR, NO, NZ, SE, SG, TW, US. Economías en desarrollo: ASI = CN, ID, IN, MY, PH, TH, VN; EUR = PL, RO, TR; LAT = BR, CL, CO, MX, PE, VE; OTH = NG, PK, RU, ZA.

¹ Porcentaje de países con una reacción estadísticamente significativa a una perturbación de las tasas de interés de EE UU para los *swaps* a uno y seis meses sobre índices a un día y los rendimientos a dos y 10 años. Las agrupaciones regionales de países se rigen por la clasificación del FMI. ² Diagrama de dispersión de los coeficientes de la prima por plazo en la regresión de la propagación internacional del rendimiento a 10 años frente al coeficiente entre las exportaciones a Estados Unidos de cada país y su PIB. La correlación no es estadísticamente significativa. ³ Diagrama de dispersión de los coeficientes de la prima por plazo en la regresión de la propagación internacional del rendimiento a 10 años frente al coeficiente entre los activos por deuda en cartera y el PIB. La correlación es estadísticamente significativa con un valor de p de 0,12.

Fuente : J. Kearns, A. Schrimpf y D. Xia, «The monetary spillover matrix: explaining interest rate spillovers», *BIS Working Papers*, próxima publicación.

Nuestros resultados señalan considerables efectos de propagación entre países, en particular la influencia de las tasas estadounidenses sobre las tasas de interés a largo plazo. Por ejemplo, los rendimientos de los bonos a 10 años en 34 de los 47 países muestran una respuesta estadísticamente significativa a las perturbaciones en Estados Unidos, comparada con aproximadamente la mitad de esa cifra en el caso de las perturbaciones de las tasas de interés de la zona del euro y tan solo entre cinco y ocho países cuando las perturbaciones las generan los bancos centrales de otras cinco economías avanzadas. Estas reacciones también son significativas desde el punto de vista económico: para el país en la mediana, los rendimientos a largo plazo subieron 4 puntos básicos en respuesta a un ascenso de 10 puntos básicos de las primas por plazo estadounidenses. La relevancia de los anuncios de política monetaria de Estados Unidos está relacionada con la hegemonía del dólar estadounidense en los mercados financieros internacionales. Los efectos de propagación a escala internacional también son claramente mayores para las tasas de interés a largo plazo. Cuando se observan las tasas a uno y seis meses, solo ocho países muestran efectos de propagación significativos de las tasas de interés estadounidenses. En cambio, para los rendimientos de los bonos a dos y 10 años, 23 y 34 países registran respuestas significativas, respectivamente (Gráfico VI.C, panel izquierdo).

La propagación internacional de las tasas de interés está más relacionada con la apertura financiera que con la apertura comercial. La intensidad de los efectos de propagación internacional de las tasas de interés no muestra conexión alguna con la apertura comercial medida por el coeficiente entre el comercio y el PIB (Gráfico VI.C, panel central), pero sí está correlacionada con los indicadores de apertura financiera. Por ejemplo, existe una relación estadísticamente significativa entre la intensidad de los efectos de propagación internacional de las tasas de interés y la apertura financiera, medida por el coeficiente entre los activos internacionales en forma de deuda de cartera y el PIB (Gráfico VI.C, panel derecho).

① Las perturbaciones utilizadas son las recogidas en M. Ferrari, J. Kearns y A. Schrimpf, «Monetary policy's rising FX impact in the era of ultra-low rates», *BIS Working Papers*, nº 626, 2017. La reacción de las tasas de interés a las perturbaciones de la política monetaria de siete bancos centrales se describe en J. Kearns, A. Schrimpf y D. Xia, «The monetary spillover matrix: explaining interest rate spillovers», *BIS Working Paper*, de próxima publicación. ② Para captar toda la información de los anuncios de política del banco central se utilizan tres perturbaciones: (i) la variación de la tasa de interés a un mes de los *swaps* sobre índices a un día (conocida como «perturbación de objetivo»); (ii) la variación del rendimiento del bono a dos años que es ortogonal a la primera perturbación (conocida como «perturbación de trayectoria»); y (iii) la variación del rendimiento del bono a 10 años que es ortogonal a las dos primeras perturbaciones (denominada «perturbación de la prima por plazo»).

Notas

- ¹ Este capítulo no aborda los flujos migratorios entre países, otra dimensión importante de la globalización. Borjas (2015) repasa las posibles ganancias para el PIB que podrían derivarse de los movimientos migratorios. Obviamente, habría numerosos impedimentos prácticos para materializar esas ganancias. Por otra parte, el presente capítulo mide la apertura real y financiera utilizando parámetros *de facto*, basados en resultados observados, en lugar de parámetros *de jure*, que se basan en normas y restricciones jurídicas. Los parámetros *de facto* suelen ser indicadores más precisos de la apertura real, ya que las medidas *de jure* no tienen en cuenta la eficacia de los controles ni la protección implícita.
- ² Este tipo de financiación tiene más protagonismo en las EME, donde la proporción se acerca a los dos tercios, frente a un tercio aproximadamente en las economías avanzadas, según cálculos a partir de los datos utilizados por Casas et al (2016). Véase también Ito y Chinn (2015).
- ³ Véase CGFS (2014). Se ha constatado empíricamente que los bancos extranjeros contribuyen a las exportaciones desde EME proporcionando financiación externa y garantías de pago (Claessens et al (2015)).
- ⁴ Por ejemplo, las ventas de las filiales de multinacionales estadounidenses tienen destinos muy diversos: el mercado en el que están radicadas (más de la mitad), terceros países (un tercio) y Estados Unidos (11%) (Antràs y Yeaple (2014)). Las multinacionales no solo participan más activamente en la IED y el comercio, sino que también difunden la tecnología al concentrar la investigación y el desarrollo en la matriz y la producción en filiales (Keller (2010)). En este segundo estrato, la transferencia de conocimientos e ideas puede fomentar el comercio, pero también actuar como sustituto de este, tal como propone Baldwin (2016).
- ⁵ Véase en Kim y Shin (2016) la conexión entre la longitud de la cadena de producción y el nivel de financiación externa necesaria.
- ⁶ El nivel exacto de apertura comercial difiere ligeramente de unas estimaciones a otras, pero el perfil es similar; véanse Federico y Tena-Junguito (2016), Klasing y Milionis (2014) y Estevadeordal et al (2003).
- ⁷ Irwin (2002) atribuye la mitad del desplome del comercio mundial en el periodo 1929–32 al incremento de los aranceles aduaneros, los contingentes de importación y los controles del tipo de cambio.
- ⁸ Por ejemplo, Constantinescu et al (2017) argumentan que los acuerdos comerciales impulsaron el crecimiento del comercio en 2 puntos porcentuales anuales desde 1995, mientras que Meissner (2014) afirma que durante fases de fuerte expansión el comercio ha crecido más rápido que el PIB.
- ⁹ Véase un panorama general de las cadenas de valor mundiales en Elms y Low (2013), Kowalski et al (2015), OMC (2014) y las referencias bibliográficas de dichos estudios.
- ¹⁰ Véanse Antràs y Yeaple (2014) y Bernard et al (2009).
- ¹¹ Sobre los factores que contribuyen al crecimiento de las inversiones en participaciones del capital y la IED en particular, véanse Kose et al (2009) y Koepke (2015).
- ¹² Véanse Avdjiev et al (2014) y Gruic et al (2014).
- ¹³ Véase Lane y Milesi-Ferretti (2017).
- ¹⁴ Véanse el análisis de esta cuestión y las referencias bibliográficas en Caruana (2017).
- ¹⁵ Numerosos estudios examinan la caída y posterior debilidad del comercio, por ejemplo los de Baldwin (2009), Constantinescu et al (2015, 2017), BCE (2016), Hoekman (2015), FMI (2016) y Haugh et al (2016).
- ¹⁶ Amiti y Weinstein (2011), Ahn et al (2011), Chor y Manova (2012) y Cheung y Guichard (2009) encuentran evidencias de que el endurecimiento de las condiciones crediticias ha tenido algo que ver con la caída del comercio, mientras que Paravisini et al (2015) y Levchenko et al (2010) afirman lo contrario.
- ¹⁷ Véase Milesi-Ferretti y Tille (2011).
- ¹⁸ Véanse, por ejemplo, Borio (2014) y Caruana (2017).
- ¹⁹ Véase Shin (2013).

- ²⁰ Véanse Claessens y van Horen (2015) y CGFS (2014).
- ²¹ Véanse sendos análisis de la desigualdad en la distribución de la renta mundial en Bourguignon (2015), Lakner y Milanovic (2015), Deaton (2013) y Milanovic (2013). Véase también Pereira da Silva (2016).
- ²² Véase Milanović (2013).
- ²³ Para el 10% de la población con mayores ingresos se aprecia también una tendencia parecida, pero los datos anteriores a la década de 1980 para este indicador son menos completos.
- ²⁴ Véase Piketty y Saez (2014).
- ²⁵ Dabla-Norris et al (2015) constatan que una mayor proporción de la renta en manos del 20% de la población con mayores ingresos reduce el crecimiento, mientras que en manos del 20% con menores ingresos tiene el efecto contrario. Ostry et al (2014) llegan a la misma conclusión utilizando un coeficiente de Gini para medir la desigualdad. Halter et al (2014) sugieren que la desigualdad fomenta el crecimiento en el corto plazo pero no en el largo.
- ²⁶ Véanse Cline (1997) y FMI (2007).
- ²⁷ Los estudios sobre comercio y crecimiento abundan; véanse por ejemplo Frankel y Romer (1999), Irwin y Terviö (2002), Lee et al (2004) y Noguer y Siscart (2005). Broda y Weinstein (2006) muestran que la mayor variedad de bienes es un determinante fundamental de las ganancias generadas por el comercio.
- ²⁸ Kose et al (2006) ofrecen un exhaustivo repaso y concluyen que los beneficios son indirectos y difíciles de medir. Rodrik y Subramanian (2009) y los estudios citados en sus referencias bibliográficas resumen la falta de evidencias contundentes sobre la existencia de beneficios sustanciales de la globalización financiera. Otros estudios, sin embargo, sí constatan que la liberalización de los mercados financieros y de capital impulsa el crecimiento; véanse por ejemplo Alfaro et al (2004), Bekaert et al (2005) y Klein y Olivei (2008).
- ²⁹ Véase Fajgelbaum y Khandelwal (2016).
- ³⁰ Beck et al (2007) concluyen que la mejora del acceso a la financiación incrementa el nivel de renta de la población pobre. Esta teoría ha sido confirmada recientemente por Ben Naceur y Zhang (2016) para la mayoría de los indicadores de desarrollo financiero, pero no para la liberalización del sector financiero. Menores restricciones en las operaciones bancarias también pueden traducirse en un incremento de la renta de los hogares más pobres, según Beck et al (2010).
- ³¹ Véase una síntesis en Claessens y Perotti (2007).
- ³² Autor et al (2017) encuentran evidencias de que la caída de la participación de las rentas del trabajo en el PIB se debe fundamentalmente a una reasignación entre empresas, y no a una caída de la media no ponderada de esa participación dentro de las empresas. Relacionan este hallazgo con la evidencia de que las empresas más productivas de cada sector son las principales beneficiadas de la globalización.
- ³³ La literatura coincide en general en que la apertura financiera incrementa la desigualdad en la distribución de la renta. Sobre este tema, véanse por ejemplo Cabral et al (2016), Figini y Görg (2011), FMI (2007) y Jaumotte et al (2013). Esta conclusión no se circunscribe a las EME. Por ejemplo, incluso en el caso de los países de la OCDE, Denk y Cournède (2015) observan que la expansión financiera agravó la desigualdad en la distribución de la renta y que no hay evidencias de que esto se deba a crisis financieras.
- ³⁴ Aunque un buen número de estudios ha constatado que la apertura comercial ha reducido la desigualdad (Jaumotte et al 2013, FMI 2007), y probablemente haya reducido el desempleo (Görg (2011)), el repaso de estudios nacionales emprendido por Goldberg y Pavcnik (2007) ofrece resultados muy distintos. Estas conclusiones opuestas pueden sugerir la existencia de otros factores que también afecten a la relación entre comercio y desigualdad. Por ejemplo, Milanović (2005) encuentra que la apertura comercial reduce el porcentaje de la renta en manos de la población pobre en los países de rentas bajas, pero lo incrementa para niveles superiores de renta nacional.
- ³⁵ Véase un repaso de la reducción de la participación del trabajo en OMT y OCDE (2014) y Karabounis y Neiman (2014).
- ³⁶ Véase Autor et al (2013).
- ³⁷ Borio et al (2011) describen cómo el capital internacional puede facilitar los excesos financieros nacionales. La mayoría de los estudios concluyen que las crisis financieras incrementan la desigualdad; véanse Bazillier y Héricourt (2014), de Haan y Sturm (2017), Atkinson y Morelli (2011),

Baldacci et al (2002) y Li y Yu (2014); sin embargo, otros afirman lo contrario; véanse Denk y Cournède (2015), Honohan (2005) y Jaumotte y Osorio Buitron (2015). En parte, estas diferencias pueden deberse a que el efecto de las crisis sobre la desigualdad es aparentemente mayor para las EME que para las economías avanzadas; véanse a este respecto Galbraith y Jiaqing (1999) y Agnello y Sousa (2012). Chen y Ravallion (2010) señalan las significativas repercusiones para la pobreza de las crisis financieras.

³⁸ Véase Rey (2015).

³⁹ Véanse otras evidencias empíricas sobre la prociclicidad de los flujos de capital con respecto al crecimiento del PIB nacional en Broner et al (2013), Contessi et al (2013), Bluedorn et al (2013), Hoggarth et al (2016) y Avdjiev et al (2017b). Hoggarth et al (2016) también analizan la prociclicidad de los flujos de capital con respecto al crédito interno. Véanse otras evidencias empíricas sobre la prociclicidad de los flujos de capital con respecto a factores globales en Koepke (2015), Nier et al (2014) y Eichengreen et al (2017).

⁴⁰ Véanse Borio et al (2011), Avdjiev et al (2012) y Lane y McQuade (2014).

⁴¹ Véase Shin (2016).

⁴² Véase Avdjiev et al (2017a).

⁴³ Véanse Borio (2014, 2016) y Caruana (2015).

⁴⁴ Véase Shin (2015).

⁴⁵ Sobre el canal de asunción de riesgo vinculado al tipo de cambio, véanse Bruno y Shin (2015, 2017) y Hofmann et al (2016).

⁴⁶ Véase un repaso reciente de las políticas que pueden mejorar la equidad de la reforma comercial en FMI-Banco Mundial-OMC (2017).

⁴⁷ Véase Borio (2014).

⁴⁸ Caballero et al (2005) demuestran las ventajas de la distribución de riesgos con una comparación entre Australia y Chile durante la crisis financiera asiática.

⁴⁹ Véase Agénor et al (2017).

Referencias bibliográficas

- Agénor, P.-R., E. Kharroubi, L. Gambacorta, G. Lombardo y L. A. Pereira da Silva (2017): «The international dimensions of macroprudential policies», *BIS Working Papers*, nº 643, junio.
- Agnello, L. y R. Sousa (2012): «How do banking crises impact on income inequality?», *Applied Economics Letters*, vol. 19, issue 15, pp. 1425–9.
- Ahn, J., M. Amiti y D. Weinstein (2011): «Trade finance and the great trade collapse», *American Economic Review*, vol. 101, nº 3, pp. 298–302.
- Alfaro, L., A. Chanda, S. Kalemli-Ozcan y S. Sayek (2004): «FDI and economic growth: the role of local financial markets», *Journal of International Economics*, vol. 64, nº 1, pp. 89–112.
- Amiti, M. y D. Weinstein (2011): «Exports and financial shocks», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 126, nº 4, pp. 1841–77.
- Antràs, P. y S. Yeaple (2014): «Multinational firms and the structure of international trade», *Handbook of International Economics*, vol. 4, cap. 2, pp. 55–130.
- Atkinson, A. y S. Morelli (2011): «Economic crises and inequality», *United Nations Human Development Research Paper 2011/06*.
- Autor, D., D. Dorn y G. Hanson (2013): «The China syndrome: local labor market effects of import competition in the US», *American Economic Review*, vol. 103, nº 6, pp. 2121–68.
- Autor, D., D. Dorn, L. Katz, C. Patterson y J. Van Reenen (2017): «Concentrating on the fall of the labor share», *American Economic Review: Papers & Proceedings*, vol. 107, nº 5, pp. 180–5.
- Avdjiev, S., M. Chui, y H.S. Shin (2014): «Sociedades no financieras de economías de mercado emergentes y flujos de capital», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre.
- Avdjiev, S., L. Gambacorta, L. Goldberg y S. Schiaffi (2017a): «The shifting drivers of global liquidity», *BIS Working Papers* nº 644, junio.
- Avdjiev, S., B. Hardy, S. Kalemli-Ozcan y L. Servén (2017b): «Gross capital inflows to banks, corporates and sovereigns», *NBER Working Papers*, nº 23116.
- Avdjiev, S., R. McCauley y P. McGuire (2012): «Rapid credit growth and international credit: challenges for Asia», *BIS Working Papers*, nº 377, abril.
- Baldacci, E., L. de Mello y G. Inchauste (2002): «Financial crises, poverty, and income distribution», *IMF Working Papers*, nº WP/02/4.
- Baldwin, R. (ed.) (2009): *The great trade collapse: causes, consequences and prospects*, CEPR e-book.
- Baldwin, R. (2016): *The great convergence*, Harvard University Press.
- Banco Central Europeo (2016): «Understanding the weakness in global trade. What is the new normal?», IRC Trade Task Force, *Occasional Paper Series*, nº 178.
- Bazillier, R. y J. Héricourt (2014): «The circular relationship between inequality, leverage, and financial crises: intertwined mechanisms and competing evidence», *CEPII Working Papers*, nº 2014-22.
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt y R. Levine (2007): «Finance, inequality and the poor», *Journal of Economic Growth*, vol. 12, nº 1, pp. 27–49.
- Beck, T., R. Levine y A. Levkov (2010): «Big bad banks? The winners and losers from bank deregulation in the United States», *The Journal of Finance*, vol. 65, nº 5, pp. 1637–67.
- Bekaert, G., C. Harvey y C. Lundblad (2005): «Does financial liberalization spur growth?», *Journal of Financial Economics*, vol. 77, nº 1, pp. 3–55.
- Ben Naceur, S. y R. X. Zhang (2016): «Financial development, inequality and poverty: some international evidence», *IMF Working Papers*, nº WP/16/32.
- Bergstrand, J. (1985): «The gravity equation in international trade: some microeconomic foundations and empirical evidence», *The Review of Economics and Statistics*, vol. 67, nº 3, pp. 474–81.
- Bernard, A., J. Bradford Jensen y P. Schott (2009): «Importers, exporters, and multi-nationals: a portrait of firms in the US that trade goods», en T. Dunne, J. Bradford Jensen y M. Roberts (eds), *Producer dynamics: new evidence from micro data*, National Bureau of Economic Research, pp. 513–52.

- Bluedorn, J., R. Dutttagupta, J. Guajardo y P. Topalova (2013): «Capital flows are fickle: anytime, anywhere», *IMF Working Papers*, nº WP/13/183.
- Borio, C. (2014): «The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt?», *Journal of Banking & Finance*, vol. 45, issue C, pp. 182–98.
- Borio, C. (2016): «More pluralism, more stability?», presentación en el Seventh High-level Swiss National Bank–International Monetary Fund Conference on the International Monetary System, Zúrich, 10 de mayo de 2016.
- Borio, C., R. McCauley y P. McGuire (2011): «El crédito mundial y el auge del crédito interno», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre.
- Borjas, G. (2015): «Immigration and globalization: a review essay», *Journal of Economic Literature*, vol. 53, nº 4, pp. 961–74.
- Bourguignon, F. (2015): *The globalization of inequality*, Princeton University Press.
- Broda, C. y D. Weinstein (2006): «Globalization and the gains from variety», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 121, nº 2, pp. 541–85.
- Broner, F., T. Didier, A. Erce y S. Schmukler (2013): «Gross capital flows: dynamics and crises», *Journal of Monetary Economics*, vol. 60, nº 1, pp. 113–33.
- Bruno, V. y H. S. Shin (2015): «Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy», *Journal of Monetary Economics*, vol. 71, pp. 119–132.
- Bruno, V. y H. S. Shin (2017): «Global dollar credit and carry trades: a firm-level analysis», *Review of Financial Studies*, vol. 30, pp. 703–49.
- Caballero, R., K. Cowan y J. Kearns (2005): «Fear of sudden stops: lessons from Australia and Chile», *The Journal of Policy Reform*, vol. 8, nº 4, pp. 313–54.
- Cabral, R., R. García-Díaz y A. Varella Mollick (2016): «Does globalization affect top income inequality?», *Journal of Policy Modeling*, vol. 38, nº 5, pp. 916–40.
- Caruana, J. (2015): «The international monetary and financial system: eliminating the blind spot», discurso pronunciado en la conferencia del FMI *Rethinking macro policy III: progress or confusion?*, Washington DC, 16 de abril de 2015.
- Caruana, J. (2017): «Have we passed 'peak finance'?», discurso pronunciado en el International Center for Monetary and Banking Studies, Ginebra, 28 de febrero de 2017.
- Casas, C., F. Diez, G. Gopinath y P-O. Gourinchas (2016): «Dominant currency paradigm», *NBER Working Papers*, nº 22943.
- Casas, C., F. Diez, G. Gopinath y P-O. Gourinchas (2017): «Dominant currency paradigm: a new model for small open economies», mimeo.
- Chen, S. y M. Ravallion (2010): «The developing world is poorer than we thought, but no less successful in the fight against poverty», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 125, nº 4, pp. 1577–1625.
- Cheung, C. y S. Guichard (2009): «Understanding the world trade collapse», *OECD Economics Department Working Papers*, nº 729.
- Chor, D. y K. Manova (2012): «Off the cliff and back? Credit conditions and international trade during the global financial crisis», *Journal of International Economics*, vol. 87, nº 1, pp. 117–33.
- Claessens, S., O. Hassib y N. van Horen (2015): «The role of foreign banks in trade», Federal Reserve Board, Maastricht University, Netherlands Bank.
- Claessens, S. y E. Perotti (2007): «Finance and inequality: channels and evidence», *Journal of Comparative Economics*, vol. 35, nº 4, pp. 748–73.
- Claessens, S. y N. van Horen (2015): «The impact of the global financial crisis on banking globalization», *IMF Economic Review*, vol. 63, nº 4, pp. 868–918.
- Cline, W. (1997): *Trade and income distribution*, Institute for International Economics, Washington DC.
- Cohen, B. y M. Scatigna (2016): «Banks and capital requirements», *Journal of Banking and Finance*, vol. 69, sup. 1, pp. S56–S69.
- Comité sobre el Sistema Financiero Global (2014): «EME banking systems and regional financial integration», *CGFS Publications*, nº 51.

- Contessi, S., P. De Pace y J. Francis (2013): «The cyclical properties of disaggregated capital flows», *Journal of International Money and Finance*, 32, pp. 528–55.
- Constantinescu, C., A. Mattoo y M. Ruta (2015): «The global trade slowdown: cyclical or structural?», *IMF Working Papers*, n° WP/15/6.
- Constantinescu, C., A. Mattoo y M. Ruta (2017): «Trade developments in 2016: policy uncertainty weighs on world trade», *Global Trade Watch*, Banco Mundial, Washington DC.
- Dabla-Norris, E., K. Kochhar, N. Suphaphiphat, F. Ricka y E. Tsounta (2015): «Causes and consequences of income inequality: a global perspective», *IMF Staff Discussion Note* 15/13.
- Darvas (2016): «Some are more equal than others: new estimates of global and regional inequality», *Bruegel Working Paper* 8.
- Deaton, A. (2013): *The great escape, health, wealth and the origins of inequality*, Princeton University Press.
- de Haan, J. y J-E. Sturm (2017): «Finance and income inequality: a review and new evidence», *European Journal of Political Economy*.
- Denk, O. y B. Cournède (2015): «Finance and income inequality in OECD countries», *OCDE Economics Department Working Papers*, n° 1224.
- Eichengreen, B., P. Gupta y O. Masetti (2017): «Are capital flows fickle? Increasingly? and does the answer still depend on type?», Banco Mundial, *Policy Research Working Paper* 7972.
- Elms, D. y P. Low (eds) (2013): *Global value chains in a changing world*, Organización Mundial de Comercio, Ginebra.
- Estevadeordal, A., B. Frantz y A. Taylor (2003): «The rise and fall of world trade, 1870–1939», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, n° 2, pp. 359–407.
- Fajgelbaum, P. y A. Khandelwal (2016): «Measuring the unequal gains from trade», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n° 3, pp. 1113–80.
- Federico, G. y A. Tena-Junguito (2017): «A tale of two globalizations: gains from trade and openness 1800–2010», *Review of World Economics*, pp. 1–25.
- Ferrari, M., J. Kearns y A. Schrimpf (2017): «Monetary policy's rising FX impact in the era of ultra-low rates», *BIS Working Papers*, n° 626, abril.
- Figini, P. y H. Görg (2011): «Does foreign direct investment affect wage inequality? An empirical investigation», *The World Economy*, vol. 34, n° 9, pp. 1455–75.
- Fondo Monetario Internacional (2007): «Globalización y desigualdad», *Perspectivas de la Economía Mundial*, octubre, capítulo 4.
- Fondo Monetario Internacional (2016): «Comercio mundial: ¿qué hay detrás de la desaceleración?», *Perspectivas de la Economía Mundial*, octubre, capítulo 2.
- Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial y Organización Mundial de Comercio (2017): *Making trade an engine of growth for all: the case for trade and for policies to facilitate adjustment*.
- Forbes, K. y F. Warnock (2012): «Debt- and equity-led capital flow episodes», *NBER Working Papers*, n° 18329.
- Forbes, K., D. Reinhardt y T. Wieladek (2016): «The spillovers, interactions, and (un)intended consequences of monetary and regulatory policies», *Journal of Monetary Economics*, vol. 85, pp. 1–22.
- Frankel, J. y D. Romer (1999): «Does trade cause growth?», *American Economic Review*, vol. 89, n° 3, pp. 379–99.
- Galbraith, J. y L. Jiaqing (1999): «Inequality and financial crises: some early findings», University of Texas Inequality Project, *Working Paper* 9.
- Goldberg, P. y N. Pavcnik (2007): «Distributional effects of globalization in developing countries», *Journal of Economic Literature*, vol. 45, n° 1, pp. 39–82.
- Görg, H. (2011): «Globalization, offshoring and jobs», en M. Bacchetta y M. Jansen (eds), *Making globalization socially sustainable*, Organización Mundial de Comercio, pp. 21–48.
- Gruic, B., C. Upper y A. Villar (2014): «¿Qué nos revela la clasificación sectorial de filiales extranjeras sobre los riesgos?», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre.
- Halter, D., M. Oechslin y J. Zweimüller (2014): «Inequality and growth: the neglected time dimension», *Journal of Economic Growth*, vol. 19, n° 1, pp. 81–104.

- Haugh, D., A. Kopoin, E. Rusticelli, D. Turner y R. Dutu (2016): «Cardiac arrest or dizzy spell: why is world trade so weak and what can policy do about it?», *OECD Economic Policy Papers*, n° 18.
- Hoekman, B. (ed.) (2015): *The global trade slowdown: a new normal?*, VoxEU.org eBook, CEPR.
- Hofmann, B., I. Shim y H. S. Shin (2016): «Sovereign yields and the risk-taking channel of currency appreciation», *BIS Working Papers*, n° 538, revisado en mayo de 2017.
- Hoggarth, G., C. Jung y D. Reinhardt (2016): «Capital inflows – the good, the bad and the bubbly», Banco de Inglaterra, *Financial Stability Paper* n° 40.
- Honohan, P. (2005): «Banking sector crises and inequality», Banco Mundial, *Policy Research Working Paper* 3659.
- Irwin, D. (2002): «Long-run trends in trade and income», *World Trade Review*, vol. 1, n° 1, pp. 89–100.
- Irwin, D. y M. Terviö (2002): «Does trade raise income? Evidence from the twentieth century», *Journal of International Economics*, vol. 58, n° 1, pp. 1–18.
- Ito, H. y M. Chinn (2015): «The rise of the redback: evaluating the prospects for renminbi use in invoicing», en B. Eichengreen y M. Kawai (eds), *Renminbi internationalization: achievements, prospects, and challenges*, Brookings Institution Press y el Asian Development Bank Institute, pp. 111–58.
- Jaumotte, F., S. Lall y C. Papageorgiou (2013): «Rising income inequality: technology, or trade and financial globalization?», *IMF Economic Review*, vol. 61, n° 2, pp. 271–309.
- Jaumotte, F. y C. Osorio Buitron (2015): «Inequality and labor market institutions», *IMF Staff Discussion Note* 15/14.
- Karabarbounis, L. y B. Neiman, (2014): «The global decline of the labor share», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 129, n° 1, pp. 61–103.
- Kearns, J., A. Schrimpf y D. Xia (próxima publicacion): «The monetary spillover matrix: explaining interest rate spillovers», *BIS Working Papers*.
- Keller, W. (2010): «International trade, foreign direct investment, and technology spillovers», *Handbook of the Economics of Innovation*, vol. 2, pp. 793–829.
- Kim, S-J. y H. S. Shin (2016): «Productivity and trade: a working capital perspective», mimeo.
- Klasing, M. y P. Milionis (2014): «Quantifying the evolution of world trade, 1870–1949», *Journal of International Economics*, vol. 92, n 1, pp. 185–97.
- Klein, M. y G. Olivei (2008): «Capital account liberalization, financial depth, and economic growth», *Journal of International Money and Finance*, vol. 27, n° 6, pp. 861–75.
- Koepke, R. (2015): «What drives capital flows to emerging markets? A survey of the empirical literature», MPRA Paper n° 75887, Universidad de Múnich.
- Kose, M., E. Prasad, K. Rogoff y S-J. Wei (2006): «Financial globalization: a reappraisal», *IMF Working Papers*, 6189.200, pp. 1–94.
- Kose, M., E. Prasad, K. Rogoff y S-J. Wei (2009): «Financial globalization: a reappraisal», *IMF Staff Papers*, vol. 56, n° 1, pp. 8–62.
- Kowalski, P., J. López González, A. Ragoussis y C. Ugarte (2015): «Participation of developing countries in global value chains: implications for trade and trade-related policies», *OECD Trade Policy Papers*, n° 179.
- Lakner, C. y B. Milanović (2015): «Global income distribution from the fall of the Berlin Wall to the Great Recession», *Revista de Economía Institucional*, vol. 17, n° 32, pp. 71–128.
- Lane, P. y P. McQuade (2014): «Domestic credit growth and international capital flows», *The Scandinavian Journal of Economics*, vol. 116, n° 1, pp. 218–52.
- Lane, P. y G. Milesi-Ferretti (2017): «International financial integration in the aftermath of the global financial crisis», *IMF Working Papers*, n° WP/17/115.
- Lee, H. Y., L. Ricci y R. Rigobon (2004): «Once again, is openness good for growth?», *Journal of Development Economics*, vol. 75, n° 2, pp. 451–72.
- Levchenko, A., L. Lewis y L. Tesar (2010): «The role of financial factors in the great trade collapse: a skeptic's view», University of Michigan, manuscrito.
- Li, J. y H. Yu (2014): «Income inequality and financial reform in Asia: the role of human capital», *Applied Economics*, vol. 46, n° 24, pp. 2920–35.

- McCauley, R., A. Bénétrix, P. McGuire y G. von Peter (próxima publicación): «Financial deglobalisation in banking?», *BIS Working Papers*.
- Meissner, C. (2014): «Growth from globalization? A view from the very long run», *Handbook of Economic Growth*, vol. 2, pp. 1033–69.
- Milanović, B. (2005): «Can we discern the effect of globalization on income distribution? Evidence from household surveys», *The World Bank Economic Review*, vol. 19, n° 1, pp. 21–44.
- Milanović, B. (2013): «Global income inequality in numbers: in history and now», *Global Policy*, vol. 4, n° 2, pp. 198–208.
- Milesi-Ferretti, G. y C. Tille (2011): «The great retrenchment: international capital flows during the global financial crisis», *Economic Policy*, vol. 26, n° 66, pp. 289–346.
- Nier, E., T. Saadi-Sedik y T. Mondino (2014): «Gross private capital flows to emerging markets: can the global financial cycle be tamed?», *IMF Working Papers*, n° WP/14/196.
- Noguer, M. y M. Siscart (2005): «Trade raises income: a precise and robust result», *Journal of International Economics*, vol. 65, n° 2, pp. 447–60.
- Obstfeld, M. y A. Taylor (2004): *Global capital markets: integration, crisis, and growth*, Cambridge University Press.
- Organización Mundial de Comercio (2014): «Auge de las cadenas de valor mundiales», *Informe sobre el Comercio Mundial 2014*, capítulo C.
- Organización Mundial del Trabajo y Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2015): *The labour share in G20 economies*, informe preparado para el Grupo de Trabajo sobre Empleo del G-20.
- Ostry, J., A. Berg y C. Tsangarides (2014): «Redistribution, inequality, and growth», *IMF Staff Discussion Note* 14/02.
- Paravisini, D., V. Rappoport, P. Schnabl y D. Wolfenzon (2015): «Dissecting the effect of credit supply on trade: evidence from matched credit-export data», *The Review of Economic Studies*, vol. 82, n° 1, pp. 333–59.
- Pereira da Silva, L. A. (2016): «Rethinking development finance: towards a new 'possible trinity' for growth?», discurso en los Atlantic Dialogues 2016, Marrakesh, diciembre.
- Piketty, T. y E. Saez (2014): «Inequality in the long run», *Science*, vol. 344, issue 6186, pp. 838–43.
- Rey, H. (2015): «Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence», *NBER Working Papers*, n° 21162.
- Rodrik, D. y A. Subramanian (2009): «Why did financial globalization disappoint?», *IMF Staff Papers*, vol. 56, n° 1, pp. 112–38.
- Shin, H. S. (2013): «The second phase of global liquidity and its impact on emerging economies», intervención en la Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, 3–5 de noviembre.
- Shin, H. S. (2015): «Exchange rates and the transmission of global liquidity», discurso en la conferencia Banco de Corea-FMI sobre *Leverage in Asia: lessons from the past, what's new now, and where to watch out for*, Seúl, 11 de diciembre.
- Shin, H. S. (2016): «The bank/capital markets nexus goes global», discurso en la London School of Economics and Political Science, 15 de noviembre.