1. Sistema comercial internacional

El análisis de cada ámbito parte de sus rasgos actuales, reconstruye su evolución histórica y termina con los mecanismos de coordinación.

1.1. Características

Cuatro rasgos definen hoy el comercio internacional de bienes y servicios. Las disrupciones recientes se examinan con la fragmentación geoeconómica (apartado 1.2.3).

1.1.1. Desaceleración (*slowbalisation*)

Tras la crisis financiera global, la globalización comercial se ralentizó. *The Economist* popularizó en 2019 el término *slowbalisation*.

Magnitud: el comercio mundial pasó a crecer igual o menos que el PIB, frente al doble entre 1987 y 2007. En China, el comercio sobre PIB cayó del 64 % en 2006 al 39 % en 2015.

Causas: la debilidad de la inversión privada, la reorientación china hacia el consumo interno, la volatilidad de las materias primas, cierta maduración de las cadenas globales de valor y más proteccionismo.

Interpretación: se ha debatido si la *slowbalisation* es un efecto cíclico de la crisis o un fenómeno estructural. La lectura estructural, la de un "pico del comercio", la liga al agotamiento del margen de fragmentación productiva, a la robotización, que reduce el atractivo de la mano de obra barata, y al peso de unos servicios menos comerciables. La guerra comercial, la pandemia y la fragmentación geopolítica la han reforzado para buena parte de la literatura, con una ratio comercio/PIB estabilizada tras décadas de ascenso.

1.1.2. Comercio intraindustrial e intraempresa

El **comercio intraindustrial**, intercambio de variedades de un mismo producto diferenciado, crece sobre todo en manufacturas sofisticadas entre países de la OCDE. El **comercio intraempresa**, entre la matriz y sus filiales, responde a la organización interna de la producción global.

Magnitud: el intraempresa supone cerca del 30 % de las exportaciones de EE. UU. y más del 50 % de sus importaciones (Banco Mundial, 2017), sobre todo en farmacia y automóvil y en bienes intermedios.

Causas: los rendimientos crecientes y la diferenciación de producto, la preferencia por la variedad, la liberalización y la caída de los costes de transporte y de coordinación, y la IED, que lleva al interior de la multinacional intercambios que serían entre empresas independientes.

Interpretación: confirma la nueva teoría del comercio (Krugman), la novísima (Melitz) y su extensión a las fronteras de la empresa (Antràs y Helpman, 2004): el comercio se da en buena medida entre economías similares y dentro de las multinacionales.

1.1.3. Cadenas globales de valor (CGV)

Las **cadenas globales de valor** reparten entre países las etapas de elaboración de un bien o servicio, y el objeto del comercio pasa a ser la tarea.

Magnitud: canalizan cerca de la mitad del comercio mundial, proporción alcanzada en 2008 y estancada desde entonces.

Causas: las impulsaron la caída de los costes de transporte y de coordinación y la liberalización.

Interpretación: permiten una especialización más fina, pero transmiten las perturbaciones casi de inmediato, como mostró la pandemia.

Su reconfiguración pasa del "justo a tiempo" al "por si acaso", con diversificación de proveedores hacia países próximos (*nearshoring*) o afines (*friendshoring*) más que relocalización. Su forma más extendida es la estrategia *China+1*, que lleva el ensamblaje a Vietnam, India o México sin prescindir de los insumos chinos. El resultado es un alargamiento aparente de las cadenas y el auge de las economías conectoras, más que una desglobalización.

1.1.4. Digitalización y comercio electrónico

El comercio digital abarca el **comercio electrónico**, pedido por vía electrónica, y los **servicios entregados digitalmente**, que cruzan la frontera sin soporte material, a lo que se suma la servificación de los bienes.

Magnitud: estos servicios son la categoría más dinámica, pero las estadísticas aduaneras los miden mal.

Causas: las plataformas, como Amazon o Alibaba, desploman el coste fijo de exportar y han dado lugar a micromultinacionales.

Interpretación: como predice Melitz, baja el umbral de productividad de las exportadoras. El comercio digital plantea, no obstante, dos problemas. El primero es de gobernanza, pues la fiscalidad digital, los datos y los regímenes *de minimis* carecen de marco multilateral, y la moratoria de la OMC sobre los derechos de aduana en las transmisiones electrónicas, prorrogada desde 1998, decayó en Yaundé (2026) por falta de consenso. El segundo es la concentración en pocos actores y economías, con una brecha creciente entre países conectados y no conectados.

1.2. Evolución

1.2.1. Antecedentes (1870-1976)

Primera globalización (1870-1914): la caída de los costes de transporte e información (ferrocarril, vapor, Suez, telégrafo) permitió el comercio masivo de bienes voluminosos y una convergencia de los precios de las materias primas, con la que O'Rourke y Williamson datan la oleada. La ratio de comercio sobre producto alcanzó hacia 1913 máximos no superados hasta bien entrada la segunda mitad del s. XX, pese a la reacción proteccionista desde 1879.

Entreguerras (1918-1939): la guerra multiplicó las fronteras aduaneras, y la Gran Depresión y Smoot-Hawley (1930) desataron represalias. El comercio se contrajo en torno a dos tercios entre 1929 y 1933, fragmentado en bloques bilaterales, de compensación (*clearing*) y de devaluaciones competitivas. La Reciprocal Trade Agreements Act (1934) fue el primer antecedente del orden posterior.

Segunda globalización (1944-1976): el GATT liberalizó en rondas, producto a producto al principio, con reducción lineal en la Kennedy (1964-1967) y códigos sobre barreras no arancelarias en la de Tokio (1973-1979), y el arancel medio sobre manufacturas pasó de cerca del 40 % a un solo dígito. Ganó peso el comercio intraindustrial entre economías desarrolladas, impulsado por la CEE (1957) y la AELC (1960), y para los países en desarrollo nació el trato especial y diferenciado (Parte IV del GATT, 1965; SGP, 1971).

1.2.2. Tercera globalización (1976-2007)

Entre 1973 y 1990, con tres polos, EE. UU., Japón y la CEE, el comercio de mercancías creció cerca del 4 % anual en volumen, se desplazó hacia los bienes diferenciados y los servicios y se abrió a exportadores como Corea del Sur, Taiwán, Hong Kong y Singapur. Lo impulsaron el Consenso de Washington, el fracaso de la industrialización por sustitución de importaciones frente a la orientada a la exportación y las rondas del GATT, pese al neoproteccionismo de los setenta y al regionalismo de los noventa. En los noventa se consolida la **hiperglobalización** (Rodrik), que añade a la rebaja arancelaria la integración financiera, la fragmentación de la producción y la armonización "tras la frontera", más profunda pero más intrusiva. Desde 1990, con las TIC y la apertura de China e India, el comercio sur-sur se dispara en el superciclo de las materias primas (2003-2011) y pasa del 13 % de las exportaciones mundiales en 2001 a casi una cuarta parte en 2011, y el alza de los precios de los productos básicos mejora la relación real de intercambio de sus exportadores. Los servicios, una quinta parte del comercio bruto, se acercan a la mitad en valor añadido por su incorporación a las exportaciones de bienes. Los estándares técnicos, las normas sanitarias y las subvenciones sustituyen a los aranceles, y la Ronda de Doha (2001) se estanca por la agricultura, lo que multiplica los acuerdos bilaterales y regionales.

1.2.3. Fragmentación geoeconómica (2007-actualidad)

La *slowbalisation* deriva desde la segunda mitad de la década de 2010 en un comercio reorganizado en bloques, que crece más dentro de cada bloque que entre bloques rivales, marcado por tres disrupciones.

Crisis financiera global: el *Great Trade Collapse* redujo el comercio mundial en torno al 22 % en valor entre 2008 y 2009, la mayor caída desde la Gran Depresión, debida sobre todo a la contracción de la inversión y de los bienes duraderos, que pesan mucho más en el comercio que en el PIB, y amplificada por las cadenas. La respuesta, sin embargo, fue cooperativa, sin escalada proteccionista, y el comercio se recuperó con rapidez. Frente a ella, la reacción posterior a 2018 supone un cambio de régimen.

Guerra comercial EE. UU.-China (2018-presente): la primera Administración Trump impuso aranceles de salvaguardia (sección 201) y de seguridad nacional (sección 232) y, desde julio de 2018, al amparo de la sección 301, gravó unos 370.000 M$ de exportaciones chinas. La causa de fondo fue el ascenso económico y tecnológico de China, percibido como amenaza estratégica, más que un desequilibrio comercial coyuntural. China respondió con represalias y rebajó sus aranceles a terceros para diversificar proveedores. La Fase 1 (2020) no cerró el conflicto, que se extendió a los semiconductores y otras tecnologías, con restricciones que la Administración Biden mantuvo y reforzó. En 2025, con la IEEPA, EE. UU. impuso un arancel general del 10 % y tipos "recíprocos", y la escalada llegó al 145 % y al 125 % antes de la tregua de mayo. En febrero de 2026 el Tribunal Supremo declaró que la IEEPA no autoriza aranceles, y, tras un arancel temporal de la sección 122, el 24 de julio de 2026 entraron en vigor aranceles de la sección 301 del 10 % o el 12,5 % sobre 60 economías.

Pandemia y Ucrania: el comercio de mercancías llegó a caer en torno a un 18 % interanual en el segundo trimestre de 2020, aunque el año cerró en el −5 %, y la invasión de Ucrania añadió un *shock* energético y alimentario y sanciones sin precedentes, con la exclusión de bancos rusos de SWIFT y la inmovilización de las reservas del banco central ruso. Se consolida así la **interdependencia armada**, el uso de los puntos de estrangulamiento de las redes como coerción, con controles a la exportación de semiconductores y minerales críticos y una carrera por las materias primas críticas.

La seguridad económica compite así con la eficiencia. La OMC estima las pérdidas a largo plazo de una fragmentación completa en dos bloques en torno al 5 % del PIB mundial, hasta el 7 % según el FMI, aunque las economías conectoras, con la reexportación y el reensamblaje, la hacen todavía parcial.

1.3. Coordinación comercial

La coordinación sigue dos enfoques, el multilateral y el regional.

1.3.1. Antecedentes: el GATT

Tras el fracaso de la OIC, al no someter la Administración Truman (1950) la Carta de La Habana al Congreso, el GATT (1947), con veintitrés partes contratantes y carácter provisional, redujo los aranceles industriales hasta el entorno del 5 %, pero dejó fuera la agricultura, los textiles y los servicios.

1.3.2. Ámbito multilateral: la OMC

La OMC nació el 1 de enero de 1995 con el Acuerdo de Marrakech (1994) e incorporó el GATS y el TRIPS. Tiene 166 miembros, el 98 % del comercio mundial, tras las adhesiones de Comoras y Timor Oriental aprobadas en Abu Dabi (2024), y más de veinte observadores en proceso de adhesión.

1.3.3. Ámbito regional

El artículo XXIV del GATT exceptúa de la nación más favorecida a las uniones aduaneras y zonas de libre comercio que cubran lo esencial de los intercambios y no eleven la protección, y la Cláusula de Habilitación (1979) lo extendió a los acuerdos entre países en desarrollo. Los casi 400 acuerdos en vigor son, para unos, bloques de construcción (*building blocks*) de la liberalización multilateral; para otros, como Bhagwati, obstáculos (*stumbling blocks*) que desvían comercio y enmarañan las reglas de origen (*spaghetti bowl*). En la práctica domina la vía regional, con megarregionales como el CPTPP (2018), el T-MEC (2020), la AfCFTA (2019) y el RCEP (2022), que combinan liberalización arancelaria y disciplinas regulatorias de nueva generación.

En suma, el comercial es el ámbito de mayor resistencia y mayor desgaste institucional. La apertura no es irreversible, sino un equilibrio político que las crisis tienden a romper, y tras Bretton Woods la integración se ha profundizado mientras se debilitaba su gobernanza, de ahí el giro hacia la vía regional y plurilateral.

2. Sistema monetario internacional

El "no sistema" nacido en Jamaica se examina con el mismo esquema, de sus rasgos a la coordinación.

2.1. Características

2.1.1. Mercados de divisas internacionales

Desde el abandono de las paridades fijas, el tipo de cambio lo determina un mercado descentralizado y no una decisión administrativa.

Magnitud: es el mercado más grande y líquido del mundo. Según la encuesta trienal del BIS de abril de 2025, el dólar interviene en el 89,2 % de las operaciones, y el Reino Unido y EE. UU. concentran el 38 % y el 19 % de la negociación. En torno al 99 % de las transacciones son financieras.

Causas: la flotación, que multiplicó la cobertura y el arbitraje; la liberalización de la cuenta financiera, y la informatización, con el CLS (2002), que suprime el riesgo Herstatt con el pago contra pago.

Interpretación: es un mercado no organizado (*over-the-counter*), sin cámara de compensación, de modo que el precio de las monedas se fija sin supervisor único y con una infraestructura concentrada en pocas jurisdicciones. El CLS, promovido por la banca privada a instancias de los bancos centrales del G10, muestra que la reducción del riesgo sistémico ha combinado iniciativa privada y presión de las autoridades.

2.1.2. Regímenes de flotación

Tras Jamaica, el régimen cambiario es una decisión soberana, con la sola restricción de no fijar la moneda al oro, y el sistema dejó de tener un régimen común para convertirse en un agregado de decisiones nacionales heterogéneas, de ahí el nombre de "no sistema".

Magnitud: en torno a un tercio de los países flota, libremente o con intervención, aunque concentran la mayor parte del PIB. Muchos emergentes que declaran flotar intervienen por la transmisión del tipo de cambio a los precios y el peso de la deuda en moneda extranjera, fenómeno que Calvo y Reinhart (2002) denominaron **miedo a flotar**. El dólar supone en torno al 57 % de las reservas de divisas (2025), frente a cerca del 71 % en 2000.

Causas: según el **trilema de Mundell-Fleming**, un país no puede mantener a la vez tipo de cambio fijo, libre movilidad de capitales y política monetaria autónoma, sino a lo sumo dos de esos tres objetivos. La liberalización financiera obligó a elegir entre flotar o anclar la moneda de forma dura, con una caja de conversión o la dolarización, y las crisis del periodo pueden leerse como intentos de sostener las tres esquinas a la vez.

Interpretación: el privilegio exorbitante descansa en la profundidad y liquidez de los mercados estadounidenses y en la falta de un activo seguro alternativo. El sistema pasó de un patrón oro-dólar *de iure* a un patrón dólar *de facto*.

2.2. Evolución

La evolución arranca con el reciclaje de los petrodólares y las crisis del petróleo, se ordena en tres oleadas de crisis cambiarias, pasa por los desequilibrios globales y desemboca en la política monetaria no convencional.

2.2.1. Petrodólares y crisis del petróleo (1973-1982)

Los superávits de los exportadores de petróleo se depositaron en los euromercados y se prestaron a los países en desarrollo con créditos sindicados en dólares a tipo variable referenciado al LIBOR (**reciclaje de los petrodólares**). Las crisis del petróleo de 1973 y 1979, que cada país gestionó por su cuenta con externalidades negativas sobre el conjunto, el endeudamiento y la subida de los tipos estadounidenses desde 1979 desembocaron en la crisis de deuda latinoamericana de 1982.

2.2.2. Las tres oleadas de crisis cambiarias (1982-2002)

Cada generación de modelos se formuló ante la insuficiencia de la anterior para explicar el episodio siguiente.

1. *Primera oleada* (años ochenta): el compromiso cambiario chocaba con una política monetaria subordinada a financiar el déficit público. México suspendió pagos en agosto de 1982, con la "década perdida" latinoamericana, y, tras el Plan Baker (1985), que solo aportó financiación adicional, el Plan Brady (1989) creó el primer esquema general de reducción de la deuda soberana con la banca, canjeándola por bonos, tras revelar que los euromercados habían prestado a soberanos sin evaluar bien el riesgo.
2. *Segunda oleada* (años noventa): las crisis del SME (1992-1993) y, solo en parte, del peso mexicano (1994-1995) mostraron que un cambio de expectativas podía forzar el abandono de una paridad que los fundamentos no hacían inevitable, pues el volumen especulativo superaba ya la capacidad de intervención de los bancos centrales. México, con un déficit corriente cercano al 7 % del PIB y deuda a corto plazo indiciada al dólar (tesobonos), anticipa la tercera.
3. *Tercera oleada* (1997-2002): la crisis asiática y su contagio a Rusia (1998), Brasil (1999) y Argentina (2001-2002) mostraron la interacción entre crisis cambiaria y bancaria con descalces de divisas y de plazos, y llevaron a la acumulación preventiva de reservas y, al cuestionar la condicionalidad del FMI, al debate sobre la arquitectura financiera internacional.

2.2.3. Desequilibrios globales y Bretton Woods II (2002-2007)

El déficit corriente de EE. UU., cercano al 6 % del PIB en 2006, se financió con los superávits de Asia emergente y de los exportadores de petróleo, que acumularon reservas en dólares. Para Dooley, Folkerts-Landau y Garber (2003) era un **Bretton Woods II**, con una periferia asiática de tipos fijos infravalorados, controles de capital y crecimiento exportador, y un centro que se financiaba con sus compras de activos. Bernanke (2005) lo atribuye a un exceso global de ahorro, y Borio y Disyatat (2011), a un exceso de elasticidad del sistema financiero. El desenlace no fue una crisis del dólar, sino la crisis financiera de 2007.

2.2.4. Crisis financiera global y política monetaria no convencional (2007-actualidad)

La Gran Recesión abrió una larga fase de tipos reducidos y política monetaria no convencional, con desbordamientos sobre los emergentes. En 2013 bastó con que la Reserva Federal insinuara una reducción del ritmo de compras para desatar el *taper tantrum*, con salidas súbitas de capital y depreciaciones bruscas, prueba de que el ciclo financiero global lo marcan muy pocos bancos centrales. Por eso Rey (2013) sostiene que, con libre movilidad de capitales, el trilema se reduce a un dilema, pues la flotación no basta para garantizar la autonomía monetaria. Las tensiones geopolíticas recientes impulsan, además, una diversificación defensiva de las reservas hacia el oro.

2.3. Coordinación monetaria

2.3.1. Antecedentes: Versalles, Plaza y Louvre

En Versalles (1982), el G7 se comprometió a colaborar con el FMI por la estabilidad cambiaria. En el Plaza (1985), el G5 acordó depreciar el dólar, apreciado por la *hands-off policy* de Reagan, frente al yen y el marco, y en el Louvre (1987), el G6 acordó estabilizar los tipos con zonas de referencia secretas. La corrección del Plaza fue excesiva y obligó al viraje del Louvre diecisiete meses después, y la expansión monetaria japonesa se considera uno de los factores de su burbuja. Estos acuerdos exigen un diagnóstico compartido y un reparto creíble de costes, de ahí su carácter episódico.

2.3.2. Ámbito multilateral: el FMI

Tras 2008, el FMI amplió sus instrumentos, con la Línea de Crédito Flexible; en 2021 hizo la mayor asignación de DEG de su historia, unos 650.000 M$; la reforma de cuotas de 2010, en vigor desde 2016, dio más peso a los emergentes, y en 2016 el renminbi entró en la cesta del DEG. El FMI es el núcleo de la **red de seguridad financiera global**, con las reservas, los *swaps* entre bancos centrales y los acuerdos regionales, una red fragmentada y desigual. Los países sin líneas de *swap* con la Reserva Federal dependen críticamente del FMI.

2.3.3. Ámbito regional: el SEBC

La UEM es la coordinación monetaria regional más profunda, con la transferencia irrevocable de la política monetaria al Eurosistema y un mandato de estabilidad de precios. Elimina el riesgo cambiario intrazona y las devaluaciones competitivas entre sus miembros, pero priva a cada país del tipo de cambio y del tipo de interés ante perturbaciones

asimétricas y traslada la carga del ajuste a la política fiscal y a la flexibilidad de precios y salarios. Otras formas son la zona del franco CFA, con paridad fija con el euro garantizada por el Tesoro francés; la Iniciativa de Chiang Mai (2000), de la ASEAN con China, Japón y Corea del Sur tras la crisis asiática, multilateral desde 2010 y de 240.000 M$ desde 2014, y el Fondo Latinoamericano de Reservas.

En suma, la indefinición del "no sistema" permite a quienes flotan conservar la autonomía monetaria sin controles de capital, a costa de más volatilidad y crisis, aunque el ciclo financiero global recorta esa autonomía. Las tres generaciones de crisis describen un aprendizaje, de la incoherencia entre política fiscal y compromiso cambiario a las expectativas autovalidadas y a la interacción entre el balance de las entidades financieras y el tipo de cambio. Por eso la respuesta ha pasado de vigilar la paridad a la supervisión macrofinanciera, las reservas y una red de seguridad de varios niveles.

3. Sistema financiero internacional

El recorrido termina con los rasgos del sistema financiero, su evolución desde los euromercados hasta la actualidad y su coordinación.

3.1. Características

3.1.1. Digitalización de activos

Los criptoactivos, la tokenización y las monedas digitales de banco central transforman los canales del capital: la mayoría de los bancos centrales trabaja en ellas, y las *stablecoins* en dólares son el segmento con verdadera función de medio de pago. Responde a impulsos tecnológicos, los registros distribuidos; comerciales, por la lentitud y el coste de los pagos transfronterizos, y geopolíticos, con proyectos al margen del dólar como mBridge. La cuestión de fondo es monetaria, porque liquidar sin el dólar ni la infraestructura occidental erosiona el privilegio exorbitante. Plantea, además, retos de estabilidad financiera, de prevención del blanqueo y de perímetro de la supervisión.

3.1.2. Paradoja de la integración

Algunos segmentos, como la deuda soberana, las infraestructuras de pago o las grandes gestoras, se integran globalmente mientras se refuerzan el sesgo doméstico y los bloques. Dos anomalías miden la brecha: la **paradoja de Feldstein-Horioka**, por la fuerte correlación entre ahorro e inversión nacionales, y la **paradoja de Lucas**, porque el capital no fluye hacia las economías de menor renta en la cuantía que predice la teoría, e incluso fluye al revés (Prasad et al., 2007). Las causas son los costes de información, las fricciones institucionales y la fragmentación geoeconómica. La integración es más frágil de lo que sugieren los volúmenes brutos, porque descansa en deuda a corto plazo, reversible, más que en capital que comparta el riesgo, y absorbe mucho menos las perturbaciones de lo que predice la teoría.

3.1.3. Innovación financiera

La titulización, los derivados, la intermediación no bancaria, que supone en torno a la mitad de los activos financieros mundiales, y las *fintech* multiplican instrumentos y actores. La innovación responde a la demanda de cobertura y al arbitraje regulatorio, reforzado por los mayores requisitos de capital. Su efecto es ambivalente: completa mercados, pero alarga las cadenas, opaca la exposición y eleva el riesgo sistémico, como mostraron las quiebras bancarias de marzo de 2023.

3.1.4. Endeudamiento global

La deuda pública y privada no financiera supera el 235 % del producto mundial (FMI, 2025), y el triple si se incluye la financiera, por la crisis, la pandemia y una década de tipos bajos, y el endurecimiento de 2022 y 2023 encareció su refinanciación. La vulnerabilidad está en su composición, a corto plazo y en moneda extranjera, que expone a interrupciones súbitas (*sudden stops*), y en la diversificación de los acreedores hacia prestamistas ajenos al Club de París y tenedores privados, que dificulta las reestructuraciones. En muchos países en desarrollo, el servicio de la deuda desplaza ya gasto en sanidad y educación.

3.2. Evolución

3.2.1. Euromercados y petrodólares (1958-1982)

Los euromercados crecieron en los setenta con el reciclaje de los petrodólares, ampliando el volumen y la profundidad de los mercados, pero generaron los desequilibrios que desembocaron en la crisis de deuda latinoamericana. Desde los ochenta, los activos y pasivos exteriores brutos de las economías avanzadas crecieron hasta varias veces su PIB en vísperas de la crisis financiera global, y las posiciones exteriores brutas crecieron mucho más que las netas, lo que multiplicó la exposición al contagio.

3.2.2. Innovación y desregulación (1983-2006)

Hubo innovación de proceso, con las telecomunicaciones y la informática, y de producto, con derivados, titulización y nuevas formas de intermediación para cubrirse, especular y financiarse. La acompañó la desregulación: el *Big Bang* de Londres (1986), la Gramm-Leach-Bliley Act (1999), que revocó en parte la Glass-Steagall, y la relajación de los controles de capital, con más oportunidades, pero también más riesgo sistémico.

3.2.3. Crisis *subprime* y Gran Recesión (2007-2019)

La **Gran Moderación**, de baja volatilidad del producto y de la inflación entre mediados de los ochenta y 2007, alimentó la idea de un ciclo domesticado y de un riesgo bien distribuido, que la crisis desmintió, con tres consecuencias:

- *Institucional*: el G20 desplazó al G7 y se elevó a cumbres de jefes de Estado y de Gobierno (Washington, 2008; Londres y Pittsburgh, 2009), reconocimiento del peso de los emergentes y mayor cambio de la gobernanza desde Bretton Woods.
- *Regulatoria*: la reforma prudencial más ambiciosa desde los años treinta, con Basilea III, el FSB y marcos de resolución que imponen las pérdidas a accionistas y acreedores. La crisis de deuda soberana de 2010-2014, con su círculo vicioso entre bancos y soberanos, motivó la Unión Bancaria.
- *Macrofinanciera*: la política monetaria no convencional (apartado 2.2.4).

El episodio confirma, según Reinhart y Rogoff (2009), que las crisis siguen pautas recurrentes que los contemporáneos creen irrepetibles.

3.2.4. Pandemia y endurecimiento monetario (2020-actualidad)

Tras la pandemia, con la deuda global en máximos, el endurecimiento sincronizado de 2022 y 2023 encareció su refinanciación. En marzo de 2023 quebró Silicon Valley Bank, con pérdidas latentes en renta fija que la supervisión no anticipó, y UBS absorbió forzosamente a Credit Suisse. En las economías de renta baja, el endurecimiento y la apreciación del dólar llevaron al sobreendeudamiento.

3.3. Coordinación financiera

3.3.1. Ámbito multilateral: la nueva arquitectura financiera internacional

FSB: creado en 2009 a instancias del G20 como sucesor del Foro de Estabilidad Financiera (1999), fomenta la estabilidad financiera con el intercambio de información, la coordinación de la supervisión y el seguimiento de los estándares. Reúne a autoridades de 24 jurisdicciones, organismos internacionales y fijadores de estándares, y encarna el principal giro de la regulación posterior a la crisis, el paso de un enfoque solo microprudencial, centrado en la solvencia de cada entidad aislada, a otro que le añade la dimensión **macroprudencial**, atenta al riesgo sistémico del conjunto y a su prociclicidad.

Acuerdos de Basilea: en el Comité de Supervisión Bancaria, con sede en el BIS:

1. Basilea I (1988) exigió un capital mínimo del 8 % de los activos ponderados por riesgo.
2. Basilea II (2004) refinó la ponderación con tres pilares: requerimientos de capital, supervisión y disciplina de mercado.
3. Basilea III (2010) endureció el capital e introdujo requisitos de liquidez (LCR y NSFR), una ratio de apalancamiento y colchones anticíclicos.

3.3.2. Ámbito regional: el marco europeo de estabilidad financiera

La UE avanza a impulsos de las crisis. El SESF (2011), nacido del Informe Larosière, separó la supervisión macroprudencial, en la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de la microprudencial, y la Unión Bancaria (2012) trasladó la supervisión y la resolución al nivel supranacional para romper el círculo vicioso entre bancos y soberanos. Pero sigue incompleta. El sistema europeo de garantía de depósitos no se ha aprobado, por la resistencia de los países acreedores a mutualizar el riesgo antes de reducir la exposición bancaria a la deuda nacional. La coordinación regional es mucho más profunda que la multilateral, pero se detiene donde exigiría transferir riesgo entre Estados.

En suma, la globalización financiera ha avanzado más deprisa que su gobernanza: la innovación surge en los márgenes de la regulación, esta reacciona tras la crisis y la innovación se desplaza de nuevo. La reforma posterior a 2008 ha endurecido el capital y la liquidez, ha creado marcos de resolución contra las entidades demasiado grandes para quebrar y ha añadido la supervisión macroprudencial, pero deja abiertos la intermediación no bancaria y los criptoactivos, que reproducen la asimetría entre unos flujos globales y una autoridad nacional.