

FLUJOS FINANCIEROS TRANSFRONTERIZOS EN LA ZONA DEL EURO

ARTÍCULOS

Flujos financieros transfronterizos en la zona del euro

Desde la introducción de la moneda única en 1999, la Unión Monetaria Europea ha desempeñado un papel clave en el proceso de integración financiera, no solo dentro de la zona del euro, sino también a escala mundial. La crisis financiera mundial que se inició a mediados de 2007 y llegó a un punto álgido tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 interrumpió bruscamente el proceso de constante integración financiera mundial. En este contexto, se analiza, a continuación, el papel de la zona del euro en la financiación internacional antes y desde la eclosión de la crisis financiera mundial.

I EL PAPEL DE LA ZONA DEL EURO EN LA FINANCIACIÓN TRANSFRONTERIZA MUNDIAL

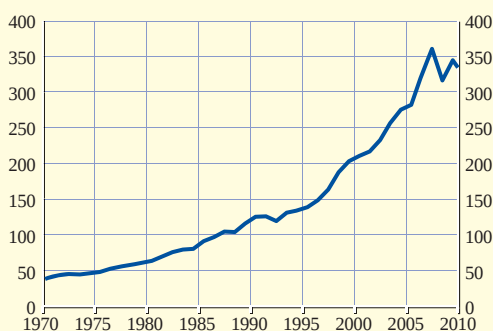
El proceso de integración financiera mundial se manifiesta en un aumento sostenido de los flujos financieros transfronterizos y en la acumulación de abultados y crecientes volúmenes de activos y pasivos externos, que, por ejemplo, pueden adoptar la forma de inversiones de cartera en valores de renta fija o de renta variable, inversión extranjera directa en empresas o préstamos entre residentes de distintos países¹. Así pues, considerados en su conjunto, los flujos financieros transfronterizos totales constituyen una medida agregada del tamaño de las transacciones de activos financieros y, con carácter más general, de la intensidad de los vínculos financieros entre las distintas economías.

Entre 1980 y 2007, antes de que se desencadenara la crisis financiera mundial, los activos y pasivos exteriores mundiales se multiplicaron por seis, pasando de alrededor del 60% a más del 360% del PIB mundial, lo que representa un crecimiento medio anual de más del 10% del PIB mundial (véase gráfico 1). Durante el mismo período, los flujos financieros brutos mundiales crecieron a un ritmo igualmente rápido, pasando del 6% del PIB mundial en 1980 al 36% del PIB mundial en 2007. Aunque el comercio mundial de activos, medido de esta manera, todavía es menor que el comercio de bienes y servicios, este último aumentó durante el período considerado a una tasa mucho menor,

1 En la sección 2 se presenta con más detalle cómo pueden clasificarse los flujos financieros internacionales y cómo se registran en las estadísticas de la balanza de pagos.

Gráfico 1 Saldo total de activos y pasivos financieros transfronterizos

(porcentajes del PIB mundial)

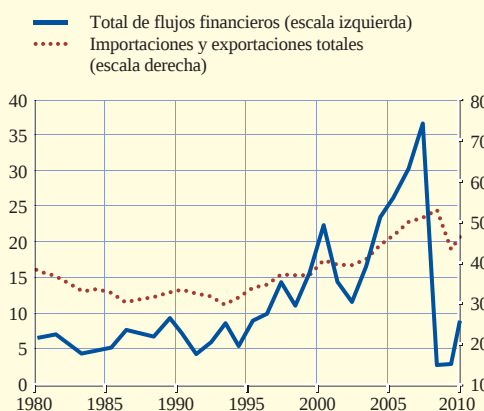


Fuentes: FMI y cálculos de los expertos del BCE.

Nota: La última observación corresponde a 2010. Los datos se basan en la publicación *International Finance Statistics (IFS)*, del FMI. Los datos que faltan de *IFS* se han completado sobre la base de la metodología presentada por P. R. Lane y G. M. Milesi-Ferretti en «The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004», *Journal of International Economics*, vol. 73, n.º 2, 2007, pp. 223-250.

Gráfico 2 Total de flujos financieros transfronterizos e importaciones y exportaciones totales de bienes

(porcentajes del PIB mundial)



Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial, FMI.

Nota: La última observación corresponde a 2010.

pasando de alrededor del 40 % del PIB mundial en 1980 a alrededor del 50 % del PIB mundial en 2007 (véase gráfico 2).

Durante la crisis financiera global, el comercio mundial, tanto de bienes y servicios como de activos financieros, se desplomó. Las inversiones transfronterizas, medidas por los flujos mundiales de activos y pasivos financieros, cayeron desde los más de 20 billones de dólares estadounidenses (más del 35 % del PIB mundial) registrados en 2007 hasta alrededor de 1,5 billones de dólares estadounidenses (menos del 5 % del PIB mundial) en el año

siguiente (véase gráfico 2). Desde entonces, las inversiones transfronterizas mundiales se han recuperado de forma sostenida y el valor anual de las transacciones internacionales de activos financieros sobrepasa, actualmente, los 10 billones de dólares estadounidenses, lo que indica que la crisis solo ha frenado temporalmente el proceso de intensificación de la integración financiera y que, en el futuro, la economía mundial probablemente continuará cosechando los notables beneficios que la integración financiera internacional puede ofrecer a las economías que participen en ella (como se analiza con más detalle en el recuadro 1 del presente artículo).

Recuadro 1

VENTAJAS Y DESAFÍOS DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA TRANSFRONTERIZA

Existe un amplio consenso en la literatura sobre integración financiera internacional en que la inversión transfronteriza a escala mundial es beneficiosa tanto para la economía que invierte como para la que recibe la inversión y en que, especialmente en horizontes de más largo plazo, los beneficios pueden ser considerables¹.

En primer lugar, las tenencias transfronterizas de activos y pasivos permiten a las economías compartir el riesgo asociado a sus propios ciclos económicos nacionales². En la medida en que permite a un país endeudarse durante las fases descendentes del ciclo y prestar en las fases de recuperación económica, la apertura financiera favorece el consumo y la distribución del riesgo, al tiempo que reduce la volatilidad del crecimiento del consumo. Este efecto anticíclico de los mercados de capitales mundiales sobre las variables reales reviste particular importancia, dado que las perturbaciones suelen ser transitorias o idiosincrásicas. Además, la mejora de la distribución del riesgo aumenta, a su vez, la capacidad de los países para especializarse en los sectores más productivos, lo que se traduce en una mayor eficiencia económica³.

En segundo lugar, los flujos financieros internacionales son esenciales para dirigir el capital mundial hacia las áreas en las que puede ser utilizado de forma más productiva. Esta observación se basa en el modelo de crecimiento neoclásico, que predice que, conforme al supuesto de los rendimientos marginales decrecientes del capital, este debe fluir desde las economías en las que su utilización produce un rendimiento marginal relativamente menor hacia las economías en las que su productividad marginal es más elevada. La capacidad de recurrir a un fondo común de recursos de carácter internacional afecta, a su vez, a la inversión y al crecimiento internos, dado que permite a las economías expandir la inversión y la producción por encima de las limitaciones que impone el ahorro interno. En muchas economías emergentes, la capacidad de ahorrar se ve limitada por un bajo nivel

1 Véase G. L. Kaminsky y S. L. Schmukler, «Short-run pain, long-run gain: the effects of financial liberalisation», *NBER Working Paper*, n.º 9787, 2003.

2 Véase M. Fratzscher y J. Imbs, «Risk sharing, finance, and institutions in international portfolios», *Journal of Financial Economics*, vol. 94, n.º 3, 2009, pp. 428-447.

3 Véase S. Kalemli-Özcan, B. Sorensen y O. Yosha, «Risk Sharing and Industrial Specialization: Regional and International Evidence», *American Economic Review*, vol. 93, n.º 3, 2003, pp. 903-918.

de renta. Así pues, las entradas netas de capital pueden complementar el ahorro interno y elevar el nivel de utilización del capital, ayudando al país receptor a elevar su tasa de crecimiento económico y a mejorar sus niveles de vida⁴.

En tercer lugar, suele argumentarse que la presencia de inversores extranjeros eleva el nivel de productividad en el país receptor de la inversión; por ejemplo, mediante la correspondiente transferencia de conocimientos que no se registra en los propios flujos de capital⁵. En este contexto, un punto a favor de la apertura financiera es que puede tener un impacto beneficioso en el sistema bancario del país al aumentar la profundidad y la amplitud de los mercados financieros internos y reducir los costes asociados a los mercados oligopolísticos⁶.

En cuarto lugar, existe otro efecto indirecto —o «beneficio colateral»— de la integración financiera transfronteriza, que surge como resultado de la disciplina que dicha integración puede ejercer sobre las políticas económicas internas, así como en la gobernanza pública y en el gobierno corporativo⁷. En la literatura sobre inversiones transfronterizas se observa, habitualmente, que los inversores extranjeros son especialmente sensibles a las asimetrías en la información y prefieren invertir en países con instituciones sólidas y un historial macroeconómico estable⁸. En la medida en que las autoridades nacionales desean cosechar algunos de los frutos de la integración financiera antes mencionados y, por consiguiente, buscan atraer inversión extranjera a la economía nacional, la integración financiera puede tener un efecto de disciplina sobre los responsables de la política económica estimulándoles a centrar sus prioridades en las políticas económicas y monetarias sostenibles y orientadas hacia la estabilidad⁹. Dado que una mayor disciplina en materia de políticas se traduce en una mayor estabilidad macroeconómica, esta da lugar, en sí, a un crecimiento económico más rápido —al igual que los efectos directos de la integración financiera—, como se destaca en la literatura reciente sobre el crecimiento endógeno.

Con el telón de fondo de la crisis financiera mundial, el papel de la disciplina y la estabilidad macroeconómicas se ha trasladado, recientemente, al centro del debate público y de la investigación económica sobre la integración financiera internacional. El motivo es que, pese a los innegables efectos beneficiosos que esta tiene a largo plazo sobre el crecimiento y el bienestar general de la sociedad, los flujos de capital desequilibrados también pueden plantear desafíos considerables y riesgos significativos para las economías con políticas internas insostenibles que no pueden armonizar los objetivos de estabilidad externa e interna.

De hecho, una afluencia neta de capital excesivamente grande y prolongada puede tener efectos macroeconómicos indeseables, incluidas una rápida expansión monetaria y presiones inflacionistas, y, por consiguiente, puede inflar los precios de los activos y estimular el crecimiento del crédito aumentando el riesgo de que se produzcan ciclos de auge y caída. Los flujos financieros que tienen su origen en factores volátiles, como el comportamiento gregario de los inversores, o lo que se conoce

4 Véase R. Levine, «International financial liberalization and economic growth», *Review of International Economics*, vol. 9, n.º 4, 2001, pp. 688-702.

5 Véase M. A. Kose, E. S. Prasad y E. M. Terrones, «Does Openness to International Financial Flows Raise Productivity Growth?», *Journal of International Money and Finance*, vol. 28, n.º 4, 2009, pp. 554-580.

6 Véase R. Levine, «Finance and development: Issues and experience», *Journal of International Economics*, vol. 37, n.º 3, 1994, pp. 273-277.

7 Véase M. A. Kose, E. Prasad, K. Rogoff y S.-J. Wei, «Financial Globalization: A Reappraisal», *IMF Staff Papers*, vol. 56, n.º 1, 2009, pp. 8-62.

8 Para más información sobre el papel de las instituciones, véase L. Alfaro, S. Kalemli-Özcan y V. Volosovych, «Capital Flows in a Globalized World: The Role of Policies and Institutions», NBER Working Paper, n.º 11696, 2005; M. Fidora, M. Fratzscher y C. Thimann, «Home bias in global bond and equity markets: the role of real exchange rate volatility», *Journal of International Money and Finance*, vol. 26, n.º 4, 2007, pp. 631-655; y R. G. Gelos y S.-J. Wei, «Transparency and International Portfolio Holdings», *Journal of Finance*, vol. 60, n.º 6, 2005, pp. 2987-3020.

9 Véase «Financial Globalization and Monetary Policy Discipline: A Survey With New Evidence from Financial Remoteness», *IMF Staff Papers*, vol. 56, n.º 1, 2009, pp. 198-221.

como «caza de rendimiento», pueden dar lugar, en un entorno de mayor apetito por el riesgo, a una valoración errónea de los activos financieros, con el consiguiente riesgo de que se produzcan ajustes bruscos, cuyas consecuencias para la economía real serían dolorosas. Al mismo tiempo, el impacto de esas entradas especulativas de capital sobre el crecimiento a largo plazo podría ser poco importante, si esos recursos se utilizan para financiar inversiones internas especulativas o de baja calidad.

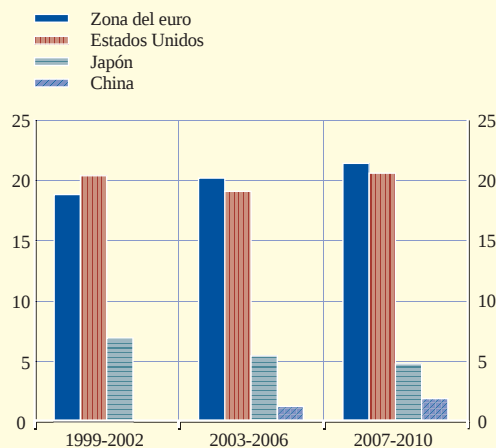
Así pues, la enseñanza que puede extraerse de la literatura económica sobre la integración financiera y los flujos de capital transfronterizos es que, para poder cosechar los frutos de la integración financiera mundial se necesitan políticas macroeconómicas estables y sostenibles, que permiten a los países atraer entradas de capital estables y equilibradas, conducentes al crecimiento a largo plazo de la economía. Además, es necesario que las políticas económicas se armonicen cuidadosamente con el objetivo de la sostenibilidad externa, ya que, en ausencia de unas políticas internas económicas, monetarias y cambiarias orientadas a la estabilidad, la volatilidad inherente a los flujos de capital transfronterizos puede tener un impacto significativo sobre la volatilidad de las variables macroeconómicas del país.

La zona del euro ha desempeñado un papel importante en la rápida expansión de la financiación transfronteriza mundial, facilitando la intensificación de los vínculos financieros, no solo entre los Estados miembros de la zona del euro, sino también entre la propia zona y la economía mundial. Con respecto a lo primero, el efecto catalizador de la Unión Monetaria Europea, que estimuló un proceso continuo de integración en los mercados financieros europeos y trajo consigo un aumento de la inversión transfronteriza dentro de la zona, está bien documentado en la literatura sobre integración financiera². Con la introducción de la moneda única, la Unión Monetaria Europea también ha dado lugar a un aumento de los flujos financieros fuera de la zona del euro y a un aumento constante de la participación de la zona en el comercio mundial de activos financieros (véase gráfico 3).

Las medidas convencionales de integración financiera sugieren que, entre las economías más grandes del mundo, la zona del euro es la que presenta el grado más elevado de integración financiera con el resto del mundo. Entre 2007 y 2010, la zona del euro concentró, en promedio, el 21 % del saldo mundial de activos y pasivos exteriores, colocándose ligeramente por delante de Estados Unidos. Si bien estas cifras reflejan la participación relativamente grande de la zona del euro y de Estados Unidos en la actividad económica mundial, el saldo de activos y pasivos exteriores de la zona del euro también es mayor que el de Estados Unidos y el de otras economías

Gráfico 3 Participación en el total mundial de activos y pasivos exteriores

(porcentajes medios del total mundial)



Fuentes: FMI, BCE y cálculos de los expertos del BCE¹⁾.

Nota: Para la zona del euro, los datos excluyen la inversión transfronteriza entre países de la zona. En el caso de China, solo se dispone de datos para el período 2005-2009.

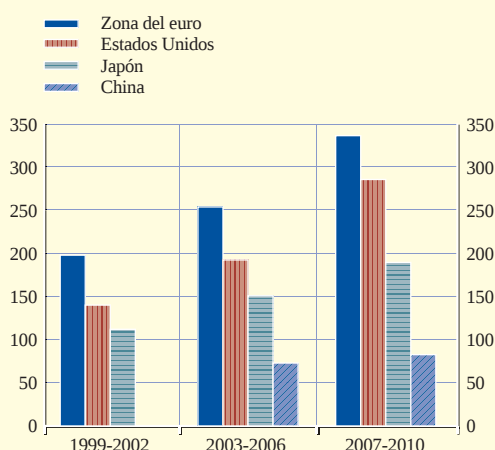
1) Véase nota del gráfico.

cuando se mide en función del respectivo PIB (véase gráfico 4). Este patrón es incluso más pronunciado cuando se compara la actividad financiera transfronteriza de cada economía —tanto en términos de saldos y flujos como en lo que respecta a activos y

2 Véase P. R. Lane, «Global Bond Portfolios and EMU», *International Journal of Central Banking*, vol. 2, n.º 2, 2006, pp. 1-23. Véase también el artículo titulado «Contribución del BCE y del Eurosistema a la integración financiera europea», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2006 y el titulado «Integración de los mercados financieros europeos», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2003.

Gráfico 4 Activos y pasivos exteriores en porcentaje del propio PIB

(porcentajes medios del PIB)

Fuentes: FMI, BCE y cálculos de los expertos del BCE¹⁾.

Nota: Para la zona del euro, los datos excluyen la inversión transfronteriza entre países de la zona. En el caso de China, solo se dispone de datos para el periodo 2005-2009.

1) Véase nota del gráfico.

pasivos— con medidas de la actividad financiera interna, tales como la capitalización del mercado bursátil nacional, el porcentaje de valores distintos de acciones en circulación y el volumen de operaciones total de los mercados financieros nacionales.

Por lo tanto, la zona del euro no solo desempeña un papel de primer orden en los mercados financieros mundiales (como lo demuestra su elevada participación en los saldos y flujos financieros mundiales), sino que presenta, además, un alto grado de integración con la financiación mundial (como lo indica la elevada proporción de saldos y flujos de activos y pasivos exteriores en el PIB de la zona del euro). En conjunto, todo ello es indicativo de la importancia de los flujos financieros transfronterizos de la zona del euro para evaluar la evolución de los mercados financieros mundiales, así como para analizar su impacto sobre la economía financiera y real de la zona.

En el presente artículo se analizan las principales tendencias de la financiación transfronteriza de la zona del euro desde la creación de la Unión Monetaria Europea, haciéndose especial hincapié en la evolución desde el inicio de la crisis financiera

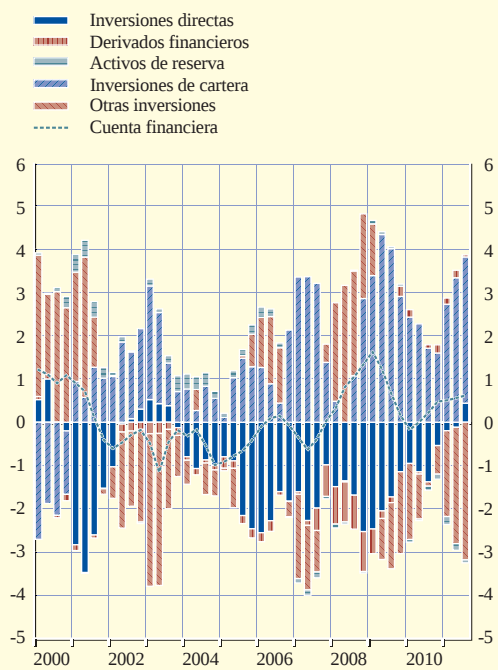
mundial en 2007. También se describen algunos de los principales factores determinantes de los flujos de capital de la zona en el pasado reciente. El artículo concluye con un análisis de las implicaciones para las políticas económicas.

2 TENDENCIAS EN LA FINANCIACIÓN TRANSFRONTERIZA EN LA ZONA DEL EURO

Las transacciones financieras transfronterizas de la zona del euro se resumen en la cuenta financiera de la balanza de pagos de la zona del euro (como se analiza sucintamente en el recuadro 2). Desde la creación de la Unión Monetaria Europea, la cuenta financiera de la zona se ha mantenido estable y, al mismo tiempo, prácticamente en equilibrio. De hecho, desde 1999, el saldo de la cuenta financiera se ha situado, en promedio, en el 0,1 % del PIB y ha fluctuado dentro de una banda estrecha de aproximadamente ± 1 % del PIB (véase gráfico 5).

Gráfico 5 Cuenta financiera de la zona del euro por tipo de inversión

(flujos trimestrales; suma de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

Nota: La última observación corresponde al tercer trimestre de 2011.

Recuadro 2

LA CUENTA FINANCIERA DE LA BALANZA DE PAGOS

Las transacciones económicas entre la zona del euro y el resto del mundo se registran en la balanza de pagos de la zona¹. Dentro de la balanza de pagos, la suma del saldo de la cuenta de capital de la balanza por cuenta corriente, que normalmente es mucho menor en casi todas las principales economías avanzadas y emergentes, es igual al saldo de la cuenta financiera (teniendo en cuenta los errores y omisiones), que incluye todas las transacciones exteriores que supongan el uso de capital financiero². En el caso concreto de la balanza de pagos de la zona del euro, solo se registran las transacciones realizadas con el resto del mundo, es decir, que se excluyen las efectuadas dentro de la propia zona. Las transacciones registradas se dividen, normalmente, en cinco subcomponentes: inversiones directas, inversiones de cartera, derivados financieros, otras inversiones y activos de reserva.

En primer lugar, las inversiones directas reflejan el objetivo de una entidad residente en una economía de obtener un interés duradero en una empresa residente en otra economía. Dicho interés implica tanto la existencia de una relación económica a largo plazo como un grado significativo de influencia en la gestión de la empresa por parte del inversor directo. En consonancia con las normas y buenas prácticas internacionales, como se indica en el Manual de Balanza de Pagos del FMI, la inversión extranjera directa se compone de transacciones en virtud de las cuales una entidad adquirente haya obtenido una participación del 10%, como mínimo, en el capital de la empresa en que invierte.

En segundo lugar, las inversiones de cartera incluyen las transacciones en valores de renta fija y de renta variable, salvo las que se incluyen en las inversiones directas y en los activos de reserva (véase más adelante).

En tercer lugar, los derivados financieros son instrumentos financieros vinculados a un activo o a un índice subyacente concreto. Los tipos más comunes de instrumentos incluidos en esta categoría son las opciones, los futuros, los *swaps*, los contratos a plazo sobre divisas y los derivados de crédito.

En cuarto lugar, los activos de reserva de la zona del euro se componen de las tenencias de activos exteriores del Eurosistema, es decir, los activos de reserva del BCE y los activos de reserva en poder de los bancos centrales nacionales de los Estados miembros de la zona, que incluyen el oro monetario, los Derechos Especiales de Giro, la posición de reserva en el Fondo Monetario Internacional, los activos en divisas (efectivo y depósitos, así como valores) y otros activos.

En quinto lugar, la partida «otras inversiones» corresponde a una categoría residual que comprende todas las transacciones financieras exteriores no incluidas en los cuatro subcomponentes anteriores de la cuenta financiera y que no reflejan cambios en los activos de reserva de la zona del euro. Incluye, especialmente, los préstamos y depósitos transfronterizos, así como el crédito comercial y otros activos o pasivos.

1 En la compilación de sus estadísticas externas, el BCE sigue las recomendaciones del Manual de Balanza de Pagos del FMI.

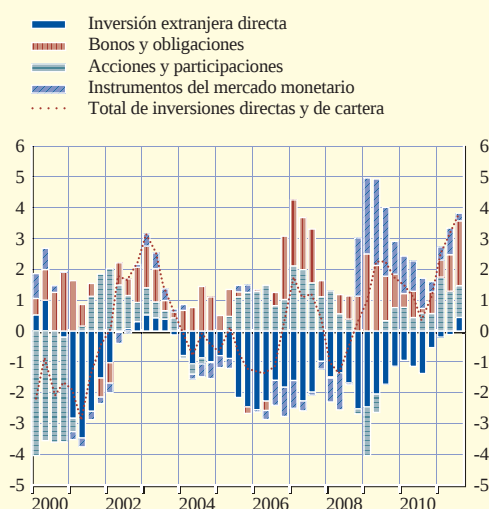
2 En aras de la simplicidad, y conforme a los usos generales de la literatura económica, en el presente artículo se utilizan los términos «flujos financieros» y «flujos de capital» para referirse a las transacciones de la cuenta financiera.

La principal fuente de financiación de la zona del euro ha sido, normalmente, la inversión de cartera. Desde el año 2001, la zona del euro ha sido, sin

interrupción, importador neto de este tipo de inversiones, tanto en forma de valores distintos de acciones (bonos, obligaciones e instrumentos del mercado

**Gráfico 6 Total de inversiones directas
y de cartera de la zona del euro**

(flujos trimestrales; suma de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

Nota: La última observación corresponde al tercer trimestre de 2011.

monetario), reflejo del tamaño y la profundidad de los mercados de renta fija de la zona, como de valores de renta variable (véanse gráficos 5 y 6).

Al mismo tiempo, la zona del euro ha sido normalmente un exportador neto de inversión extranjera directa, principalmente en forma de acciones y participaciones de capital y, en menor medida, de beneficios reinvertidos y otro capital, este último integrado sobre todo por préstamos entre empresas relacionadas.

El patrón general consistente en que las salidas netas de inversión extranjera directa compensen las entradas netas de inversiones de cartera es una característica común de los flujos financieros transfronterizos de las economías avanzadas, y es así por varias razones: en primer lugar, las economías avanzadas ofrecen mercados de valores suficientemente grandes y profundos para atraer notables entradas de inversiones de cartera; en segundo lugar, los inversores de estas economías prefieren, a menudo, las inversiones directas —que les proporcionan la propiedad y el control inmediatos de una empresa— a las inversiones en cartera en eco-

nomías emergentes, cuyos mercados financieros suelen ser menos profundos y su marco institucional menos desarrollado, y se caracterizan por un gobierno público y corporativo más deficientes³. Además, la inversión extranjera directa suele formar parte de las estrategias de penetración en los mercados de las grandes empresas multinacionales con sede en las economías avanzadas.

Mientras que los derivados financieros y las reservas oficiales representan normalmente solo una pequeña fracción de la cuenta financiera, el componente residual de «otras inversiones» suele ser grande y volátil. Ello refleja, principalmente, la naturaleza de las actividades del sector bancario de la zona del euro, que suponen el uso de préstamos, efectivo y depósitos.

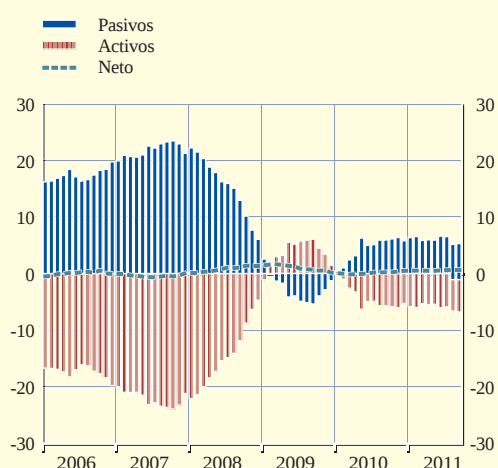
3 FACTORES DETERMINANTES DE LOS FLUJOS FINANCIEROS DE LA ZONA DEL EURO DESDE LA CRISIS

Aunque los patrones generales de los flujos financieros netos no han variado significativamente durante la crisis financiera mundial, la estabilidad de la cuenta financiera neta y su desagregación por instrumentos oculta cambios notables en la evolución de los flujos transfronterizos de activos y pasivos y en su composición por sectores. A este respecto, la reciente contención financiera sirve para destacar tres aspectos importantes que han de tenerse en cuenta en el análisis de los flujos financieros transfronterizos. En primer lugar, los flujos de activos y pasivos pueden ser mucho mayores que los flujos netos. En segundo lugar, los flujos financieros externos pueden ser volátiles y fácilmente reversibles y, en tercer lugar, unos flujos netos equilibrados pueden ocultar la gradual acumulación de desequilibrios macroeconómicos y riesgos financieros, ya que el crecimiento paralelo de los activos y los pasivos en relación con el PIB hace que un país sea más vulnerable a los cambios súbitos en la situación de los mercados financieros y a las perturbaciones negativas de la riqueza y los balances.

3 Véase también C. Daude y M. Fratzscher, «The pecking order of cross-border investment», *Journal of International Economics*, vol. 74, n.º 1, 2008, pp. 94-119.

Gráfico 7 Flujos financieros de activos y pasivos de la zona del euro

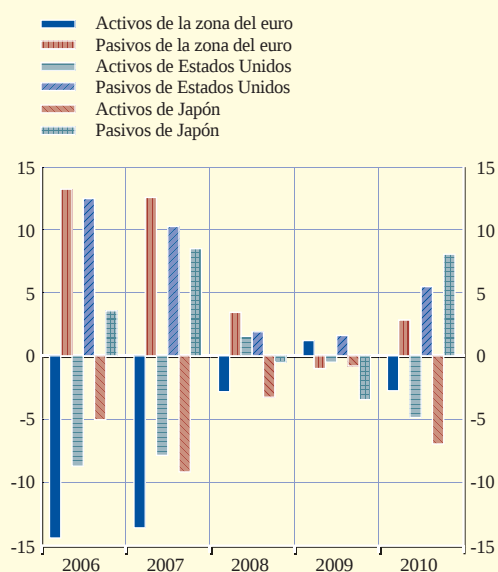
(flujos mensuales; cifras acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.
Nota: La última observación corresponde a septiembre de 2011.

Gráfico 8 Flujos financieros de activos y pasivos de algunas economías avanzadas

(flujos anuales en porcentaje del propio saldo)



Fuentes: Haver y cálculos de los expertos del BCE.

Tras el primer período de turbulencias en los mercados financieros, que marcó el inicio de la crisis financiera mundial en 2007, los flujos financieros

de activos y pasivos de la zona del euro experimentaron una acusada caída, pasando del 20% del PIB a menos del 5% del PIB en 2008, y los inversores mundiales —tanto en la zona del euro como en otras grandes economías— repatriaron inversión extranjera en términos netos en 2009 (véase gráfico 7).

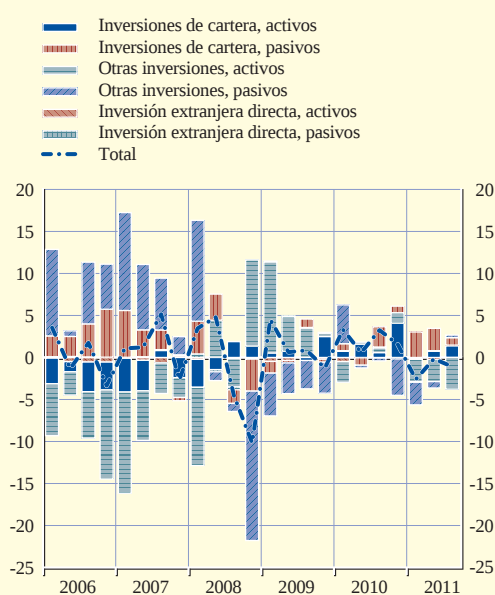
Aunque desde entonces la reanudación de los flujos de capital ha dado lugar a un aumento de los flujos financieros transfronterizos, tanto a escala mundial como de la zona del euro, la actividad financiera transfronteriza a nivel mundial sigue situándose muy por debajo de los niveles previos a la crisis, observados antes de la contención de los flujos financieros mundiales en 2008 y 2009 (véase gráfico 8).

El proceso de desapalancamiento también supuso una significativa reestructuración de los balances de las entidades de crédito de la zona del euro, que se tradujo en una reducción de los préstamos transfronterizos por parte del sector bancario de la zona. Los bancos redujeron sus tenencias de activos en el exterior, al tiempo que disminuyeron sus pasivos frente a inversores extranjeros. Es lo que ocurrió especialmente en el último trimestre de 2008, inmediatamente después de la quiebra de Lehman Brothers, como se refleja en la reducción de los pasivos de otras inversiones —principalmente depósitos y préstamos— en más de un 20% del PIB de la zona del euro (véase gráfico 9).

Otras circunstancias extraordinarias amplificaron la reducción de las inversiones transfronterizas en activos y pasivos. En primer lugar, la falta de liquidez resultante del colapso de los mercados interbancario y de titulización de activos provocó, inicialmente, ventas significativas de otros activos en la medida en que los inversores mundiales se esforzaron por obtener liquidez. En segundo lugar, la mayor incertidumbre y la asimetría en la información entre prestamistas y prestatarios dieron lugar a un súbito aumento de la aversión al riesgo, lo que se tradujo en un comportamiento gregario por parte de los inversores internacionales. Como resultado de la falta de liquidez en el sector bancario mundial, las entidades de crédito de la zona del euro dejaron de ser

Gráfico 9 Cuenta financiera de las IFM de la zona del euro

(flujos trimestrales; porcentajes del PIB)

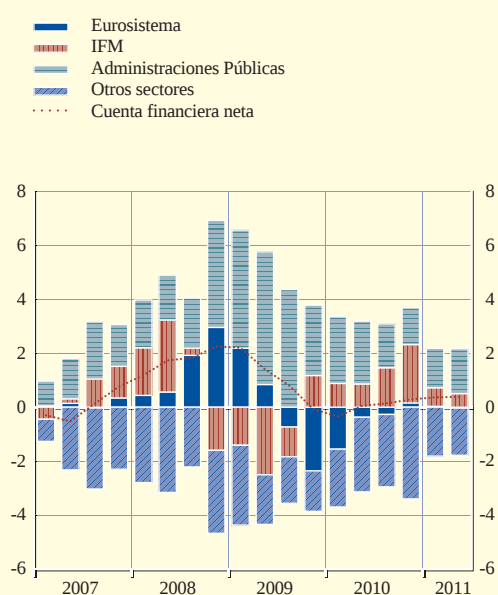


Fuentes: BCE y cálculos de los expertos del BCE.

Notas: La última observación corresponde al tercer trimestre de 2011. Se excluyen los derivados financieros.

Gráfico 10 Cuenta financiera de la zona del euro por sectores

(flujos trimestrales; suma de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE y cálculos de los expertos del BCE.

Notas: La última observación corresponde al segundo trimestre de 2011. Se excluyen los derivados financieros.

prestatarios netos para convertirse en prestamistas netos en el último trimestre de 2008 y en la mayor parte de 2009 (véase gráfico 10)⁴.

El desapalancamiento del sector bancario vino acompañado de un aumento en el apalancamiento de los Gobiernos de la zona del euro, que actuaron como sustitutos del apalancamiento privado durante la crisis financiera mundial (véase gráfico 10).

Debido al aumento de las necesidades de financiación de los Gobiernos de la zona del euro por el funcionamiento de los estabilizadores automáticos, y como consecuencia de las medidas de estímulo fiscal adoptadas en respuesta a la crisis financiera mundial, la cuenta financiera neta del sector de Administraciones Públicas, es decir, la necesidad de financiación exterior del sector público, aumentó desde alrededor del 2 % del PIB en los años anteriores a la crisis hasta más del 4 % del PIB en el último trimestre de 2008 y en los tres primeros trimestres de 2009 (véase gráfico 10). El aumento del

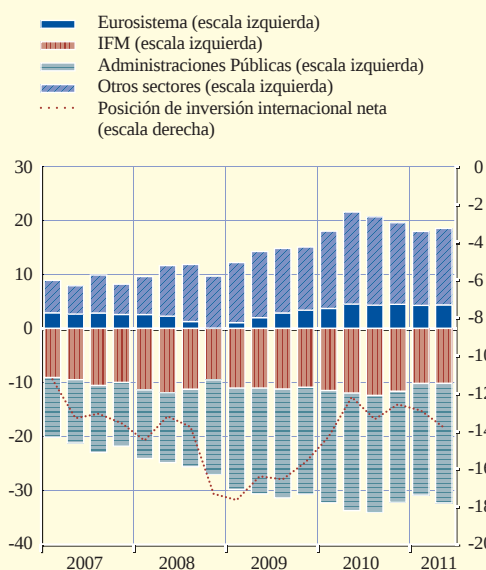
apalancamiento del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro —reflejado en el incremento de las entradas de inversiones de cartera que absorbieron parte de la emisión de deuda pública de la zona— y la prórroga temporal de las líneas *swap* de divisas en coordinación con autoridades monetarias extranjeras fueron los principales factores determinantes del moderado aumento de los saldos de la cuenta financiera durante la crisis financiera mundial. Además, la posterior corrección, como consecuencia de las medidas de ajuste fiscal, redujo las necesidades de financiación de este sector de la zona del euro.

El incremento transitorio de las entradas netas de capital en la zona del euro también dio lugar a que la posición de inversión internacional de la zona del euro, que incluye activos y pasivos exteriores, registrase un aumento temporal de la posición deudora

⁴ Véase también K. Forster, M. Vasardani y M. Ca' Zorzi, «Euro area cross-border financial flows and the global financial crisis», *Occasional Paper Series*, n.º 126, BCE, Fráncfort del Meno, julio de 2011.

Gráfico 11 Posición de inversión internacional neta de la zona del euro por sectores

(saldos vivos trimestrales de fin de período en porcentaje del PIB)



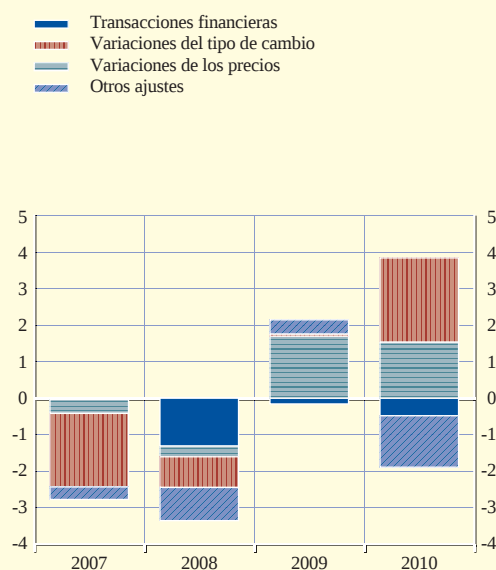
Fuentes: BCE y cálculos de los expertos del BCE.
Notas: La última observación corresponde al segundo trimestre de 2011.
Se excluyen los derivados financieros.

neta. Esta evolución estuvo determinada, principalmente, por un aumento de la posición deudora neta del sector de Administraciones Públicas de casi un 10% del PIB, que solo se contrarrestó en parte con un incremento de la posición acreedora neta de «otros sectores» (véase gráfico 11)⁵. Desde el año 2009, la posición de inversión internacional de la zona del euro se ha ido aproximando a los niveles observados antes de la crisis, debido a la desaceleración de las entradas netas en la zona del euro, a la depreciación del euro en 2010 —que incrementó el valor de los activos exteriores denominados en monedas distintas del euro— y al comportamiento relativamente menos dinámico de los mercados de renta variable en la zona del euro en comparación con el resto del mundo (véase gráfico 12).

No obstante, la estabilidad general de los flujos financieros transfronterizos netos de la zona del euro y su posición de inversión internacional neta ocultan una notable heterogeneidad entre los distintos países miembros de la zona (véase gráfico 13). Algunos de ellos han sido exportadores netos de ca-

Gráfico 12 Detalle de las variaciones de la posición de inversión internacional de la zona del euro

(flujos anuales; porcentajes del PIB)



Fuente: BCE.
Nota: La última observación corresponde a 2010.

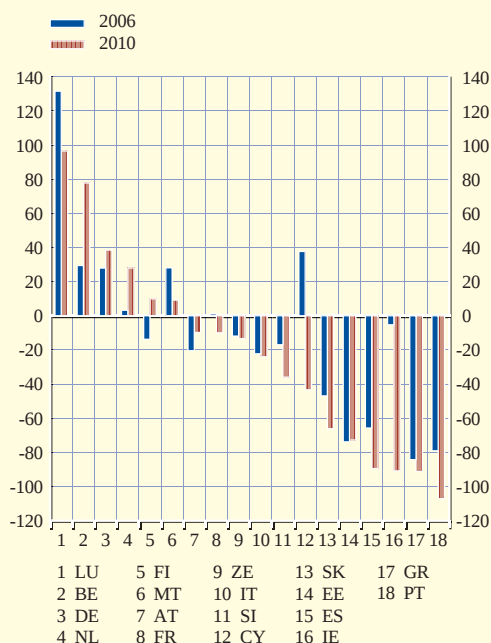
pital en los últimos años, mientras que otros han registrado grandes y persistentes necesidades de financiación y han sido importadores netos de capital durante un período prolongado. En algunos casos, la persistencia de entradas netas de capital ha sido también un reflejo de los prolongados períodos de sólido crecimiento de la demanda interna, que han dado lugar a expectativas excesivamente optimistas respecto a los futuros ingresos y beneficios. Ello ha venido acompañado o se ha intensificado, con frecuencia, por unas políticas internas desequilibradas y, en particular, por una orientación insuficientemente restrictiva de la política fiscal, que, en última instancia, ha socavado el potencial de crecimiento a largo plazo y ha provocado una pérdida progresiva de competitividad.

Como resultado, la posición de inversión internacional neta de algunos países de la zona del euro

5 «Otros sectores» incluye las sociedades no financieras, las instituciones financieras distintas de las IFM —es decir, los fondos de inversión, las empresas de seguros, los fondos de pensiones y otras instituciones financieras— y los hogares.

**Gráfico 13 Posición de inversión internacional
de los países de la zona del euro en 2006 y 2010**

(porcentajes del PIB)



Fuente: BCE.

Nota: Los países se ordenan en función de su posición de inversión internacional como porcentaje del propio PIB en 2010.

se ha deteriorado aún más en los últimos años, lo que ha provocado una creciente inquietud en los mercados financieros mundiales respecto a las ne-

cesidades de financiación de esos países, y las tensiones se han intensificado aún más desde el primer semestre de 2010, cuando resurgió la aversión al riesgo y aumentó la volatilidad en los mercados financieros.

Lo ocurrido durante la crisis ha demostrado que los flujos de capital pueden reaccionar rápidamente ante las perturbaciones adversas. Concretamente, los episodios que provocan incertidumbre pueden generar rápidos cambios en la actitud de los inversores, que podrían manifestarse en súbitas oscilaciones. Aunque las perspectivas económicas y financieras mundiales fueron inicialmente el principal factor que afectó a la dinámica de los flujos transfronterizos de la zona del euro, cada vez han ido cobrando mayor importancia los factores de riesgo específicos de cada país. Ello quedó demostrado, por ejemplo, a comienzos de 2010, cuando se redujeron los flujos financieros transfronterizos hacia los instrumentos de renta fija de la zona del euro al resurgir las tensiones en algunos segmentos de los mercados financieros. Para hacerse una idea más aproximada del impacto de la aversión al riesgo en la dinámica de los flujos de capital, en el recuadro 3 se recurre a un análisis de las correlaciones entre dichos flujos y las medidas de aversión al riesgo durante la crisis, así como de otros posibles factores determinantes.

Recuadro 3**EL PAPEL DE LA AVERSIÓN AL RIESGO EN LOS FLUJOS DE CAPITAL DE LA ZONA DEL EURO DESDE LA CRISIS**

La existencia de abundante literatura sobre los factores determinantes de los flujos financieros internacionales no es sorprendente, dado que, según se ha observado, la integración financiera y los flujos de capital transfronterizos desempeñan, normalmente, un papel importante en la promoción de la inversión y el empleo en las economías de los países que participan en el comercio internacional de activos (como se analizó, anteriormente, en el recuadro 1)¹. Al mismo tiempo, la volatilidad de los flujos financieros en las últimas décadas, especialmente en períodos de intensificación de las tensiones

1 La literatura sobre los determinantes de los flujos financieros transfronterizos es demasiado extensa para ofrecer aquí una panorámica completa. Además de las contribuciones que se mencionan en otras partes del presente artículo, cabe mencionar, entre otras, las siguientes: A. G. Ahearn, W. L. Grier y F. E. Warnock, «Information costs and home bias: an analysis of U.S. holdings of foreign equities», *Journal of International Economics*, vol. 62, n.º 2, 2004, pp. 313-363; K. Chan, V. Covrig y L. Ng, «What Determines the Domestic Bias and the Foreign Bias? Evidence from Mutual Fund Equity Allocations Worldwide», *Journal of Finance*, vol. 60, n.º 3, 2005, pp. 1495-1534, y H. Rey y Y. Oh, «Information and Capital Flows: The Determinants of Transactions in Financial Assets», *European Economic Review*, vol. 45, n.º 4, 2001, pp. 783-796.

financieras, ha estimulado aún más el interés del mundo académico en los factores determinantes de los flujos financieros transfronterizos. Más recientemente, se ha prestado creciente atención en la literatura a los factores que han desencadenado las distintas «oleadas» de flujos financieros, identificadas como «ceses», «aumentos», «huidas» o «contenciones», dependiendo de su dirección y origen (es decir, que partan de la economía nacional o se dirijan hacia ella o hacia el exterior)².

No obstante, la atención de la literatura se ha centrado, típicamente, en muestras de datos más largas, habida cuenta del carácter de largo plazo del proceso de integración financiera. Por consiguiente, en este caso, para evaluar los determinantes de los flujos financieros transfronterizos de la zona del euro en el período relativamente corto que ha transcurrido desde la eclosión de la crisis, se ha empleado una metodología que trata de captar los factores, variables en el tiempo, que han afectado a los flujos de capital transfronterizos de la zona del euro en diferentes etapas de la crisis.

La cuantificación del impacto, variable en el tiempo, de los diferentes factores sobre los flujos netos de cartera de la zona del euro se basa en un modelo en el que se permite que los coeficientes de regresión varíen en cada período. Se utilizan coeficientes de regresión que varían en el tiempo para captar los posibles cambios en el clima de los mercados, ya que la atención de los participantes en el mercado cambia con el tiempo, al igual, por lo tanto, que los determinantes de los flujos de cartera³.

Más concretamente, las inversiones de cartera netas y los flujos netos mensuales de otras inversiones de la zona del euro se modelizan sobre la base de la siguiente ecuación de regresión de forma reducida:

$$y_t = \sum_i^n \beta_{i,t} x_{i,t-1} + \varepsilon_t,$$

en la que la variable y_t corresponde a las inversiones de cartera netas o, alternativamente, a las otras inversiones netas; cuatro variables $x_{i,t}$ corresponden a: i) un índice de la volatilidad implícita en los mercados bursátiles para aproximar el grado de aversión al riesgo a escala mundial; ii) el diferencial de rendimiento entre la deuda pública de la zona del euro y una medida agregada de la deuda pública de las economías avanzadas no pertenecientes a la zona; iii) la variación del tipo de cambio efectivo del euro, y iv) la diferencia en el crecimiento de la producción industrial entre la zona del euro y las economías avanzadas no pertenecientes a la zona, que se utiliza como variable sustitutiva de las variables fundamentales que afectan al estado de la economía real.

A su vez, se permite que el grado en el que las inversiones de cartera neta y los flujos netos de otras inversiones responden a las variaciones de cada uno de los factores determinantes, es decir, que $\beta_{i,t}$ varíe en el tiempo en respuesta a los posibles cambios en el clima de los mercados no explicados en el modelo⁴.

$$\beta_{i,t} = \beta_{i,t-1} + \mu_{i,t}$$

A continuación, las respuestas estimadas de las inversiones de cartera y de las otras inversiones a sus factores determinantes, junto con las variaciones observadas de los propios determinantes, pueden

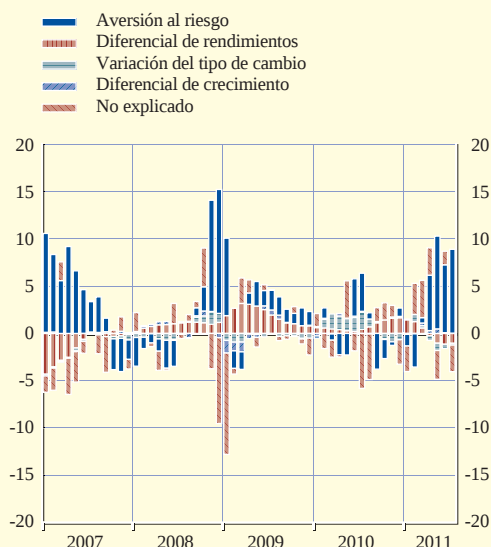
2 Véase, por ejemplo, K. Forbes y F. Warnock, «Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight and Retrenchment», *NBER Working Paper*, n.º 17351, 2011.

3 Para más información sobre la metodología y la forma en que se aplica a los flujos de capital de las economías emergentes, véase el artículo especial titulado «Portfolio flows to emerging market economies: determinants and domestic impact», *Financial Stability Review*, BCE, Fráncfort del Meno, junio de 2011.

4 El modelo puede estimarse aplicando el filtro de Kalman por la máxima verosimilitud, como se sugiere en C.-J. Kim y E. Nelson, *State Space Models with Regime Switching: Classical and Gibbs-Sampling Approaches with Applications*, MIT Press, 1998, o, alternativamente, utilizando métodos bayesianos.

**Gráfico A Inversiones de cartera netas:
determinantes estimados**

(porcentajes del PIB; flujos acumulados de tres meses)

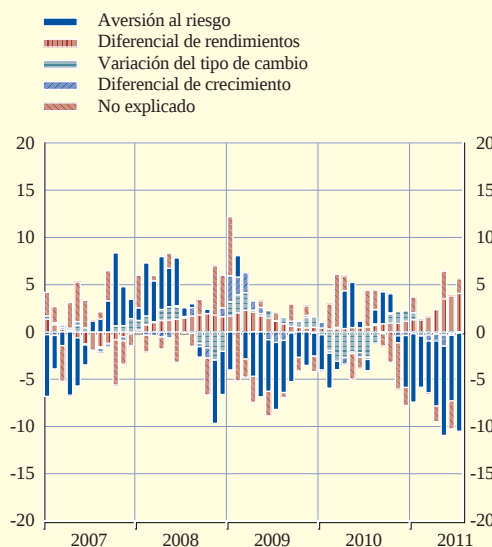


Fuente: Cálculos de los expertos del BCE.

Nota: La última observación corresponde a julio de 2011.

**Gráfico B Otras inversiones netas:
determinantes estimados**

(porcentajes del PIB; flujos acumulados de tres meses)



Fuente: Cálculos de los expertos del BCE.

Nota: La última observación corresponde a julio de 2011.

transformarse en contribuciones a la variación total de los flujos sobre la base del modelo reducido. A falta de un modelo estructural basado en fundamentos microeconómicos, estas contribuciones pueden interpretarse, desde el punto de vista econométrico, como correlaciones condicionales, variables en el tiempo, entre las inversiones de cartera netas y los flujos netos de otras inversiones y sus factores determinantes.

La conclusión central del análisis basado en el modelo es que, desde el inicio de la crisis financiera mundial, la aversión al riesgo ha sido el principal factor determinante de los flujos financieros de la zona del euro. Cabe señalar que el impacto de la aversión al riesgo sobre la dirección de los flujos ha variado a lo largo de las diferentes etapas de la crisis. En cambio, otros factores que, en el caso de la zona, suelen ser los principales, como la evolución de los tipos de cambio y los diferenciales de tipos de interés, han desempeñado un papel poco importante. Sin embargo, en cierta medida, el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública de la zona del euro y la de otras grandes economías avanzadas (en particular, Estados Unidos), que, en general, ha sido positivo desde el comienzo de la crisis, ha favorecido las entradas netas de recursos financieros en la zona del euro (véanse gráficos A y B).

Por lo que respecta a las inversiones de cartera, el modelo asocia la mayor afluencia de capital registrada a finales de 2008 con el sustancial aumento de la aversión al riesgo tras la quiebra de Lehman Brothers (véase gráfico A). Así pues, según el modelo, la aversión al riesgo al inicio de la crisis contribuyó, en general, a las entradas netas en la zona del euro, probablemente porque, en aquel momento, se consideraba que la principal fuente de riesgo se situaba fuera de la zona del euro, lo que convertía a esta en un refugio seguro para los inversores tanto de la propia zona como mundiales.

En 2009, la reintensificación de las tensiones en los mercados financieros, especialmente en Europa, como se evidencia en el renovado aumento de la aversión al riesgo, parece haber respaldado una gradual reducción de las entradas de inversiones de cartera en la zona del euro (y, posteriormente, de las salidas de este tipo de inversiones de la zona), probablemente como resultado del hecho de que las tensiones en los mercados de deuda soberana de algunos países se convirtieran en el centro de atención (véase gráfico A).

Desde 2010 hasta mediados de 2011, el modelo asocia la aversión al riesgo con un aumento general de las notables entradas netas de inversiones de cartera en la zona del euro. Ello podría, muy bien, reflejar los desplazamientos hacia activos más seguros por parte de los inversores extranjeros, que habrían invertido en deuda (soberana) emitida por países del núcleo de la zona del euro (véase gráfico A). Al mismo tiempo, la aversión al riesgo continúa favoreciendo las salidas netas de otras inversiones, un componente residual, que incluye las transacciones del sector bancario de la zona del euro (véase gráfico B).

4 CONCLUSIONES

La crisis actual ha dado lugar a cambios significativos en los patrones de los flujos financieros transfronterizos. Como consecuencia de estos cambios —provocados por las súbitas oscilaciones y el aumento de la volatilidad—, se está prestando más atención a estos flujos y se ha reconocido su importancia para la estabilidad macroeconómica y financiera, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes⁶. El análisis desarrollado en este artículo permite extraer las siguientes conclusiones.

En primer lugar, la acumulación de desequilibrios debe ser objeto de un atento seguimiento, prestando especial atención a los déficits —que pueden producirse en paralelo con los problemas de financiación y las crisis cambiarias—, pero también a los superávits, dado que pueden estar asociados a auges del crédito y de los precios de la vivienda, en la medida en que estos auges se ven estimulados por las entradas brutas de capital especulativo.

En segundo lugar, la magnitud de los flujos financieros de activos y pasivos y de las posiciones es importante aunque no existan grandes y persistentes necesidades de financiación, es decir, en los países que presentan una cuenta corriente relativamente equilibrada. Los flujos o las posiciones de magnitud considerable en relación con la actividad económica de un país pueden ser indicio de una elevada exposición a efectos de contagio del exterior. Además, los países con un grado de apertura finan-

ciera muy alto son más vulnerables a los períodos de más tensión en los mercados financieros, lo que da lugar a comportamientos de contención o incluso a la repatriación de la inversión extranjera. El limitado acceso a los mercados de capitales internacionales resultante de lo anterior puede dar lugar rápidamente a perturbaciones de liquidez y a una súbita caída de los precios de los activos, especialmente en la fase bajista del ciclo, con significativas consecuencias negativas para la economía mundial.

En tercer lugar, dentro de la zona del euro es necesario prestar la debida consideración a los factores específicos de cada sector y de cada país. Urge, en particular, vigilar estrechamente la evolución de los desequilibrios internos, a fin de identificar posibles vulnerabilidades que no se aprecian al nivel de la zona del euro.

Finalmente, la crisis también ha permitido extraer algunas enseñanzas en cuanto a la disciplina macroeconómica. El motivo es que, a pesar de los innegables efectos beneficiosos a largo plazo de la integración financiera sobre el crecimiento y el bienestar general de la sociedad, el desequilibrio de los flujos de capital entraña riesgos significativos para las economías si vienen acompañados de políticas internas insostenibles. Unas políticas macroeconómicas equilibradas y sostenibles son requisito indispensable para que los países puedan cosechar los beneficios de la integración financiera

6 Véase también K. Forster, M. Vasardani y M. Ca' Zorzi, *op. cit.*

ARTÍCULOS

Flujos financieros
transfronterizos en la
zona del euro

mundial, ya que les permiten atraer entradas de capital estables y equilibradas, que propician el crecimiento a largo plazo de la economía. Además, es necesario alinear cuidadosamente las políticas económicas con el objetivo de sostenibilidad

externa, dado que la volatilidad propia de los flujos de capital transfronterizos puede afectar significativamente a la volatilidad de las variables macroeconómicas internas si el país no aplica unas políticas económicas orientadas a la estabilidad.