

Resumen

La mayor globalización financiera en las dos últimas décadas ha generado un debate sobre su impacto macroeconómico. La evidencia resumida en este artículo sugiere que la integración financiera internacional resulta positiva para la convergencia económica, para la distribución del riesgo y para la especialización entre países, de ahí que fomente el bienestar de los países de la Zona Euro. Aunque la integración financiera quizá suponga inestabilidad financiera de contagio en casos extremos, existe evidencia que sugiere que la crisis financiera actual no fue causada por la exposición de los países a los mercados y productos financieros de los Estados Unidos, sino por otras causas más fundamentales. La política monetaria expansiva que está llevando a cabo el Banco Central Europeo está evitando que el crecimiento del PIB sea incluso más bajo que el observado.

Palabras clave: integración financiera, crisis financiera, política monetaria.

Abstract

The increased financial globalization in the last two decades has prompted a global debate about its macroeconomic impact. The evidence summarized in this article suggests that financial integration is positive for economic convergence, cross-country risk-sharing and specialization, hence it is welfare enhancing for Euro Area countries. Although financial integration may cause financial instability through contagion in extreme cases, there is evidence that suggests that the current financial crisis was not caused by the countries exposure to U.S. financial markets and products, but due to more fundamental root causes. The current expansive monetary policy by the European Central Bank is significantly avoiding an even lower GDP growth than the observed one.

Key words: financial integration, financial crisis, monetary policy

JEL classification: ES2, G00, G15.

EL IMPACTO MACROECONÓMICO DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA

José Luis PEYDRÓ ALCALDE

Banco Central Europeo

I. INTRODUCCIÓN (*)

EL crecimiento de activos y pasivos transfronterizos en las dos últimas décadas ha generado un debate global sobre el impacto macroeconómico de la mayor integración financiera internacional (globalización), que incluso se ha incrementado desde el inicio de la crisis actual (ver Kose *et al.*, 2009; Lane, 2009). Una dimensión importante de este debate ha sido la contribución potencial de la integración financiera para promover la convergencia económica, mediante flujos de capital neto sostenidos desde las economías avanzadas hacia los países de menores ingresos, y para incrementar el bienestar de las economías industrializadas, distribuyendo el riesgo de forma transfronteriza. Otra dimensión clave ha sido el incremento potencial en la interdependencia macroeconómica que es generada a través de unas elevadas interrelaciones financieras transfronterizas.

En este artículo, analizamos las implicaciones macroeconómicas de la integración financiera internacional, destacando también las implicaciones de la crisis actual y examinando la evidencia empírica, principalmente para la Zona Euro.

Los sistemas financieros juegan un papel fundamental en el funcionamiento de las economías modernas. Los mercados de capitales y los intermediarios financieros, asignando recursos eficientemente en el espacio y el tiempo, juegan un papel decisivo en garantizar el crecimiento a largo pla-

zo. Adicionalmente, puede que la integración financiera incremente el bienestar aún más, posibilitando a los agentes un consumo fluido y la distribución del riesgo idiosincrásico entre países. Desde la perspectiva de los bancos centrales, los sistemas financieros representan el canal primario a través del cual es conducida la política monetaria. Un sistema financiero estable, integrado y eficiente fomenta una transmisión fluida y efectiva de la política monetaria hacia toda la economía.

Las barreras y los obstáculos a la integración financiera previenen la asignación de capital a los proyectos más valiosos al menor coste posible. Los mercados de capitales europeos han sido formados por décadas de políticas nacionales y normas culturales. Si bien las diversas fases del proyecto de la Unión Económica y Monetaria eliminaron muchos obstáculos y barreras, numerosos convencionalismos y prácticas domésticas permanecieron, principalmente debido a la fuerte red de externalidades, que hizo que el abandono de dichas prácticas resultara costoso. Así, mientras la introducción de la moneda única ha estimulado la integración financiera a lo largo de los estados miembros de la Zona Euro, las barreras existentes supusieron una importante pérdida de eficiencia. Como consecuencia, la promoción de la integración de los mercados financieros europeos ha sido una de las prioridades de los políticos europeos.

Aunque la mayor integración financiera y el desarrollo se aso-

cian habitualmente con un mayor desempeño económico, las implicaciones para la estabilidad financiera son más ambiguas. Un nivel más elevado de integración financiera y desarrollo puede tener un impacto positivo en la estabilidad financiera, hasta el punto de que ambos facilitan la distribución del riesgo entre los agentes. Por otro lado, como claramente demuestra la reciente inestabilidad, algunos de los nuevos instrumentos financieros (sin un buen diseño o mal implementados) posiblemente magnifiquen los problemas procedentes de la información asimétrica, distorsionen los incentivos y ofrezcan oportunidades para una asunción de riesgo extrema. Como indican Rajan (2006) y Ferguson *et al.* (2007), entre otros, la integración financiera mejorará la estabilidad en la mayoría de los casos, pero puede que lleve a eventos excepcionales y extremos más severos.

La crisis actual ha demostrado cómo los factores financieros tienen importantes repercusiones para las fluctuaciones cíclicas de la economía. Comenzó con la crisis *subprime* en los Estados Unidos y se desplazó rápidamente hacia otros países industrializados. La integración financiera internacional hace de las interrelaciones financieras internacionales un importante canal potencial para el contagio de *shocks*. Más aún, los *shocks* financieros, especialmente aquellos que provienen del sector bancario, puede que tengan implicaciones negativas para la producción y los precios agregados, vía reducciones en la oferta de crédito bancario debido a los problemas de financiación y solvencia de los bancos; por ejemplo, una crisis crediticia. Así, a través de la integración financiera, un *shock* negativo en un país puede que sea transmitido internacionalmente a mercados e interme-

diarios financieros de otros países, generando disminuciones en la producción agregada, vía reducciones en la oferta de crédito; esto podría ser denominado «el lado oscuro de la globalización financiera».

La evidencia que examinamos en este artículo sugiere las siguientes implicaciones: en primer lugar, la integración financiera ha crecido significativamente a escala mundial durante las dos últimas décadas, e incluso más en la Zona Euro, dada la moneda única y la armonización financiera entre los países de la UE a través del Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF) (1). En segundo lugar, el modelo de flujos de capital neto dentro de la Unión Europea ha evitado con éxito la perversa configuración observada en otras regiones de la economía mundial: los miembros más pobres de la Unión Europea (por ejemplo, España) han sido capaces de acelerar el proceso de convergencia económica absorbiendo inversiones de otros países miembros más ricos, pero bajo la secuencia persistente de cuentas corrientes deficitarias. En tercer lugar, la integración financiera supone beneficios directos para el bienestar a través del consumo transfronterizo y la distribución del riesgo de renta entre países. En cuarto lugar, la integración financiera disminuye la correlación de los ciclos económicos para los países desarrollados, posiblemente debido a que las interrelaciones financieras internacionales buscan las mejores alternativas de inversión a escala mundial, permitiéndoles a cambio crecer aún más a aquellos países con buenas oportunidades de inversión. En quinto lugar, en la presente crisis los países financieramente más expuestos a los Estados Unidos no han sufrido más que otros. En sexto lugar, los problemas bancarios

actuales de financiación y solvencia —en parte debido al agotamiento (*dry-up*) del mercado interbancario internacional y del mercado de titulización— posiblemente estén causando un racionamiento crediticio, reduciendo consecuentemente el PIB de manera significativa; la actual política monetaria expansiva del Banco Central Europeo, en cambio, está evitando una disminución del PIB incluso mayor.

La parte restante del artículo procede como sigue. El apartado II analiza la integración financiera; el III examina las implicaciones macroeconómicas de la integración financiera en periodos normales; el IV estudia la integración financiera, el contagio y sus efectos reales durante la crisis actual, y el V ofrece las conclusiones.

II. INTEGRACIÓN FINANCIERA

Existe una extensa literatura, en crecimiento, sobre la medición de la integración financiera (para un análisis reciente, ver Kalemli-Ozcan, Manganelli, Papaioannou y Peydró, 2009) (2). La literatura tiende a medir la integración desde el lado del «precio» y también desde el lado de la «cantidad» (por ejemplo Adam *et al.*, 2002, argumentan por qué las medidas de cantidad son mejores). La mayoría de los estudios consideran que los mercados financieros se encuentran integrados si todos los agentes se enfrentan a las mismas reglas, son tratados por igual y tienen el mismo acceso a los productos financieros (por ejemplo Baele *et al.*, 2004). Si se cumplen estas condiciones, cualquier diferencia entre los precios de activos idénticos será inmediatamente eliminada por medio del arbitraje. Dada la extensa variedad de activos comercializados, la medida de la

integración financiera con indicadores basados en los precios no es inmediata. Por lo tanto, la literatura considera el volumen de las transacciones transfronterizas en los distintos segmentos de mercado. Al abrirse el acceso a los mercados internacionales, la integración financiera ofrece a los agentes una gama de recursos financieros y oportunidades de inversión, y da lugar a la creación de mercados más profundos y líquidos. Esto permite que más información sea agrupada y procesada más eficientemente, y la explotación de las economías de escala. La integración financiera también incrementa la competencia, ejerciendo de este modo presión sobre el coste de producción de los servicios financieros, y el desarrollo financiero.

Las medidas de integración de hecho, basadas en los datos de Lane y Milesi-Ferretti, muestran un aumento de la globalización financiera a partir de mediados de los años ochenta para todos los países (incluyendo la Zona Euro). Para las economías avanzadas, el *stock* de activos y pasivos financieros internacionales, expresado como una ratio sobre el PIB, se ha multiplicado por cuatro desde mediados de los años ochenta (ver Kose *et al.*, 2009; y Lane y Milesi-Ferretti, 2007).

La introducción de la moneda única europea ha sido uno de los avances más importantes en los mercados internacionales en el siglo pasado. El análisis del efecto de la moneda única, no sólo sobre el comercio sino también sobre la integración financiera, es fundamental, dado que la libertad de movimiento de capitales entre fronteras es un prerequisite clave para el funcionamiento de una zona monetaria única. Así, siguiendo la construcción de nuevas series de datos sobre inversión

transfronteriza para un gran número de países (datos CPIS del FMI), estudios recientes examinan el impacto del euro sobre los flujos de capital internacionales (para su análisis, véase Lane, 2006, 2009; y Papaioannou y Portes, 2009) (3). Lane (2006) y Coeurdacier y Martin (2008) estiman que la unión monetaria incrementó la tenencia de bonos (*bond holdings*) transfronterizos en los países de la Zona Euro en un 230 por 100 y un 150 por 100, respectivamente. De manera similar, Lane y Milesi-Ferretti (2008), Coeurdacier y Martin (2007), y de Santis y Gerard (2006), entre otros, documentan que el euro ha incrementado la inversión internacional en acciones entre los estados miembros tanto como un 150 por 100 (4).

Kalemli-Ozcan, Papaioannou y Peydró (2009a), analizando información bilateral muy detallada sobre activos y pasivos bancarios transfronterizos, encuentran que, tras la adopción del euro, la integración bancaria se incrementó en aproximadamente un 40 por 100 entre los países de la Zona Euro. Adicionalmente, encuentran que el efecto positivo del euro es conducido principalmente por la eliminación del riesgo del mercado cambiario.

Adicionalmente, examinan el impacto de las políticas de armonización legislativa sobre los servicios financieros en Europa que tuvo lugar durante los años de implantación de la moneda única. Bajo el reconocimiento de que las diferencias legales, regulatorias y de supervisión en los mercados financieros suponen impedimentos significativos para la completa integración de los mercados de capitales, los países de la UE implementaron varias reformas en los mercados bancario, de seguros, y de valores a lo largo de la última década. La mayoría de estas medidas se encontraban bajo el

paraguas del Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF), una ambiciosa iniciativa llevada a cabo por la Comisión y el Consejo de la UE a finales de los años noventa con el objetivo de armonizar el funcionamiento de los intermediarios financieros. Para evaluar el impacto de las reformas del sector financiero en la integración bancaria, los autores utilizan información de la Comisión de la UE y de cada uno de los países UE-15, y generan una nueva serie de datos sobre la implementación de las 27 directivas del PASF en los estados miembros. Encuentran que las actividades bancarias transfronterizas se incrementaron significativamente entre los países europeos que adoptaron rápidamente las directivas sobre servicios financieros del Plan de Acción de Servicios Financieros.

Con respecto al efecto de la crisis actual en relación con la integración financiera de la Zona Euro, aunque las conclusiones en este momento deben ser necesariamente preliminares, dado que la crisis continúa, indicaciones anticipadas sugieren señales de reducciones de integración financiera; por lo que, de cara al futuro, será necesario una mayor vigilancia y monitorización del funcionamiento individual del mercado financiero europeo (ECB, 2009).

III. IMPLICACIONES MACROECONÓMICAS DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA

En este apartado analizamos las implicaciones de la integración financiera, en particular, sobre la convergencia entre países (y el crecimiento económico), sobre la distribución del riesgo y la volatilidad, y sobre la interdependencia del ciclo económico, con especial énfasis en la Zona Euro. Hacemos esto empleando información so-

bre periodos de normalidad (información sobre el periodo anterior a la fuerte crisis que estamos experimentando mientras se escribe este artículo).

Kose *et al.* (2009) enfatizan que la integración financiera es beneficiosa para el desempeño económico sólo si se alcanza un umbral mínimo de desarrollo financiero. Estos autores también resaltan que la integración financiera opera, en primer lugar, a través de canales indirectos fomentando el desarrollo financiero, estimulando la reforma de las instituciones clave y promocionando disciplina en la política macroeconómica. Esto también es defendido por la contribución de Gourinchas y Jeanne (2006), quienes muestran que la contribución directa de los flujos de capital al bienestar es cuantitativamente pequeña. Más aún, en términos de evidencia entre países, existe una asociación claramente positiva entre la calidad de las instituciones nacionales y la habilidad para atraer la entrada de capitales (ver, entre otros, Alfaro *et al.*, 2008).

Siguiendo la línea de una serie de estudios recientes (por ejemplo, Abdul *et al.*, 2008), Lane (2008) argumenta que el modelo de flujos de capital neto dentro de la Unión Europea ha evitado con éxito la perversa configuración observada en otras regiones de la economía mundial: los miembros más pobres de la UE han sido capaces de acelerar el proceso de convergencia absorbiendo inversiones de los países miembros más ricos, pero bajo la secuencia persistente de cuentas corrientes deficitarias (España es un claro ejemplo). El autor atribuye esto al carácter multidimensional del anclaje institucional proveído por la pertenencia a la Unión Europea, que ha eliminado muchas de las barreras a los flujos de capital in-

ternacionales a las que aún se tienen que enfrentar otras economías de mercado emergentes.

Kalemli-Ozcan, Manganelli, Papaioannou y Peydró (2009) presentan nueva evidencia en relación con el impacto de la integración financiera sobre la volatilidad macroeconómica y la distribución del riesgo. Utilizando datos sobre integración bancaria para veinte países industrializados (incluyendo UE-15) de los treinta últimos años, encuentran que un mayor grado de tenencia de activos externos se asocia a un menor nivel de volatilidad en el consumo. También encuentran que un mayor nivel de pasivos bancarios transfronterizos tiende a incrementar las fluctuaciones de producción. Conjuntamente, estos resultados sugieren que la integración bancaria puede que facilite la distribución del riesgo entre países. Estos resultados apoyan a los modelos de distribución del riesgo en el espíritu de Obstfeld (1994), quien resalta los aspectos de la globalización financiera que fomentan el bienestar, al permitir una mayor especialización y una mayor propensión al riesgo. Pero los resultados difieren de estudios empíricos previos, que no consiguen detectar un efecto significativo de la integración financiera sobre la volatilidad macroeconómica (por ejemplo, Kose *et al.*, 2009).

Kalemli-Ozcan *et al.* (2009) cuantifican la diversificación internacional como resultado de la integración bancaria, estimando especificaciones formales de distribución del riesgo. Obtienen que la distribución promedio del riesgo de consumo entre los veinte países desarrollados considerados es del 38 por 100. Esto significa que el 38 por 100 del riesgo específico del país se diversifica al exterior, en promedio, a través de las actividades bancarias transfronterizas de inversión y prés-

tamo. Adicionalmente, los autores encuentran que un país que doble la tenencia de sus activos externos (relativos a la población) es capaz de diversificar al exterior un 17 por 100 adicional. Los pasivos bancarios externos parecen tener un efecto farragoso, pero el coeficiente no es significativo. También estiman regresiones de distribución del riesgo de renta (PNB). Estiman que la distribución promedio del riesgo de renta para las dos últimas décadas ha aumentado, pasando del cero al 12 por 100. Aún más importante, un país que incrementa su tenencia de pasivos externos (relativos a la población) en un 100 por 100 consigue un 18 por 100 de fluidez adicional en la renta. Según sus conocimientos, estos resultados son los primeros en revelar un efecto positivo y económicamente significativo de la integración bancaria transfronteriza sobre la distribución del riesgo. Demyank *et al.* (2007), quienes también investigaron el efecto de la integración bancaria sobre la distribución del riesgo en Europa; sin embargo, no encuentran un efecto significativo de la integración bancaria sobre la distribución del riesgo de consumo. Probablemente, esta diferencia se deba a la muestra, donde este último artículo sólo incluye un número bajo de países y años.

Los hallazgos de Kalemli-Ozcan *et al.* (2009) tienen importantes implicaciones para los políticos de la Zona Euro. Los *shocks* asimétricos en una unión monetaria generan diferenciales de producción e inflación. El impacto de tales *shocks* puede ser considerablemente reducido si los mercados financieros permiten la distribución del riesgo entre países. Hasta el punto en que la distribución del riesgo permite incrementar el consumo, representa un mecanismo de reacción clave de los miembros de una unión monetaria para resolver los *shocks*. Este mecanismo

reduce la necesidad de intervención política para tratar tales asimetrías. Nuestros resultados, consecuentemente, sugieren que el aumento de la integración bancaria transfronteriza ha mejorado, *ex post*, la condición óptima de la unión monetaria a través del perfeccionamiento en la distribución del riesgo de consumo entre los países.

Con respecto a la interdependencia del ciclo económico entre países, modelos teóricos estándar predicen que la integración financiera internacional debería conducir a un menor grado de sincronización del ciclo económico: el impacto sobre un país dado de un *shock* de productividad induce un incremento en el producto marginal del capital y la mano de obra, recibiendo capital en términos netos, lo que hace que crezca incluso más, dando lugar a menores correlaciones de producción entre los países (por ejemplo Backus, Kehoe, y Kydland, 1992; y Baxter y Crucini, 1995). Obstfeld (1994) establece otro mecanismo que también implica una vinculación positiva entre la integración financiera y la divergencia del ciclo económico. En este modelo, la integración financiera desplaza la inversión hacia proyectos arriesgados, permitiendo a los países especializarse según su ventaja comparativa, lo que implica que el crecimiento de la producción en los países integrados debería estar negativamente correlacionado.

Sin embargo, sorprendentemente, la literatura empírica no consigue dar con la asociación negativa, teóricamente predicha, entre la integración financiera y la sincronización del ciclo económico con la información disponible. Si acaso, los estudios entre países encuentran una correlación significativa positiva entre integración financiera y el *co-movement* del producto interior bruto (5).

Kalemli-Ozcan, Papaioannou y Peydró (2009b) muestran que la asociación positiva entre integración financiera y sincronización del ciclo económico detectada en los estudios entre países se debe principalmente a la no consideración de los efectos de los factores fijos de los pares de los países y los *shocks* globales. Estas variables están, en gran medida, latentes, y pueden conducir tanto la integración como la sincronización entre los pares de países, llevando a una correlación positiva entre ambos (por ejemplo, Portugal y España se encuentran financieramente altamente vinculados, dadas las cercanas conexiones en cuanto a distancia y cultura; no conseguir considerar estos factores, implica de forma mecánica encontrar correlaciones espurias). Una vez que los autores controlan los efectos fijos entre los pares de países, encuentran que una mayor integración financiera supone una menor correlación de la producción entre los países, lo que sugiere que las interrelaciones financieras internacionales que buscan las mejores alternativas mundiales de inversión permiten a los países con buenas oportunidades de inversión crecer más, incluso, gracias al hecho de estar integrados con el resto del mundo.

El coste potencial de una mayor integración financiera internacional puede que esté dado por mayores niveles de deuda externa y cuentas corrientes deficitarias, que puede que causen problemas financieros en el momento de una crisis. En el siguiente apartado analizamos las implicaciones de la crisis actual.

IV. INTEGRACIÓN FINANCIERA, CONTAGIO, LOS EFECTOS REALES, Y LA CRISIS

La crisis financiera global 2007-2009 es notable por una serie de

razones, incluyendo obviamente su severidad y velocidad. La envergadura de la crisis ha sido también destacable; esencialmente, todos los países industrializados se han visto afectados, junto con un gran número de economías en desarrollo y emergentes.

Rose y Spiegel (2009) utilizan un indicador de causas múltiples que explota información *cros-seccional* agregada para 107 países. Su aproximación reconoce explícitamente que la severidad de la crisis es una variable continua observada únicamente con error. Empleando una metodología econométrica flexible, que considera que la intensidad de la crisis varía entre países, que su medición es imperfecta y que puede que tenga múltiples causas y manifestaciones, Rose y Spiegel (2009) buscan evidencia de que la crisis financiera 2007-2009 se extiende de manera contagiosa desde los Estados Unidos hacia otros países a través de varios canales financieros y reales que puede que hayan transmitido la crisis desde su epicentro. Mientras los autores creen que es natural modelar los orígenes de la crisis como provenientes de los Estados Unidos, también examinan otros seis epicentros potenciales.

A pesar de su amplia línea de búsqueda, no consiguen encontrar evidencia fuerte de contagio (6). Es más, los países más expuestos a los Estados Unidos, esto es, aquellos que mantenían cantidades desproporcionadas de titulizaciones americanas o dependían altamente de sus exportaciones a los Estados Unidos, parecen, en cualquier caso, haber experimentado menores crisis, manteniendo constantes otros factores.

La falta de contagio financiero a escala internacional a través de interrelaciones financieras con

EE.UU. sugiere que el detonante de la crisis actual puede que haya sido el *subprime* en los Estados Unidos, pero *no* la *causa raíz* (7). Muchos comentaristas y académicos han sugerido que la actual crisis financiera global se originó como resultado de una excesiva relajación de los estándares de préstamo de los bancos previa a la crisis, debido al menos a tres elementos clave: tipos de interés excesivamente bajos, nivel de la actividad de titulización muy elevado y supervisión bancaria débil (8). De esta forma, la crisis que comenzó en el mercado de hipotecas de baja calidad (*subprime*) en los Estados Unidos posiblemente sea la manifestación de problemas con profundas raíces que no resultaban peculiares de un instrumento financiero y/o país determinado, sino que se presentaban globalmente, aunque en diferentes grados. De hecho, existe amplia evidencia empírica de que los tipos de interés a corto plazo demasiado bajos durante mucho tiempo condujeron a los bancos a asumir un riesgo de préstamo significativamente elevado, que se materializó después de que los tipos a corto plazo se incrementaran de forma rápida y significativa (9).

Si bien la actual crisis financiera internacional, según la evidencia, no es causada por las interrelaciones internacionales con los Estados Unidos, la crisis actual muestra que los factores financieros posiblemente incrementen de forma significativa las fluctuaciones del ciclo económico. La crisis financiera actual ha sido caracterizada por una fuerte disminución de la liquidez y de las posiciones de capital de los bancos, siguiendo la materialización de los riesgos acumulados en los años anteriores. Dado que el sistema bancario tiene un papel como pivote en el funcionamiento de la

economía, especialmente en la Zona Euro, probablemente los problemas en el sector bancario causen restricciones crediticias, afectando así al conjunto de la economía.

Jiménez, Ongena, Peydró y Saurina (2009b) analizan datos referidos a la solicitud mensual de préstamos con extensa información sobre empresas y bancos para el periodo que abarca hasta finales de 2008, identificando los efectos de las condiciones económicas y monetarias sobre la oferta de crédito bancaria. Encuentran fuerte evidencia de que tanto las condiciones económicas adversas como las condiciones monetarias contractivas reducen la oferta de crédito, y que esta reducción es más intensa en el caso de firmas y bancos con menos capital y liquidez. Adicionalmente, dentro del conjunto de solicitudes de préstamo de un *mismo prestatario* a diferentes bancos correspondientes a un mes (la calidad del prestatario potencial es, por tanto, fija), encuentran que los bancos con poco capital y liquidez conceden menos préstamos cuando el crecimiento del PIB es menor (o los tipos de interés a corto plazo son más elevados). Así, en periodos adversos, una crisis de capital engendra una crisis crediticia (como definen Bernanke y Lown, 1991) (10).

Los problemas de capital y liquidez de los bancos reducen la oferta de crédito, pero un *shock* negativo en la oferta de crédito ¿reduce el crecimiento del PIB? Ciccarelli, Maddaloni y Peydró (2009), utilizando las respuestas a las encuestas sobre préstamo bancario de la Zona Euro y los Estados Unidos para desenredar la oferta y la demanda de préstamos, encuentran que una oferta de préstamos bancarios más reducida reduce el crecimiento real del PIB. De hecho, la actual caída del crecimiento del PIB está

especialmente relacionada con la contracción de la oferta de préstamos a empresas debida a los problemas de liquidez y solvencia de los bancos en la Zona Euro, y con la reducción de la demanda de préstamos para la adquisición de viviendas en los Estados Unidos. La actual política monetaria expansiva, sin embargo, evita de manera significativa un crecimiento del PIB incluso más bajo que el observado en la Zona Euro.

A fin de cuentas, la evidencia aquí analizada sugiere que la integración financiera con los Estados Unidos no extendió la crisis actual desde el mercado *subprime* de EE.UU. hacia otros países; la crisis actual parece estar originada por otras causas raíz, más comunes. Sin embargo, el agotamiento (*dry-up*) de la liquidez, especialmente en el mercado interbancario internacional y el mercado de titulización, ha causado problemas de liquidez en los bancos (por encima de los problemas de solvencia interrelacionados) que han generado una crisis crediticia para las empresas y los hogares, disminuyendo así la producción agregada.

V. CONCLUSIONES

En este artículo hemos analizado las implicaciones macroeconómicas de la integración financiera internacional, resaltando las implicaciones de la crisis actual y examinando evidencia empírica, principalmente para la Zona Euro. La mayor globalización financiera en las dos últimas décadas ha generado un debate global sobre el impacto macroeconómico de una incrementada integración financiera. La evidencia resumida en este artículo sugiere que ésta resulta positiva para la convergencia económica y la distribución del riesgo entre países, de ahí que fomente el

bienestar de los países de la Zona Euro. En este sentido, las barreras financieras y los obstáculos a la integración financiera en la Zona Euro son perjudiciales y, como consecuencia, la promoción de la integración de los mercados financieros europeos ha sido una de las prioridades de los políticos europeos.

La integración financiera puede que, en casos extremos, traiga inestabilidad financiera, causando caídas significativas en los niveles de producción agregados. La evidencia aquí presentada, sin embargo, sugiere que la crisis financiera actual no fue causada por la exposición de los países a los mercados y productos financieros de los Estados Unidos. No obstante, los problemas de liquidez y capital, en parte debidos al agotamiento (*dry-up*) del mercado interbancario internacional y del mercado de titulización, parecen estar causando una reducción de la oferta de crédito bancaria a las empresas y las familias, reduciendo así el PIB. La actual política monetaria expansiva del Banco Central Europeo está, en cambio, evitando significativamente un crecimiento del PIB incluso más bajo que el observado en la Zona Euro.

NOTAS

(*) Las opiniones que se expresan en este artículo pertenecen exclusivamente al autor, y no deben ser atribuidas al Banco Central Europeo o al Eurosistema.

Traducción de Jodi Cherry.

(1) http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/fsap_guide.pdf.

(2) Véase también PÉREZ, SALAS y SAURINA (2005).

(3) Otras medidas consideradas en la Zona Euro que han tenido un impacto en la integración financiera han sido TARGET, TARGET-2, STEP, SEPA y otras (véase KALEMLI-OZCAN *et al.*, 2009).

(4) Véase también PORTES y REY (2005).

(5) IMBS (2006) utiliza datos bilaterales sobre tenencia de capital construidos por el

FMI de manera cros-seccional para un gran número de países, y muestra una correlación positiva significativa entre las interrelaciones financieras bilaterales y la sincronización de la producción.

(6) Para una definición de contagio y riesgo sistémico, véase BANDT, HARTMANN y PEYDRÓ (2009), y ALLEN y GALE (2007). Para evidencia de contagio interbancario véase IYER y PEYDRÓ (2009).

(7) Emilio BOTÍN, presidente del Banco Santander, distingue entre causas próximas y fundamentales en relación con la crisis actual: «Creo que las causas no pueden ser encontradas en un mercado en particular, como el de los Estados Unidos. Tampoco se limitan a un tipo particular de negocio, tal como el de hipotecas de baja calidad. Estas detonaron la crisis, pero no la causaron. Las causas son iguales a las de cualquier crisis financiera anterior: excesos y pérdida del trazado en un ambiente extraordinariamente favorable. Es más, algunas realidades de la banca fueron olvidadas: los ciclos existen; las actividades de préstamos no pueden crecer indefinidamente; la liquidez no es siempre abundante y barata; la innovación financiera conlleva riesgos que no pueden ser ignorados» (*Financial Times*, 17 de octubre de 2008).

(8) Véanse, por ejemplo, ALLEN (2008), BORIO y ZHU (2008), BRUNNEMEIER (2009), CALOMIRIS (2008), RAJAN, (2006), TAYLOR (2007 y 2008), y numerosos artículos en *The Financial Times*, *The Wall Street Journal* y *The Economist*.

(9) Véase JIMENÉZ, ONGENA, PEYDRÓ y SAURINA (2009a); de hecho, los diferenciales de préstamos incluso bajaron (ver IOANNIDOU, ONGENA y PEYDRÓ, 2009), y el impacto fue mayor cuando la actividad de titulización fue más elevada y la supervisión bancaria más débil (ver MADDALONI y PEYDRÓ, 2009). En consecuencia, la evidencia aquí examinada sugiere que en los años previos al comienzo de la crisis financiera de 2007, los tipos de interés a corto plazo se encontraban generalmente en niveles muy bajos durante mucho tiempo, la actividad de la titulización era muy elevada y, en algunos mercados y países, el nivel de supervisión bancaria puede que haya sido insuficiente; todos estos factores resultaron en una excesiva relajación de los estándares de préstamo, incrementando así el riesgo bancario (ver SHIN, 2009, acerca de la importancia de los tipos a corto plazo para los bancos).

(10) BERNANKE y LOWN (1991) definen crisis crediticia como «un desplazamiento significativo hacia la izquierda de la curva de oferta de préstamos, manteniéndose constante el tipo de interés real y la calidad potencial de los prestatarios potenciales»; relacionando este concepto con la crisis de capital, y proveen evidencia empírica de la crisis económica de EE.UU. a principios de los años 1990.

BIBLIOGRAFÍA

ABDUL A.; D. LEIGH, y A. MODY (2008), «International finance and international conver-

gence: Europe is different,» mimeo, International Monetary Fund.

ADAM, K.; T. JAPPELLI; A.M. MENICHINI; M. PADULA, y M. PAGANO (2002), «Alternative indicators and monitoring methodologies to measure the evolution of capital market integration in the European Union», Report to the European Commission.

ALLEN, F. (2008), «Lessons from the crisis», *presentado en el Wharton Club Conference Call*, octubre.

ALLEN, F., y D. GALE (2007), *Understanding Financial Crises*, Oxford University Press.

ALFARO, L.; S. KALEMLI-OZCAN, y V. VOKOSOVYCH (2008), «Why doesn't capital flow from rich to poor countries? An empirical investigation», *Review of Economics and Statistics*, 90: 347-368.

AVIAT, A., y N. COEURD'ACIER (2007), «The Geography of trade in goods and asset holdings», *Journal of International Economics*, 71: 22-51.

BACKUS, D.; P. KEHOE, y F. KYDLAND (1992), «International real business cycles», *Journal of Political Economy*, 100: 745-775.

BAELE, L.; A. FERRANDO; P. HOERDAHL; E. KRYLOVA, y C. MONNET (2004), «Measuring financial integration in the euro area», *ECB Occasional Paper*, n.º 14.

BANDT, O.; P. HARTMANN, y J.-L. PEYDRÓ (2009), «Systemic risk in banking: An update», en BERGER, A. N., P. MOLYNEUX y J. WILSON (eds.), *The Oxford Handbook of Banking*, Oxford University Press, Oxford.

BAXTER, M., y CRUCINI, M. J. (1995), «Business cycles and the asset structure of foreign trade», *International Economic Review*, 36(4): 821-854.

BERNANKE, B., y C. LOWN (1991), «The credit crunch», *Brookings Papers on Economic Activity*: 205-39.

BORIO, C., y H. ZHU (2008), «Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism?», *BIS Working Paper*.

BRUNNEMEIER, M. K. (2009), «Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-2008», *Journal of Economic Perspectives*, 23(1): 77-100.

BRUNNEMEIER, M.; A. CROCKETT; C. GOODHART; A. PERSAUD, y H. SHIN (2009), «The fundamental principles of financial regulation», *Geneva Report 11*.

CALOMIRIS, C. W. (2008), «The subprime turmoil: what's old, what's new, what's next?», ponencia presentada en *Jacques Polak Conference*, International Monetary Fund.

CICCARELLI, M.; A. MADDALONI, y J.-L. PEYDRÓ (2009), «Trusting the bankers: a new look

at the credit channel of monetary policy and hints for the crisis», European Central Bank, mimeo. COEURDACIER, N., y P. MARTIN (2007), «The Geography of asset trade and the euro: insiders and outsiders», <i>CEPR Discussion Paper</i>, n.º 6032: 36. — (2008), «The Geography of asset trade and the euro: insiders and outsiders», <i>Journal of the Japanese and International Economies</i>. DE SANTIS, R., y B. GERARD (2006), «Financial integration, international portfolio choice and the European Monetary Union», <i>ECB Working Paper</i> n.º 626. DENYANK, J.; C. OSTERGAARD, y B. SORENSEN (2007), «Risk sharing and portfolio allocation in EMU», <i>EU Commission Working Paper</i>. ECB (2009), <i>Financial Integration Report</i>, European Central Bank, Frankfurt am Main. FERGUSON, R.W.; P. HARTMANN; F. PANETTA, y R. PORTES (2007), <i>International Financial Stability</i>, Geneva Reports on the World Economy. GOURINCHAS, P.-O., y O. JEANNE (2006), «The elusive gains from international financial integration», <i>Review of Economic Studies</i>, 73: 715-741. IMBS, J. (2006), «The real effects of financial integration», <i>Journal of International Economics</i>, 68(2). IOANNIDOU, V.; S. ONGENA, y J.-L. PEYDRÓ (2009), «Monetary policy, risk-taking and pricing: evidence from a natural experiment», presentado en <i>2009 NBER Summer Institute Crisis Group</i>, Cambridge, MA. IYER, R., y J.-L. PEYDRÓ (2009), «Interbank contagion at work: evidence from a natural experiment», <i>The Review of Financial Studies</i>, próxima publicación.	JIMÉNEZ, G.; S. ONGENA; J.-L. PEYDRÓ, y J. SAURINA (2009a), «Hazardous times for monetary policy: what do 23 million bank loans tell us about the impact of monetary policy on credit risk-taking?», presentado en <i>American Finance Association Meetings</i>, San Francisco. — (2009b), «Credit availability: Identifying balance-sheet channels with loan applications and granted loans», European Central Bank, mimeo. KALEMLI-OZCAN, S.; S. MANGANELLI; E. PAPAIOANNOU, y J.-L. PEYDRÓ (2009), «Financial integration and risk sharing: The role of monetary union», próxima publicación, <i>Conferencia The Euro at Ten: 5th European Central Banking</i> 13-14 de noviembre de 2008, Lucrezia Reichlin, editor. KALEMLI-OZCAN, S.; E. PAPAIOANNOU, y J.-L. PEYDRÓ (2009a), «What lies beneath the euro's effect on financial integration? Currency risk, legal harmonization, or trade» <i>NBER Working Paper</i> 1534. — (2009b), «Financial integration and business cycle synchronization», presentado en <i>NBER Summer Institute 2009 Capital Markets and the Macroeconomy</i>. KOSE, M. A.; E. PRASAD; K. ROGOFF, y S.-J. WEI (2009), «Financial globalization: A reappraisal», <i>IMF Staff Papers</i>, próxima publicación. LANE, P. R. (2006), «The real effects of European Monetary Union», <i>Journal of Economic Perspectives</i>, 20: 47-66. — (2008), «EMU and European Financial Integration», mimeo, Trinity College Dublin. — (2009), «The macroeconomics of financial integration: A European perspective», mimeo. LANE, P. R., y G. M. MILES-FERRETTI (2007), «The external wealth of nations Mark II», <i>Journal of International Economics</i>, 73: 223-250.	— (2008), «The drivers of financial globalization», <i>American Economic Review</i>, 98(2): 327-332. MADDALONI, A., y J.-L. PEYDRÓ (2009), «Bank risk-taking, securitization, supervision and low interest rates: Evidence from lending standards», presentado en la conferencia <i>The Financial Crisis</i> organizada por <i>Review of Financial Studies</i> y Yale School of Management, New Haven, CT. OBSTFELD, M. (1994), «Risk-taking, global diversification, and growth», <i>American Economic Review</i>, 84(5): 1310-1329. PAPAIOANNOU, E., y R. PORTES (2009), «Costs and benefits of running an international currency», European Commission, DG-EC-FIN, Informe especial sobre la economía europea. PÉREZ, D.; V. SALAS-FUMAS, y J. SAURINA (2005), «Banking integration in Europe», Banco de España, <i>Working Paper</i> n.º 519. PORTES, R., y H. REY (2005), «The determinants of cross-border equity flows», <i>Journal of International Economics</i>, 65(2): 269-296. RAJAN, R. G. (2006), «Has finance made the world riskier?», <i>European Financial Management</i>, 12(4): 499-533. ROSE, A., y M. SPIEGEL (2009), «Cross-country causes and consequences of the 2008 crisis: International linkages and American exposure», mimeo. SHIN, H. (2009), «Risk and liquidity», <i>2008 Clarendon Lectures in Finance</i>, próxima publicación, Oxford University Press. TAYLOR, J. (2007), «Housing and monetary policy», presentado en la <i>2007 Jackson Hole Conference</i>. — (2008), «The financial crisis and the policy responses: an empirical analysis of what went wrong», discurso en el Banco de Canadá, noviembre.
--	--	---