

LIQUIDEZ GLOBAL: CONCEPTOS, MEDIDAS E IMPLICACIONES DESDE LA PERSPECTIVA DE LA POLÍTICA MONETARIA



La liquidez global es un concepto de múltiples facetas que puede definirse y medirse de muchas maneras diferentes. No obstante, existe un amplio consenso en cuanto a que, en el período previo al estallido de la crisis financiera, el nivel de la liquidez global fue un destacado factor determinante de la evolución del precio de los activos y de los precios de consumo en varias regiones económicas. También se dispone de evidencia de que, en líneas más generales, las medidas de la liquidez global son uno de los mejores indicadores adelantados de los ciclos alcistas y bajistas del precio de los activos. La liquidez es muy procíclica y puede desaparecer con rapidez, poniendo en marcha una dinámica autosostenida adversa, como se ha observado durante la crisis financiera.

Desde la perspectiva de la política monetaria, la cuestión clave es la necesidad de entender y valorar cómo la liquidez a escala nacional y global puede influir, en última instancia, en la estabilidad de precios interna. La estrategia de política monetaria del BCE, con su pilar monetario y su orientación a medio plazo, permite que se tengan en cuenta las implicaciones de la liquidez global para la inflación y que se adopte un enfoque consistente en «nadar a contracorriente» en lo que respecta a los desequilibrios financieros, que a menudo se ven exacerbados por la liquidez global.

I INTRODUCCIÓN

La liquidez global es un fenómeno complejo y multidimensional que, en repetidas ocasiones, se ha presentado como una de las explicaciones de la evolución financiera y que, a veces, se ha asociado a distintos acontecimientos: subidas de los mercados de valores, bajo rendimiento de los bonos, aumento de los precios de las materias primas, *booms* inmobiliarios o fuertes incrementos de los agregados monetarios y crediticios a escala internacional. También se ha observado que influye en las fluctuaciones de los precios y del producto. La crisis financiera internacional provocó déficits de liquidez global, al menos en determinados mercados y regiones, que amenazaron con poner en marcha dinámicas autosostenidas adversas.

Existen diversas definiciones de liquidez, y las más relevantes para la formulación de la política monetaria son las siguientes: i) «liquidez monetaria», que se define como la facilidad de convertir activos monetarios en bienes y servicios, y ii) la «liquidez de los mercados financieros», que se define como la facilidad con la que se pueden comprar o vender grandes volúmenes de valores financieros sin que esto afecte al precio de mercado. Además, en el contexto de la estabilidad financiera se han definido los conceptos de «liquidez oficial», que comprende el dinero de banco central, incluidas las reservas exteriores, y la

«liquidez privada», generada fundamentalmente en el sector privado¹.

Para la instrumentación de la política monetaria es importante entender cómo la liquidez global puede afectar a la evolución de los precios a través de su impacto en los precios internacionales de los activos y de las materias primas, en las primas de riesgo y por plazo de los mercados internacionales de activos y en los agregados monetarios y crediticios.

En este contexto, en la sección 2 de este artículo se presenta una definición detallada de liquidez global y se analizan los posibles canales de transmisión desde un punto de vista conceptual. En la sección 3 se describen la construcción y la evolución de distintas medidas empíricas de la liquidez global. En la sección 4 se examinan las implicaciones para la política monetaria, y en la sección 5 se presentan las conclusiones.

2 ¿QUÉ SE ENTIENDE POR LIQUIDEZ GLOBAL?

La liquidez global es un concepto con múltiples facetas que no se puede condensar en una definición «única». Esta sección examina la definición

¹ Véase el documento *Global liquidity – concept, measurement and policy implications*, CGFS Publications, n.º 45, Banco de Pagos Internacionales (BPI), noviembre de 2011, al que ha contribuido el BCE.

de liquidez global más adecuada desde una perspectiva de política monetaria orientada a la estabilidad de precios a medio plazo. Además, esta sección analiza las distintas fuentes e implicaciones de la liquidez global desde un punto de vista conceptual y, por último, considera los posibles canales de transmisión de dicha liquidez.

2.1 DEFINICIÓN DE LIQUIDEZ GLOBAL

Desde la perspectiva de la política monetaria, la relevancia de la liquidez global se deriva de sus efectos últimos sobre la inflación de los precios de consumo en el medio plazo. En términos más generales, un aspecto importante de la liquidez es la facilidad con la que un instrumento puede intercambiarse por bienes y servicios, dando prominencia al motivo de las transacciones e indicando que el dinero puede proporcionar una referencia de utilidad para la liquidez. El dinero, sobre todo el efectivo y los depósitos a la vista, es el activo con el mayor grado de liquidez, dado que es el medio de pago de bienes y servicios generalmente aceptado. Así pues, el criterio de intercambiabilidad sugiere distinguir entre liquidez monetaria —estrechamente asociada al motivo de las transacciones— y liquidez de los mercados financieros—, reflejando la facilidad de negociar con activos en comparación con negociar con dinero. Estos conceptos pueden extenderse a la economía global.

2.1.1 LIQUIDEZ MONETARIA GLOBAL

La liquidez monetaria puede definirse como la facilidad de convertir activos monetarios en bienes y servicios, tanto internamente como de forma transfronteriza. La liquidez monetaria global incluye los activos financieros líquidos en poder de residentes nacionales y la inversión de cartera en dichos activos líquidos por parte de no residentes. La liquidez monetaria interna está integrada, en gran medida, por los activos financieros líquidos a que se hace referencia en primer lugar, mientras que la liquidez transfronteriza proporcionada por los mercados financieros internacionales y los bancos activos internacionalmente constituye el elemento incremental de la liquidez global. Sin embargo, los flujos transfronterizos de capital solo se considerarían liquidez si fueran el resultado de fondos

adicionales facilitados a escala transfronteriza, en lugar de proceder simplemente de la reasignación de inversiones existentes.

El concepto de liquidez monetaria trata de reflejar la capacidad de los agentes económicos para liquidar sus operaciones utilizando dinero, un activo que los agentes no pueden crear. El dinero suele considerarse un activo que, en primer lugar, puede transformarse en consumo sin incurrir en costes de transacción y, en segundo lugar, tiene un valor de cambio que no está sujeto a incertidumbre en términos nominales, lo que lo convierte en el activo más líquido de la economía. En un sentido estricto, estas características solo son aplicables al efectivo. La cuestión de qué otros activos pueden definirse como dinero depende del grado de sustituibilidad entre el efectivo y esos otros activos. En la práctica, la definición de dinero en una economía suele incluir aquellos otros activos que pueden convertirse en efectivo con facilidad: los depósitos bancarios a corto plazo son un ejemplo obvio.

Por norma general, un mayor nivel de saldos monetarios permite realizar la liquidación inmediata de un volumen más elevado de transacciones. Sin embargo, la liquidez de que disponen los agentes, por ejemplo, varía en función de la sincronización de sus ingresos y pagos. Para un saldo monetario determinado, cuanto más sincronizados estén los ingresos y los pagos de los agentes, mayor será la liquidez de estos agentes. Existen factores adicionales que pueden influir en la capacidad de los agentes para obtener liquidez y, por lo tanto, en su liquidez «potencial». Por ejemplo, la solidez de los balances de los agentes determina su credibilidad como contrapartes solventes y, por consiguiente, su capacidad para intercambiar activos menos líquidos por activos líquidos.

Trasladar los principales aspectos de la definición de liquidez monetaria (esto es, la facilidad para convertirla en consumo y la seguridad del capital) a un marco plurinacional no es sencillo, ya que, incluso si la liquidez se determinara adecuadamente a nivel nacional, puede que una medida similar no refleje correctamente la dimensión global de la liquidez.

2.1.2 LIQUIDEZ GLOBAL DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

La liquidez de los mercados financieros suele definirse como la facilidad para negociar con activos en comparación con negociar con dinero, reflejando así el coste de convertir un activo financiero en dinero. Dado que las actividades de negociación conllevan un coste para quienes realizan la operación, este concepto de liquidez también incluye la capacidad de los mercados financieros de absorber grandes operaciones con valores sin ningún efecto significativo sobre los precios².

En la práctica existen pocos mercados en los que el supuesto de unas condiciones ideales de liquidez en los mercados financieros pueda mantenerse de manera constante. Más bien, en la mayoría de los casos, la liquidez de estos mercados es imperfecta, como consecuencia principalmente de la existencia de asimetrías de información (por ejemplo, el coste de adquirir y procesar la información pertinente, y la existencia de información privada) y de costes de transacción (como las comisiones de intermediación).

Un mayor grado de liquidez en los mercados financieros los aproxima al ideal teórico de un entorno sin fricciones en el que dos agentes pueden llevar a cabo una operación mutuamente beneficiosa.

2.1.3 RELACIÓN ENTRE LIQUIDEZ MONETARIA Y LIQUIDEZ DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

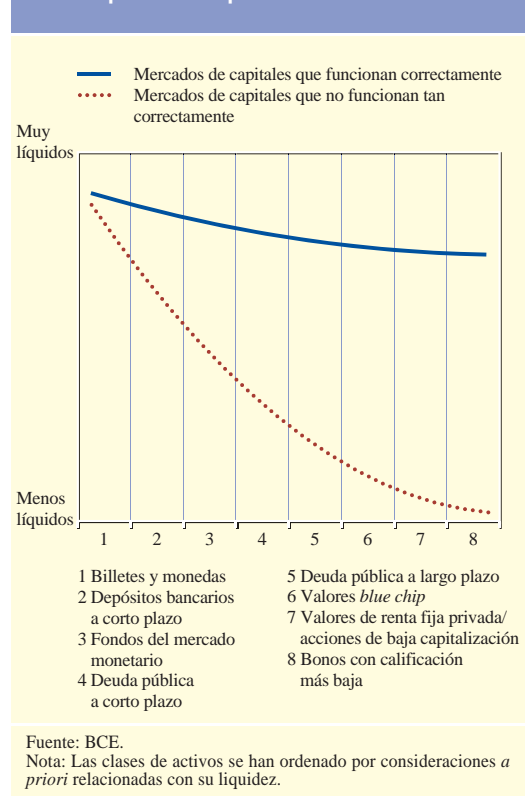
La liquidez monetaria y la liquidez de los mercados financieros están relacionadas. En primer lugar, cuando la liquidez de los mercados financieros aumenta para un instrumento concreto, el coste de transformar ese instrumento en dinero disminuye, de forma que en el límite, cuando dicho coste es nulo, el instrumento podría definirse como dinero. En general, la elección de los activos que pueden definirse como dinero se basa en el grado de sustituibilidad entre los billetes y monedas y estos otros activos. El grado de sustituibilidad refleja la seguridad del capital de dichos activos, que a su vez guarda relación con la volatilidad de sus precios. Así pues, la definición de dinero en una economía suele incluir activos con un grado elevado

de liquidez en los mercados financieros, además de los billetes y monedas. Cuanto mayor sea la liquidez de un activo en los mercados financieros, mayor probabilidad habrá de que se incluya en una medida específica del dinero. Por lo tanto, no existe un criterio absoluto para clasificar la liquidez, sino más bien una escala continua, como se muestra en el gráfico 1.

En segundo lugar, puede generarse una interacción negativa entre la liquidez de los mercados financieros y la liquidez monetaria en una situación de volatilidad elevada y de debilitamiento de la solvencia financiera. La volatilidad de los mercados financieros aumenta la incertidumbre en torno a la valoración adecuada de los activos, exacerbando con ello las asimetrías de información e incrementando las primas de los activos con riesgo, lo que

2 Y. Amihud, H. Mendelson y L. Pedersen, «Liquidity and Asset Prices», *Foundations and Trends in Finance*, vol. 1, n.º 4, 2005, pp. 269-364.

Gráfico 1 Representación conceptual de un espectro de liquidez



supone una valoración más baja de los activos que lleva a mayores exigencias de márgenes y a una disminución de la negociación. En esos períodos de incertidumbre en los mercados financieros, los participantes en dichos mercados afrontan mayores necesidades de financiación, ya que deben cubrir los ajustes de los márgenes de garantía y tratar de estabilizar su situación de liquidez. Algunos agentes económicos pueden experimentar «restricciones de liquidez». La incertidumbre existente en torno a la medida en que los agentes se ven afectados por tales restricciones puede paralizar la negociación y, por tanto, agotar la liquidez en los mercados financieros. Al mismo tiempo, para aquellos agentes que no negocian en los mercados financieros y para la economía en sentido más amplio, la liquidez monetaria puede seguir siendo abundante, por ejemplo como resultado del apoyo prestado por la política monetaria al funcionamiento de los mercados monetarios a través de medidas no convencionales, con el objetivo último de contrarrestar los riesgos a la baja para la estabilidad de precios.

2.2 FUENTES DE LIQUIDEZ GLOBAL

Resulta útil distinguir entre dos categorías principales de fuentes o determinantes de la liquidez global: i) factores macroeconómicos, incluidos (entre otros) la orientación de la política monetaria y los desequilibrios por cuenta corriente; y ii) factores financieros.

En cuanto a los factores macroeconómicos, la orientación de política monetaria elegida es un destacado determinante del crecimiento del dinero y del crédito a nivel nacional, pero también global³. Las medidas de política monetaria influyen en la determinación de los tipos de interés de mercado y de los precios en la economía a través de diversos canales, afectando con ello a la actividad económica y a la inflación. Al influir en los tipos de interés de mercado, la política monetaria también puede afectar a la liquidez de los mercados financieros, por ejemplo a través del comportamiento favorable a la asunción de riesgos por parte de los agentes económicos. Otro factor importante es la existencia de desequilibrios mun-

diales, que también tienen un efecto significativo en la liquidez global. Durante las dos últimas décadas, la magnitud de los desequilibrios por cuenta corriente, en porcentaje del PIB, en las principales economías con superávit y déficit exteriores ha apuntado al aumento de los desequilibrios mundiales, que alcanzaron un máximo en el período 2006-2008. La mayor parte de estos desequilibrios reflejan un elevado déficit por cuenta corriente en Estados Unidos, así como un alto nivel de reservas exteriores resultante de los considerables superávits acumulados por China y por los países exportadores de petróleo. Muchas economías con superávit han acumulado abundantes reservas exteriores para controlar el efecto de apreciación del tipo de cambio generado por las entradas de capitales. La mayor parte de los activos consistían en instrumentos de bajo riesgo (como valores del Tesoro de Estados Unidos o depósitos en dólares). Teniendo en cuenta los estrechos vínculos existentes entre los mercados de renta fija de las economías avanzadas, los reducidos niveles de los tipos de interés en Estados Unidos también han creado efectos de contagio en otros mercados importantes. Por lo tanto, el aumento de los desequilibrios mundiales y los consiguientes efectos de retroalimentación sobre los precios de los activos a escala mundial también han tenido un impacto acusado en la liquidez global.

Existen razones fundadas para creer que determinados factores financieros globales comunes influyen en las tendencias de la liquidez de los mercados financieros de los distintos países. En concreto, es probable que los tres factores siguientes hayan determinado las condiciones de liquidez en los mercados financieros internacionales. En primer lugar, en las últimas décadas, el grado de integración de los mercados financieros nacionales ha aumentado a escala mundial, lo que, entre otras cosas, ha reducido las asimetrías de información. Esto ha propiciado un aumento de los flujos financieros transfronterizos y de la diversidad de inversores, algo que, a su vez, ha tenido un impacto positivo en la liquidez global de

3 Véase el artículo titulado «La orientación de la política monetaria del BCE durante la crisis financiera», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2010.

los mercados. La crisis financiera actual ha revertido parcialmente la integración de los mercados financieros europeos⁴, aunque continúa el proceso de integración en las economías emergentes. En segundo lugar, la desregulación de los mercados financieros ha dado lugar a la aparición de muchos instrumentos financieros nuevos, provocando un aumento de la distribución de riesgos y de las posibilidades de cobertura. También ha impulsado la competencia, lo que se ha traducido en una disminución de las comisiones de intermediación (esto es, menores costes de transacción). En general, los nuevos instrumentos financieros han incrementado la liquidez de los mercados financieros⁵. En tercer lugar, la integración y la innovación financieras han influido asimismo en las actitudes de los agentes ante el riesgo, propiciando un elevado apetito por el riesgo durante los períodos de auge. La mayor innovación financiera y una integración financiera más profunda han contribuido al incremento de la liquidez global, lo que ha generado el riesgo de que se produzcan ciclos alcistas y bajistas del precio de los activos que, en última instancia, entrañan riesgos para la estabilidad de precios.

2.3 CANALES DE TRANSMISIÓN DE LA LIQUIDEZ GLOBAL

Desde la perspectiva de la política monetaria, la cuestión clave es la necesidad de entender el modo en que, en última instancia, la liquidez global puede influir en la estabilidad de precios a escala nacional. Esta cuestión está estrechamente relacionada con los mecanismos de transmisión de la política monetaria a nivel internacional.

En teoría, una orientación acomodaticia de la política monetaria puede generar contagios de liquidez a escala global a través de dos mecanismos. En primer lugar, a través de un «efecto de empuje», en caso de que la política monetaria favorezca la provisión de abundante liquidez monetaria en un país mediante un fuerte crecimiento del dinero y del crédito y, de este modo, incentive las salidas de capital hacia mercados extranjeros, provocando un aumento de la demanda de activos en el exterior y, por lo tanto, ejerciendo presiones al alza

sobre los precios de los activos financieros y reales. En segundo lugar, a través de un «efecto de atracción», en caso de que una orientación acomodaticia de la política monetaria favorezca un grado elevado de liquidez monetaria a nivel interno ligada a un acusado crecimiento del dinero y del crédito. Esto podría impulsar un sólido crecimiento económico acompañado de un aumento del precio de los activos que daría lugar a entradas de capital extranjero⁶.

El régimen cambiario, los controles de capitales y los principales socios financieros y comerciales de un país determinan la intensidad de los efectos descritos anteriormente. Es posible llegar a diversos resultados alternativos entre los dos casos extremos que se exponen a continuación. En primer lugar, en países con tipo de cambio fijo, las entradas y salidas de capital serán el principal mecanismo a través del cual la liquidez global se transmite a la economía interna. En segundo lugar, en el caso de países con un sistema de libre flotación, la liquidez global lleva a ajustes a través de los precios relativos. En la actualidad, un elevado número de países siguen controlando el tipo de cambio de sus monedas (solo 30 países, principalmente economías avanzadas, fueron clasificados como países con régimen de libre flotación por el FMI en 2011)⁷. En consecuencia, los efectos de transmisión últimos de la liquidez global se componen de los efectos asociados a los dos casos mencionados, es decir, de los flujos de capital y de la variación de los precios relativos.

Los efectos de la liquidez global en la economía interna pueden transmitirse a través de la persistencia de diferenciales de tipos de interés y de los flujos de capital. Se ha de destacar que, recientemente,

4 *Financial integration in Europe*, BCE, Fráncfort del Meno, abril de 2012.

5 J. Stark, «Globalisation and monetary policy: from virtue to vice?», conferencia, Dallas, Estados Unidos, 29 de noviembre de 2011.

6 Véase K. Baks y C. Kramer, «Global Liquidity and Asset Prices: Measurement, Implications, and Spill-overs», *IMF Working Papers*, n.º 99/168, 1999, y J. Sousa y A. Zaghini, «Monetary policy shocks in the euro area and global liquidity spillovers», *International Journal of Finance and Economics*, vol. 13, 2008, pp. 205-218.

7 Véase «De Facto Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks», *Annual Report*, FMI, abril de 2011, cuadro II.9 del apéndice.

los precios internacionales de las materias primas (y, en términos más generales, los precios de importación) han desempeñado un papel relevante en la evolución de los precios internos. Desde la perspectiva de la zona del euro, el impacto de los precios de las materias primas en la inflación puede ser directo, esto es, a través de los precios de los alimentos no elaborados y de la energía, o indirecto, a través de un aumento de los precios de importación de las materias primas. En igualdad de condiciones, la probabilidad de que se produzca este impacto es mayor cuanto más acomodaticia sea la política monetaria y más liquidez haya en la zona del euro. La situación en las economías emergentes también influye considerablemente en la transmisión de los efectos de la liquidez global: los precios de las materias primas suelen tener un importante efecto inflacionista directo sobre los consumidores y los productores de las economías emergentes importadoras de materias primas si el ajuste del tipo de cambio solo es parcial. Si este efecto coincide con un crecimiento elevado de la liquidez y de la renta en estos países, es probable que las presiones inflacionistas se propaguen a los precios de importación de la zona del euro. Además, incluso si la subida de los precios de las materias primas se debiera inicialmente a una perturbación de carácter temporal (por ejemplo, sequía o inundaciones en el caso de los alimentos), una situación de abundancia de liquidez y fuerte crecimiento en las economías emergentes podría hacer que los efectos de la perturbación fueran más persistentes.

La situación puede generar espirales autosostenidas si las economías avanzadas también disponen de liquidez en abundancia y dirigen parte de esta liquidez a las economías emergentes en vista del mayor crecimiento y de la rentabilidad más alta que puede obtenerse allí. La transmisión de la liquidez monetaria global aumentaría aún más los precios en euros de las importaciones de estos países. De no producirse una apreciación del tipo de cambio, el ajuste se transmitiría a los países emergentes a través de incrementos de los salarios y de la inflación, lo que, en última instancia, también provocaría una subida de los precios de importación en la zona del euro.

La cuestión de si la evolución de la relación real de intercambio ejerce presiones positivas o negativas sobre la inflación agregada en el corto plazo depende de su efecto neto en la oferta y la demanda agregadas. Para un nivel determinado de demanda agregada, una perturbación de carácter adverso y permanente que afecte a dicha relación reduce el producto potencial, de forma que la brecha de producción positiva resultante genera presiones al alza sobre la inflación. Un efecto negativo sobre la demanda agregada se materializa si una perturbación permanente en los precios de las materias primas afecta a la riqueza de los individuos a través de su impacto sobre la renta actual y la renta futura esperada. Para un nivel dado de crecimiento del producto potencial, el efecto negativo sobre la riqueza da lugar a un exceso de oferta agregada, generando con ello presiones a la baja sobre la inflación interna.

El análisis presentado en esta sección muestra que los canales de transmisión de la liquidez global son complejos y que pueden ser difíciles de identificar. Por lo tanto, se ha de utilizar una amplia gama de indicadores para medir la liquidez global.

3 MEDIDAS DE LA LIQUIDEZ GLOBAL

En esta sección se presentan algunos ejemplos de medidas empíricas de la liquidez global, que en su mayor parte también se han considerado de utilidad en el trabajo del Comité sobre el Sistema Financiero Global del BPI⁸. Los indicadores que se analizan a continuación son medidas imperfectas y están influenciados por diversos factores. Por consiguiente, para los responsables de la política monetaria es importante considerar un amplio conjunto de indicadores al calibrar la liquidez global.

En consonancia con la distinción conceptual que se ha realizado entre liquidez monetaria y liquidez de los mercados financieros, a continuación se hace una distinción similar entre los indicadores de la liquidez global.

8 Véase el informe mencionado en la nota a pie de página n.º 1.

3.1 INDICADORES DE LA LIQUIDEZ MONETARIA GLOBAL

Aunque se pueden utilizar muchos indicadores empíricos como indicadores de la liquidez monetaria global, en esta sección solo se considera un conjunto básico de indicadores: los derivados de los agregados monetarios y crediticios, de las estadísticas bancarias y de los tipos de interés. Para calibrar la liquidez monetaria global, se obtienen dos agregados, uno para las economías avanzadas y otro para las economías emergentes.

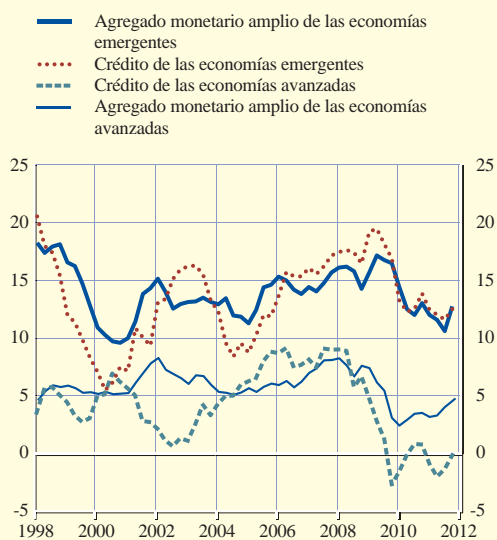
Las medidas del crecimiento del dinero y del crédito a escala mundial, agregadas a partir de datos nacionales, son las que suelen utilizarse para construir una variable que permita aproximar la liquidez monetaria global. Estas variables *proxy* varían en función de las elecciones realizadas en relación con i) la amplitud del agregado monetario o crediticio seleccionado; ii) la cobertura geográfica, y/o iii) los tipos de cambio utilizados para convertir los importes en monedas nacionales a una sola moneda.

Se puede construir una medida de la liquidez global a partir de los agregados monetarios estrechos (generalmente billetes y monedas y depósitos bancarios de alta liquidez, como los depósitos a la vista) o de los agregados monetarios amplios (que también incluyen depósitos bancarios menos líquidos e instrumentos negociables emitidos por instituciones financieras monetarias). El agregado monetario estrecho tiene la ventaja de que sus componentes suelen ser más homogéneos entre las distintas economías, lo que hace que la medida resultante sea más fácil de interpretar. No obstante, los agregados monetarios amplios generalmente proporcionan una imagen menos volátil del crecimiento monetario en las economías individuales, ya que internalizan la sustitución entre los diferentes activos líquidos. Al mismo tiempo, cuanto más amplio sea el agregado monetario, mayor es su capacidad para medir la liquidez monetaria y la liquidez de los mercados financieros.

La comparación de la medida del crecimiento del dinero en economías avanzadas (Canadá, Estados

Gráfico 2 Crecimiento nominal del dinero y del crédito en economías avanzadas y emergentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE, Eurostat, BPI, FMI y cálculos del BCE.

Nota: El agregado monetario amplio y el crédito de las economías avanzadas es la suma simple de los agregados monetarios amplios y crediticios de Canadá, Estados Unidos, Japón y Reino Unido convertidos a euros utilizando tipos de cambio basados en la paridad del poder adquisitivo, así como de la zona del euro. El agregado monetario amplio y el crédito de las economías emergentes es la suma simple de los agregados monetarios amplios y del crédito de Arabia Saudí, Brasil, Corea del Sur, Chile, China, India, Malasia, México, Rusia y Sudáfrica, convertidos a euros utilizando tipos de cambio basados en la paridad del poder adquisitivo.

Unidos, Japón, Reino Unido y la zona del euro) con una medida similar para diez destacadas economías emergentes (véase gráfico 2) indica que los patrones son prácticamente similares al menos con anterioridad al comienzo de la crisis financiera. En el período previo a la crisis, esto es, de 2003 a 2007, ambos grupos de países registraron una fuerte y creciente expansión monetaria y del crédito, lo que potencialmente apuntaba a acusados aumentos de la liquidez monetaria y de la liquidez de los mercados financieros. Esta evolución reflejó la innovación financiera y la mayor integración financiera, que contribuyó a mejorar el proceso de intermediación financiera y que, en última instancia, facilitó la provisión de dinero y de crédito a las economías. La discrepancia observada entre las tasas agregadas de crecimiento del agregado monetario amplio de los dos grupos fue razonablemente estable en el período de ocho años transcurrido hasta 2009, y fundamentalmente reflejó

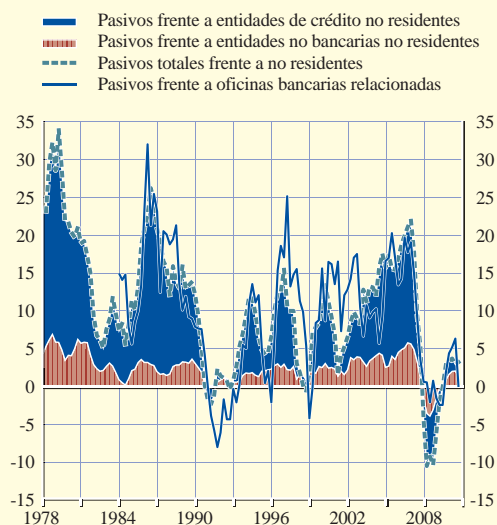
diferencias en las tasas de crecimiento del producto real y de la inflación.

El crecimiento monetario en el grupo de economías avanzadas se ha ralentizado considerablemente durante la crisis financiera, tras un período de fuerte crecimiento. Las contrapartidas del dinero pueden aportar información sobre las fuentes y la intensidad de la creación de liquidez, por lo que en el gráfico 2 se presentan también agregados crediticios contruidos de manera similar a los agregados monetarios. Estas medidas de la expansión del crédito han tendido a evolucionar de forma bastante sincronizada con el crecimiento del agregado monetario amplio en las economías avanzadas y emergentes, con la notable excepción del período 2001-2004, que se caracterizó por una elevada incertidumbre geopolítica y en los mercados financieros, y que dio lugar a una inusual preferencia generalizada por mantener instrumentos líquidos incluidos en los agregados monetarios. Por lo tanto, el crecimiento monetario en este período generó una percepción exagerada de riesgos para la estabilidad de precios⁹.

Por su diseño, los agregados monetarios suelen centrarse en los activos monetarios mantenidos por los sectores tenedores de dinero residentes en cada país¹⁰. Para el análisis de la evolución de los precios de los activos en los mercados internacionales, las medidas globales basadas en los flujos de capital transfronterizos a corto plazo pueden proporcionar información de utilidad¹¹, ya que estos flujos probablemente reflejen operaciones de arbitraje especulativas a corto plazo. La evolución de los saldos de activos transfronterizos de las entidades de crédito presentada por el Banco de Pagos Internacionales (BPI)¹² puede aportar información sobre el fortalecimiento de los flujos financieros internacionales. Un análisis que considere los vínculos entre los desequilibrios mundiales y los flujos de capital y/o los flujos de capital especulativos a corto plazo debe incluir las relaciones interbancarias/crediticias a escala global y las tenencias de divisas de los bancos centrales en un agregado de la liquidez global. En el gráfico 3 se observa que los pasivos bancarios frente a entidades no bancarias no residentes y a entidades de

Gráfico 3 Pasivos bancarios frente a no residentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: BCE, estadísticas bancarias según la localización geográfica del BPI y cálculos del BCE.
Nota: Las series en dólares estadounidenses se han convertido a euros utilizando tipos de cambio basados en la paridad del poder adquisitivo.

crédito no residentes siguen un ciclo prácticamente similar, aunque los primeros registran fluctuaciones mucho más pronunciadas. La medida de los pasivos bancarios frente a filiales no residentes proporciona una indicación de la clase de flujos de capital que pueden transferirse de una jurisdicción (en la que se captan depósitos) a otra (donde posteriormente son invertidos por la filial de la entidad de crédito). El análisis del comportamiento de las redes bancarias internacionales en lo que respecta al apalancamiento es importante desde la perspectiva de la política monetaria porque ayuda

9 Véase el artículo titulado «Demanda de dinero e incertidumbre», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2005.

10 Según el Manual de estadísticas monetarias y financieras del FMI, «en general, por definición, los tenedores de dinero incluyen a todos los sectores residentes con excepción de las sociedades de depósito y del Gobierno central».

11 En cada agregado monetario nacional, los flujos transfronterizos a corto plazo se consideran tenencias de no residentes.

12 Para informes más recientes, véanse los documentos «Statistical release: preliminary locational and consolidated international banking statistics at end-March 2012», BPI, julio de 2012, e «International banking and financial market developments», *BIS Quarterly Review*, BPI, septiembre de 2012, pp. 1-20.

a comprender mejor la transmisión de la liquidez global a determinadas regiones del mundo¹³.

Además de las medidas cuantitativas, las medidas basadas en los precios de los mercados financieros también pueden aportar información sobre la liquidez global. Los tipos de interés reales a corto plazo constituyen un ejemplo, ya que son un determinante clave de la liquidez en una economía. Una medida agregada de los tipos de interés reales en los principales mercados proporciona información sobre la influencia de la situación de los mercados financieros internacionales sobre la liquidez global¹⁴.

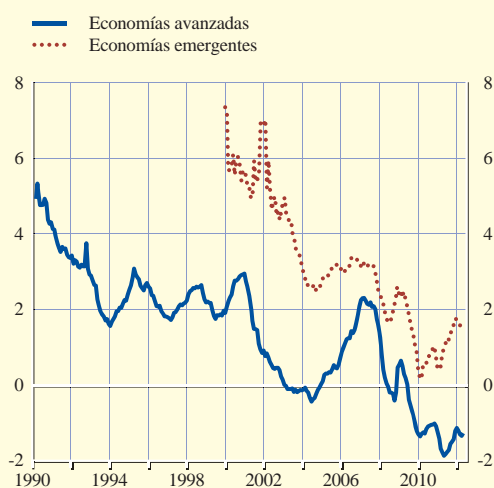
El gráfico 4 muestra los tipos de interés reales a corto plazo *ex ante* ponderados por el PIB de las economías avanzadas y de las economías emergentes y permite realizar dos observaciones. En

primer lugar, en la pasada década, los tipos reales descendieron, en general, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. Desde principios de 2010, los tipos de interés reales *ex ante* en las economías avanzadas han sido negativos, como consecuencia de los reducidos tipos de interés oficiales y de la abundante provisión de liquidez por parte de los principales bancos centrales. En segundo lugar, los tipos reales *ex ante* en las economías emergentes han permanecido en niveles superiores a los de las economías avanzadas, pero la brecha se estrechó durante la mayor parte de la pasada década, antes de ampliarse ligeramente en los dos últimos años. Es probable que los tipos reales más elevados vigentes en los mercados emergentes reflejen mejores perspectivas de crecimiento económico y unas primas de riesgo de la deuda pública emitida por estos países algo más altas.

En teoría, una medida normativa y, por lo tanto, más adecuada de la orientación global de la política monetaria, que en última instancia determina la liquidez global, es la que proporciona la brecha de tipos de interés reales, esto es, la diferencia entre el tipo de interés real y el tipo de interés real natural, definido este último como el tipo de interés real a corto plazo que es acorde con el producto a su nivel potencial y con una tasa de inflación estable. No obstante, no se dispone de una medida establecida del tipo de interés real natural global, y las estimaciones existentes generalmente conllevan una incertidumbre considerable, lo que dificulta la construcción de una medida normativa.

Gráfico 4 Tipos de interés reales a corto plazo *ex ante*

(porcentajes; observaciones mensuales)



Fuentes: Haver Analytics, Consensus Economics y cálculos del BCE. Nota: Los tipos de interés reales *ex ante* se calculan como la diferencia entre los tipos de interés del mercado monetario y la media a doce meses vista de las expectativas de inflación de Consensus Economics.

Economías avanzadas: Alemania, Canadá, España, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Noruega, Países Bajos, Reino Unido, Suecia, Suiza.

Economías emergentes: Albania, Argentina, Azerbaiyán, Bangladesh, Belarús, Bolivia, Bosnia y Herzegovina, Brasil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Corea, Costa Rica, Croacia, Ecuador, Filipinas, Hong Kong, Hungría, India, Indonesia, Kazajistán, Letonia, Lituania, Malasia, México, Pakistán, Perú, Polonia, República Checa, República Dominicana, Rusia, Serbia, Singapur, Sri Lanka, Tailandia, Taiwán, Turquía, Ucrania, Venezuela, Vietnam.

13 Véanse, por ejemplo, V. Bruno y H.Y. Shin, «Capital Flows and the Risk-Taking Channel of Monetary Policy», ponencia presentada en el seminario conjunto del Banco Central Europeo y del Banco de Pagos Internacionales sobre «Global Liquidity Conditions and its International Repercussions», celebrado los días 6 y 7 de febrero de 2012, y los documentos de N. Cetorelli y L. Goldberg: «Liquidity management of U.S. Global Banks: Internal Capital Markets in the Great Recession», *Journal of International Economics* (de próxima publicación), 2012; «Banking Globalization and Monetary Transmission», *Journal of Finance* (de próxima publicación), 2012, y «Global Banks and International Shock Transmission: Evidence from the Crisis», *International Monetary Fund Economic Review*, vol. 59, n.º 1, 2011, pp. 41-46.

14 La agregación puede llevarse a cabo de diversas maneras (misma ponderación, ponderados por el PIB, ponderados en función de los volúmenes negociados en el mercado, etc.).

3.2 INDICADORES DE LIQUIDEZ GLOBAL DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

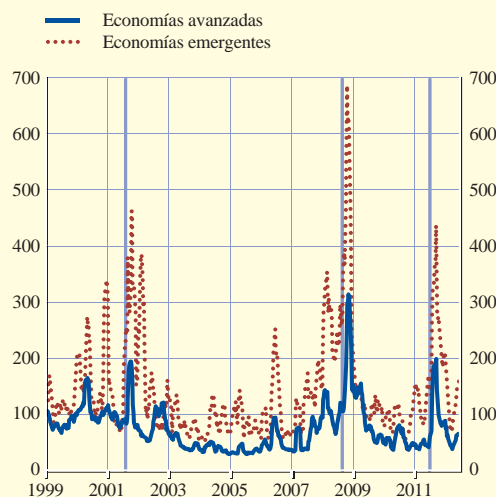
En esta sección se presentan dos ejemplos concretos de la manera en que los indicadores de los mercados financieros pueden proporcionar información complementaria sobre la liquidez global.

Como se señala en la sección 2, un aspecto importante de la liquidez global es la facilidad con la que un instrumento puede intercambiarse por bienes y servicios. Este concepto puede aplicarse a los instrumentos de los mercados financieros calculando la «ratio de iliquidez» de diversos activos. En su versión básica, esta capta la medida en que el precio de un valor determinado cambia por cada unidad de volumen de operaciones y, por lo tanto, puede considerarse una medida de la elasticidad. Como indica su nombre, la ratio de liquidez trata de cuantificar la falta de liquidez en el mercado, de forma que una estimación que dé como resultado una ratio de liquidez elevada denota un nivel bajo de liquidez, ya que refleja un fuerte impacto del volumen de negociación sobre el precio. Este concepto se ha generalizado en este artículo para que sirva de medida de la liquidez global agregando un número elevado de datos sobre precios y volúmenes de negociación de acciones de empresas, y de esta manera se ha obtenido un indicador para las economías avanzadas y otro para las economías emergentes.

Los indicadores que se presentan en el gráfico 5 parecen corroborar la percepción general de que la liquidez en los mercados financieros de los dos grupos de países mejoró sustancialmente entre 2003 y el comienzo de la crisis financiera a mediados de 2007. Es probable que este patrón sea atribuible a la innovación financiera y a una integración financiera y real más profunda, pero es posible que la percepción errónea del riesgo por parte de los participantes en el mercado también haya influido. Además, como es comprensible, el indicador de iliquidez alcanzó un máximo en los períodos de fuertes tensiones financieras: i) en el período posterior al 11 de septiembre de 2001; ii) tras la quiebra de Lehman Brothers en el otoño de 2008,

Gráfico 5 Indicador de iliquidez de los mercados financieros en economías avanzadas y emergentes

(índice: 25 de enero de 1999 = 100; observaciones semanales)



Fuentes: Datastream y cálculos del BCE.

Notas: Las líneas verticales corresponden a los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001, a la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 y a la intensificación de la crisis de la deuda soberana en la UEM en agosto de 2011.

Economías avanzadas: Alemania, Australia, Canadá, España, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Reino Unido.

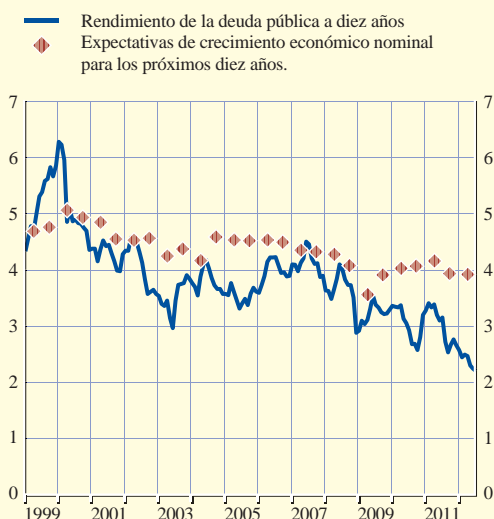
Economías emergentes: Corea del Sur, China, India, Indonesia, Sudáfrica. Últimas observaciones: julio de 2012.

y iii) durante la intensificación de la crisis de la deuda soberana en algunos países de la zona del euro en el verano de 2011.

La evolución de los mercados internacionales de renta fija permite obtener más información sobre las condiciones de liquidez. Estos mercados pasaron a ocupar el primer plano en los debates internacionales sobre política económica en la pasada década y existe un amplio consenso de que la abundante liquidez global existente en los años anteriores a la crisis financiera contribuyó al aumento del apalancamiento del sector privado y de la asunción de riesgos en muchas economías. En el gráfico 6 se comparan los rendimientos de la deuda pública a largo plazo en un grupo de economías avanzadas con las expectativas de crecimiento económico en términos nominales, que, en condiciones normales, deberían estar estrechamente relacionados. El gráfico muestra los rendimientos de la deuda pública a diez años ponderados

Gráfico 6 Rendimientos de la deuda pública a diez años y expectativas de crecimiento económico nominal de las economías avanzadas

(tasas de variación interanual; porcentajes)



Fuentes: BCE, FMI, Consensus Economics y cálculos del BCE.

Nota: Los datos ponderados por el PIB se basan en datos de Estados Unidos, Japón, Reino Unido y la zona del euro. Las expectativas de crecimiento económico nominal a largo plazo para cada región económica se calculan como la suma de las expectativas de crecimiento del PIB real y de las expectativas de inflación de los precios de consumo.

por el PIB de Estados Unidos, Japón, Reino Unido y la zona del euro, así como las expectativas comparables de crecimiento a largo plazo del PIB nominal aproximadas por la suma de las expectativas de inflación de los precios de consumo y las de crecimiento del PIB real facilitadas por Consensus Economics. En el período 2002-2006, los rendimientos de la deuda pública de las economías avanzadas se apartaron de las expectativas de crecimiento nominal y retrocedieron hasta situarse en niveles más bajos, indicando un aumento de la liquidez global. Esta disociación se ha intensificado durante la crisis financiera, debido, en gran parte, a las enérgicas medidas adoptadas por las autoridades monetarias para mejorar la liquidez y contrarrestar la desaceleración económica y los riesgos asociados para la estabilidad de precios. Aunque, actualmente, el indicador de los mercados de renta fija muestra unas condiciones de abundancia de liquidez a escala global, es probable que la señal procedente de este indicador no sea clara.

4 IMPLICACIONES PARA LA POLÍTICA MONETARIA

El vínculo existente entre la liquidez global y la inflación de los precios de consumo y de los activos (véase el recuadro donde se presenta un análisis de la evidencia empírica disponible) y, más en general, el potencial desestabilizador de la liquidez global plantean algunas cuestiones para la política monetaria.

En primer lugar, el dinero, el crédito y, en términos más generales, las condiciones internas de liquidez han formado parte de las consideraciones de la política monetaria durante mucho tiempo, aunque cayeron en el olvido en la mayoría de los marcos de política monetaria en las dos últimas décadas como consecuencia del predominio de estrategias con objetivos de inflación. Sin embargo, la evolución monetaria transmite información relevante para la valoración de los riesgos para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo, horizonte este último en el que el saldo monetario y el nivel de precios están estrechamente relacionados. Además, la evidencia empírica indica que las tendencias monetarias anticipan las tendencias inflacionistas, confirmando así la importancia del análisis monetario en un marco de política monetaria de carácter prospectivo. Con todo, por ahora no existe un consenso entre los bancos centrales sobre la mejor manera de incluir el dinero, el crédito y, en términos más generales, la liquidez (global) en las estrategias de política monetaria.

En segundo lugar, la estrategia de política monetaria del BCE constituye una excepción, ya que permite tener en cuenta las condiciones de liquidez, principalmente a través de su orientación a medio plazo. El análisis monetario que se realiza en el marco del pilar monetario permite al BCE extraer de los datos monetarios la información relevante para las tendencias más persistentes y a largo plazo de la inflación. Por otra parte, el análisis detallado de la dinámica monetaria también genera gran cantidad de información sobre la evolución monetaria y sobre la transmisión de las perturbaciones monetarias y la formación de precios. El análisis de los datos de mayor frecuencia relativos

a la evolución monetaria también facilita la valoración y la comprensión de fenómenos macroeconómicos y financieros a más corto plazo, que pueden generar riesgos para la estabilidad de precios a largo plazo si no reciben la atención debida. La evolución monetaria también puede aportar información de utilidad sobre el estado del ciclo económico, la situación de liquidez, las condiciones de financiación, la transmisión de la política monetaria y la situación y el comportamiento de las entidades de crédito. Además, el análisis de la evolución monetaria ayuda a comprender mejor la dinámica del precio de los activos y a disponer de una indicación de la posible acumulación de desequilibrios financieros. La dimensión exterior del análisis monetario, sobre la que el BCE está realizando trabajos analíticos adicionales, puede servir de complemento al análisis interno a través del seguimiento de la liquidez global y del estudio de su impacto en los precios de las materias primas y de los valores de renta variable y de renta fija (es decir, los precios internacionales de los activos) y de su influencia en la inflación interna. Además, el seguimiento de los efectos de los flujos de capital y de los precios internacionales de los activos puede conducir a la obtención de una medida más adecuada de las tendencias monetarias internas subyacentes y de las correspondientes señales relativas a la evolución de los precios¹⁵.

En tercer lugar, el pilar monetario del BCE facilita implícitamente la adopción de un enfoque prospectivo consistente en «nadar a contracorriente» en relación con los ciclos financieros y con los riesgos asociados para la estabilidad de precios a medio plazo. Este enfoque puede definirse como una estrategia en la que un banco central que se enfrenta a una burbuja financiera en aumento adopta una política monetaria con una orientación algo más restrictiva de la que aplicaría en circunstancias con unas perspectivas macroeconómicas similares, pero con condiciones más normales en los mercados financieros¹⁶. Se ha de destacar que nadar a contracorriente no significa que la política monetaria establezca como objetivo los precios de los activos o que implícitamente adopte un mandato de estabilidad financiera, sino que más bien

quiere decir que la política monetaria toma debidamente en consideración las consecuencias adversas derivadas de un aumento del riesgo sistémico para la estabilidad de precios a medio plazo y, por tanto, es plenamente acorde con el mandato del BCE de mantener la estabilidad de precios en la zona del euro de forma duradera¹⁷.

En cuarto lugar, en el largo plazo, en unas condiciones económicas normales y con un régimen cambiario flexible, una política monetaria interna activa es la herramienta más adecuada para abordar los efectos de la liquidez global en la inflación interna. Incluso en el caso de que la evolución internacional afecte a la dinámica de los precios internos en el corto plazo, esto no merma la capacidad del banco central para controlar la inflación interna a través de su política monetaria de orientación interna, ya que es probable que dicha política siga siendo la que más influye en la evolución de los precios internos. Por consiguiente, los responsables de la política monetaria deberían ser los encargados de salvaguardar la estabilidad de los precios de consumo a nivel interno¹⁸.

En quinto lugar, habida cuenta del alto grado de integración financiera a escala mundial, es necesario contar con principios comunes en lo que respecta a la orientación hacia la estabilidad de todas

15 Para más detalles, véase el artículo titulado «La dimensión externa del análisis monetario», *Boletín Mensual*, BCE, agosto de 2008.

16 Por lo que respecta al enfoque consistente en «nadar a contracorriente», véanse el artículo titulado «Reconsideración de la relación entre las burbujas de precios de los activos y la política monetaria», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2010, y L. D. Papademos y J. Stark (eds.), *Enhancing Monetary Analysis*, BCE, 2010, capítulo 6.

17 El escepticismo existente en torno al enfoque consistente en «nadar a contracorriente» se basa fundamentalmente en la opinión de que implica elevados costes de producción (véanse, por ejemplo, K. Assenmacher-Wesche y S. Gerlach, «Monetary policy and financial imbalances: facts and fiction», *Economic Policy*, vol. 25, n.º 63, 2010, pp. 437-482, y C. Bean, M. Paustian, A. Peñalver y T. Taylor, «Monetary policy after the fall», ponencia presentada en la Conferencia Anual del Banco de la Reserva Federal, Jackson Hole, Wyoming, agosto de 2010). Con todo, los elevados costes de producción asociados a la crisis mundial actual, junto con la evidencia mencionada anteriormente, que sugiere que la orientación demasiado laxa de la política monetaria podría haber desempeñado un destacado papel en el período anterior a la crisis, han reforzado los motivos para seguir la estrategia de nadar a contracorriente.

18 Véase M. Woodford, «Globalization and Monetary Control», en J. Galí y M. Gertler (eds.), *International Dimensions of Monetary Policy*, capítulo 1, University of Chicago Press, 2010.

las áreas de la política macroeconómica, que deben incluir los principios de sostenibilidad fiscal y económica, así como de estabilidad monetaria y financiera. En este sentido, los bancos centrales están trabajando conjuntamente, sobre todo en temas relacionados con la liquidez global, en el ámbito del Comité sobre el Sistema Financiero Global¹⁹. También están ampliando su colaboración, por ejemplo, en asuntos relacionados con las reuniones del G 20 y con las consultas relativas a Basilea III, con el fin de reforzar la capacidad de resistencia general de las entidades de crédito. Los bancos centrales tienen asimismo la oportunidad de cooperar en un marco más amplio, por ejemplo a través del intercambio de opiniones sobre las perspectivas económicas en foros internacionales, como las reuniones de gobernadores de bancos centrales en el BPI o las del Grupo de Trabajo n.º 3 de la OCDE. Es obvio que estas iniciativas no se pueden equiparar a una coordinación de las políticas monetarias en el sentido tradicional, pero la idea es compartir el objetivo de estabilidad y las «reglas del juego».

Al mismo tiempo, en circunstancias verdaderamente excepcionales, las autoridades monetarias también han coordinado las decisiones sobre los tipos de interés: en septiembre de 2001, la Reserva Federal y el BCE coordinaron su respuesta ante las consecuencias financieras de los atentados terroristas de Nueva York. Además, el 8 de octubre de 2008, en una acción concertada e histórica, el BCE y los principales bancos centrales redujeron en 50 puntos básicos los tipos de interés oficiales. Sin embargo, en el caso del BCE, incluso en circunstancias excepcionales, la política monetaria siempre ha seguido estando claramente centrada en su objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios en la zona del euro. En resumen, de estos acontecimientos excepcionales no se pueden extraer conclusiones generales para la política monetaria. La literatura económica sobre coordinación

de las políticas monetarias es amplia, pero no concluyente. Algunos trabajos empíricos sugieren que, en general, los beneficios que pueden derivarse de la coordinación de las políticas monetarias parecen ser limitados²⁰. Los resultados de estudios teóricos apuntan a una conclusión similar²¹, aunque algunos autores pueden generar beneficios significativos de dicha coordinación en modelos parametrizados específicamente²². En la práctica, es probable que ciertos aspectos dificulten la puesta en práctica de una coordinación formal de las políticas monetarias²³. En primer lugar, sería necesario algún tipo de compromiso que refleje los planes políticos acordados, y la ejecución de estos planes también requeriría un entendimiento común de la naturaleza y la propagación de las perturbaciones económicas en tiempo real. En segundo lugar, los diferentes mandatos de los bancos centrales dificultarían la posibilidad de llegar a conclusiones comunes. En tercer lugar, la exigencia de rendición de cuentas a los responsables de la política monetaria a nivel nacional resultaría difícil si sus medidas se basaran en consideraciones que exceden del mandato encomendado. En cuarto lugar, las autoridades monetarias podrían no aplicar las medidas coordinadas de política monetaria en sus países, debido a la posible falta de mecanismos de ejecución.

19 Véase el informe mencionado en la nota a pie de página n.º 1.

20 G. Coenen, G. Lombardo, F. Smets y R. Straub, «International transmission and monetary policy cooperation», en J. Galí y M. Gertler (eds.), *International Dimensions of Monetary Policy*, capítulo 3, University of Chicago Press, 2008.

21 G. Corsetti y P. Pesenti, «Welfare and Macroeconomic Interdependence», *Journal of Quarterly Economics*, vol. 116, 2001, pp. 421-446, y M. Obstfeld y K. Rogoff, «Global Implications of Self-Oriented National Monetary Rules», *Journal of Quarterly Economics*, vol. 117, 2002, pp. 503-535.

22 A. Sutherland, «International Monetary Policy Coordination and Financial Market Integration», *CEPR Discussion Papers*, n.º 4251, 2004, y E. Pappa y Z. Liu, «Gains from International Monetary Policy Coordination: Does it Pay to be Different?», *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 32, n.º 7, 2008, pp. 2085-2117.

23 O. Issing, «On Macroeconomic Policy Co-ordination in EMU», *Journal of Common Market Studies*, vol. 40, n.º 2, 2002, pp. 345-358.

LOS EFECTOS DE LA LIQUIDEZ GLOBAL EN LA INFLACIÓN DE LOS PRECIOS DE CONSUMO Y DE LOS ACTIVOS

No es sencillo obtener resultados concluyentes a partir de la evidencia empírica relativa a los efectos de la liquidez global en la inflación de los precios de consumo y de los activos. La literatura académica reciente ha prestado más atención a los efectos de la liquidez monetaria global, que es, por tanto, la que se considera en este recuadro.

Efectos sobre la inflación de los precios de consumo

Berger y Harjes constatan que, en la zona del euro, el exceso de liquidez, medido como la diferencia entre M2 y la demanda a largo plazo estimada de instrumentos incluidos en este agregado, muestra una fuerte correlación con el exceso de liquidez en Estados Unidos y Japón. Estos autores señalan que el exceso de liquidez en Estados Unidos ejerce un impacto positivo sobre la inflación de la zona del euro durante un período que puede llegar a los 12 trimestres¹. Sousa y Zaghini utilizan un enfoque similar y encuentran un efecto positivo de la liquidez global en la inflación de la zona del euro. Si bien los autores observan que la contribución precisa de las perturbaciones de la liquidez global sobre la inflación de la zona depende de la especificación del modelo y de la metodología utilizada para calcular la liquidez global, esta es siempre considerable y puede representar hasta alrededor de un tercio de la variabilidad del nivel de precios en el largo plazo². Rüffer y Stracca estiman un vector autorregresivo (VAR), que incluye una medida de la liquidez global aproximada por un agregado monetario amplio construido como la suma, ponderada por el PIB, de los agregados monetarios amplios de Canadá, Estados Unidos, Japón, Reino Unido y la zona del euro³. Estos autores llegan a la conclusión de que la liquidez global tiene un significativo impacto positivo en el nivel de precios de la economía de la zona.

Estos resultados para la zona del euro están en línea con estudios similares llevados a cabo para el Reino Unido. Mumtaz y Surico, por ejemplo, presentan evidencia de que la relajación monetaria en el resto del mundo lleva a un incremento de la inflación medida por el IPC y de la inflación de los precios reales de la vivienda en el Reino Unido⁴. Además, D'Agostino y Surico muestran que las previsiones de inflación para Estados Unidos basadas, entre otras, en las medidas de liquidez global construidas con agregados monetarios son significativamente más precisas que las de otros modelos que consideran solamente variables nacionales⁵.

Efectos sobre la inflación de los precios de los activos

Al evaluar los efectos de la liquidez global en los precios de los activos, conviene diferenciar entre las distintas categorías de precios de los activos, como los precios de la vivienda y los precios de las materias primas.

1 H. Berger y T. Harjes, «Does Global Liquidity Matter for Monetary Policy in the Euro Area?», *IMF Working Papers*, n.º 09/17, 2009.

2 J. M. Sousa y A. Zaghini, «Monetary Policy Shocks in the Euro Area and Global Liquidity Spillovers», *International Journal of Finance and Economics*, vol. 13, 2008, pp. 205-218.

3 R. Rüffer y L. Stracca, «What is Global Excess Liquidity, and does it Matter?», *Working Paper Series*, n.º 696, BCE, 2006.

4 H. Mumtaz y P. Surico, «The Transmission of International Shocks: A Factor-Augmented VAR Approach», *Journal of Money Credit and Banking*, vol. 41, n.º 1, 2009, pp. 71-100.

5 A. D'Agostino y P. Surico, «Does Global Liquidity Help to Forecast U.S. Inflation?», *Journal of Money Credit and Banking*, vol. 41, n.º 2-3, 2009, pp. 479-489.

Belke, Bordon y Hendricks estudian los datos agregados correspondientes a diez países de la OCDE y a la zona del euro, y concluyen que una medida de liquidez global basada en los agregados monetarios amplios es un indicador útil de la inflación de los precios de las materias primas⁶. Belke, Orth y Setzer muestran que la holgada liquidez global, medida por los agregados monetarios amplios, contribuyó a la inflación de los precios de la vivienda entre 2002 y 2006. También sugieren que la caída de los precios de la vivienda resultante de la crisis de las *subprime* hizo que la liquidez inflara los precios de las materias primas⁷. Además, el FMI ha examinado recientemente los vínculos entre la expansión de la liquidez global, los precios de los activos y los flujos de entrada de capital en las economías emergentes⁸. Los resultados muestran que el incremento de la liquidez global está asociado al aumento de la rentabilidad de los valores de renta variable y al descenso de los tipos de interés reales en 34 economías «receptoras de liquidez». Alessi y Detken muestran que las medidas de liquidez monetaria global obtenidas de un agregado monetario estrecho y de un agregado crediticio son más informativas que las variables reales para detectar las fases expansivas y recesivas del ciclo⁹.

Utilizando una medida de liquidez monetaria global construida mediante la suma de la base monetaria y de las reservas internacionales de Estados Unidos, Darius y Radde observan la existencia de un impacto asimétrico sobre las distintas categorías de precios de los activos, con un efecto mucho más acusado en los precios de la vivienda que en los precios de los valores de renta variable y de las materias primas¹⁰. Su resultado es básicamente compatible con las conclusiones de otros estudios que se basan en medidas de liquidez global más convencionales.

6 A. Belke, I. G. Bordon y T. W. Hendricks, «Global Liquidity and Commodity Prices – a Cointegrated VAR Approach for OECD Countries», *Applied Financial Economics*, vol. 20, 2010, pp. 227-242.

7 A. Belke, W. Orth y R. Setzer, «Liquidity and the Dynamic Pattern of Asset Price Adjustment: A Global View», *Journal of Banking and Finance*, vol. 34, 2010, pp. 1933-1945.

8 «Global Liquidity Expansion: Effects on 'Receiving' Economies and Policy Response Options», *Global Financial Stability Report*, FMI, capítulo 4, abril de 2010.

9 L. Alessi y C. Detken, «Quasi realtime early warning indicators for costly asset price boom/bust cycles: a role for global liquidity», *European Journal of Political Economy*, vol. 27, n.º 3, 2011, pp. 520-533.

10 R. Darius y S. Radde, «Can Global Liquidity Forecast Asset Prices?», *IMF Working Papers*, n.º 10/196, 2010.

5 CONCLUSIONES

En este artículo se ha definido la liquidez global desde el punto de vista más conveniente para la política monetaria. Esta definición se basa en dos conceptos: la liquidez monetaria global, definida como la facilidad de convertir activos monetarios en bienes y servicios, a escala nacional y transfronteriza, y la liquidez de los mercados financieros, definida como la facilidad para negociar con activos en comparación con negociar con dinero, reflejando el coste de convertir un activo financiero en dinero. Desde la perspectiva de la política monetaria, la liquidez monetaria y la liquidez de los mercados financieros no deben considerarse por separado, sino como dos conceptos que se influyen mutuamente. La liquidez monetaria glo-

bal tiene un impacto sobre la evolución de los precios internos, al tiempo que la liquidez global de los mercados financieros es importante para el funcionamiento de estos mercados. No obstante, un nivel excesivo de liquidez en los mercados financieros puede generar inflación de los precios de los activos, con consecuencias graves para la estabilidad de precios internos. La crisis financiera ha puesto de manifiesto que la liquidez puede desaparecer con rapidez, con repercusiones importantes para el producto y para los riesgos para la estabilidad de precios.

Estas observaciones indican que las implicaciones de la liquidez global deben quedar adecuadamente reflejadas en las estrategias de política monetaria de los bancos centrales. En concreto, la política

monetaria ha de tener en cuenta el impacto de la liquidez global en su valoración de los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo, otorgando un destacado papel al análisis desde una perspectiva interna y global del dinero, del crédito y, en términos más generales, de las condiciones de liquidez.

Habida cuenta de la naturaleza multidimensional de la liquidez global y de la falta de un indicador único que capte su evolución, es importante realizar un seguimiento de una amplia gama de medidas, con el fin de aprovechar al máximo la información a disposición de los responsables de la política monetaria.