

Artículos

1 El ciclo financiero global: implicaciones para la economía mundial y la zona del euro

Maurizio Michael Habib y Fabrizio Venditti

A medida que los mercados financieros han ido adquiriendo un mayor grado de integración global a lo largo de las últimas décadas, los economistas se han planteado hasta qué punto pueden las autoridades económicas aislar las condiciones financieras internas de los factores externos. En este artículo se analizan los términos de este debate y se presenta nueva evidencia sobre la correlación entre los flujos de capitales y los precios de las acciones en un panel de 50 economías avanzadas y emergentes. Concretamente, el artículo se centra en la importancia relativa del riesgo global y de la política monetaria estadounidense para el ciclo financiero global, y también se abordan las implicaciones para el régimen cambiario. La aversión al riesgo global aparece como un importante determinante de los flujos de capitales y de la rentabilidad de las acciones, y su impacto se ve amplificado por la apertura de la cuenta de capital, pero no necesariamente por el régimen cambiario, que solo afecta a los precios de los activos y no a los flujos de capitales. La relevancia cuantitativa de la política monetaria de Estados Unidos y el tipo de cambio del dólar parece tener un carácter puntual. En particular, la correlación entre los tipos de interés de Estados Unidos y los flujos de capitales durante la crisis es positiva, en vez de negativa como predeciría la teoría, lo que indica la necesidad de continuar analizando empíricamente el papel que desempeña la política monetaria estadounidense como determinante del ciclo financiero global. En el artículo también se llega a la conclusión de que, por lo general, las tensiones en los mercados financieros han estado sincronizadas entre la zona del euro y Estados Unidos, pero que las condiciones financieras han ido disociadas en estas dos áreas. En conjunto, esto confirma que la eficacia de la política monetaria del BCE no se ha visto mermada por el ciclo financiero global.

Introducción

En las últimas décadas, los mercados financieros han adquirido progresivamente un mayor grado de integración global. El volumen de los pasivos exteriores brutos mundiales, calculado en porcentaje del PIB, pasó de ser inferior al 50 % a principios de los años noventa a situarse en torno al 200 % al comienzo de la crisis financiera global en 2007²⁸. El crecimiento de los pasivos

²⁸ La ratio se calcula como la relación entre la suma de los pasivos en dólares estadounidenses, en términos nominales, de los países disponibles y la suma del PIB en dólares estadounidenses, en términos nominales.

transfronterizos se vio interrumpido por la crisis, pero la integración financiera mundial es hoy mucho mayor que hace 30 años²⁹.

Según la literatura, la mayor integración financiera ha dado lugar a la aparición de un «ciclo financiero global», fuertemente influido por la política monetaria de Estados Unidos. Aunque se supone que la integración financiera fomenta la compartición de riesgos (*risk sharing*) a escala internacional, los economistas se han preguntado si esta integración podría provocar, asimismo, una transmisión más rápida y uniforme de las perturbaciones en varias economías, dando origen a un ciclo financiero global. Rey (2015) ofrece una posible definición de este concepto: «los ciclos financieros globales se asocian a incrementos y repliegues de los flujos de capitales, auges y caídas de los precios de los activos y crisis» y «se caracterizan por grandes movimientos simultáneos en los precios de los activos, los flujos brutos y el apalancamiento». Es importante señalar que los cambios en las condiciones de la política monetaria de la economía central (es decir, Estados Unidos) y en la aversión al riesgo global (como durante la crisis financiera mundial) determinarían el ciclo financiero global, provocando movimientos en los flujos de capitales y en los precios de los activos en todo el mundo³⁰.

De existir tal ciclo financiero global, limitaría los posibles beneficios de la integración financiera. Una correlación más fuerte de los precios de los activos a escala internacional reduciría drásticamente la capacidad de los agentes económicos de amortiguar las perturbaciones idiosincrásicas —es decir, las específicas de cada país, tales como una recesión interna— mediante la adquisición de activos exteriores³¹.

La existencia de un ciclo financiero global también tendría consecuencias para las autoridades económicas y la elección del régimen cambiario. Según el clásico «trilema» de la política monetaria, con una cuenta de capital liberalizada es imposible aplicar una política monetaria independiente —es decir, establecer el tipo de interés oficial de forma autónoma con respecto a la economía principal (por ejemplo, Estados Unidos)— y perseguir a la vez un objetivo de tipo de cambio. En este caso (hipótesis del «trilema»), el régimen cambiario elegido sí influye, dado que un tipo de cambio flotante permitiría aplicar una política monetaria independiente. Un ciclo financiero global transformaría este trilema en un dilema para las autoridades económicas, que solo tendrían dos alternativas: i) dejar la cuenta de capital cerrada, manteniendo el control de las condiciones financieras

²⁹ Véase P. R. Lane y G. Milesi-Ferretti, «[International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis](#)», IMF Working Paper n.º 17/115, mayo de 2017.

³⁰ H. Rey, «[Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence](#)», NBER Working Paper n.º 21162, mayo de 2015, página 2. La evidencia que avala la presencia y la importancia económica de un ciclo financiero global ha sido cuestionada en un estudio reciente por E. Cerutti, S. Claessens y A. K. Rose, «How Important is the Global Financial Cycle? Evidence from Capital Flows», IMF Working Paper n.º 17/193, septiembre de 2017.

³¹ La compartición de riesgos, es decir, la capacidad de los agentes de asegurar su gasto en consumo frente a las perturbaciones idiosincrásicas, puede producirse a través del «canal del capital» (por ejemplo, ingresos procedentes de activos financieros mantenidos en el extranjero), el «canal fiscal» (por ejemplo, transferencias transfronterizas entre Estados) y el «canal del crédito» (financiación obtenida en el extranjero por personas físicas y Gobiernos, ya sea en mercados de crédito o mediante organismos supranacionales, como el Mecanismo Europeo de Estabilidad). En la zona del euro, los riesgos se comparten principalmente a través del canal del capital. Véase un análisis en el artículo titulado «[Risk sharing in the euro area](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2018.

internas, o ii) abrir la cuenta de capital, cediendo el control de esas condiciones. Una vez liberalizada la cuenta de capital, el ciclo global «marcaría el tono» de las condiciones financieras internas —es decir, los tipos de interés que pagan realmente los prestatarios finales, como las sociedades no financieras y los hogares—, con independencia de la capacidad del banco central nacional de fijar el tipo de interés oficial de forma autónoma y del régimen de tipo de cambio vigente. En este segundo caso (hipótesis del «dilema»), el régimen cambiario elegido es prácticamente irrelevante.

Este artículo presenta una visión general del debate sobre el ciclo financiero global y ofrece un nuevo análisis de la evidencia que avala su existencia.

Concretamente, el artículo se centra en la importancia relativa del riesgo global y de la política monetaria estadounidense para el ciclo financiero global. Además, también se abordan las implicaciones de este ciclo para las autoridades económicas al adoptar el régimen cambiario. El análisis empírico se basa en un conjunto de datos sobre flujos de capitales, concretamente entradas brutas de capital correspondientes a cuatro categorías principales: inversión directa, inversión de cartera en participaciones de capital, inversión de cartera en títulos de deuda y otra inversión (como préstamos bancarios, depósitos y créditos comerciales), procedentes de la base de datos *Balance of Payments Statistics* del Fondo Monetario Internacional. También incluye datos trimestrales de los precios de los activos de riesgo —rentabilidad bursátil publicada por Global Financial Data— en una muestra de 50 economías desde 1990³². En el artículo se estudia la relación de estas variables con las identificadas sistemáticamente en la literatura como los principales determinantes del ciclo financiero global: la aversión al riesgo global y la política monetaria de Estados Unidos. Por último, se profundiza en las implicaciones para la economía mundial y la zona del euro.

Conclusiones

La integración de la economía real y los mercados financieros durante las últimas décadas ha influido en la sincronización de los flujos de capitales y los precios de los activos en todo el mundo. Algunos autores han defendido la existencia de un ciclo financiero global que se reflejaría en la correlación de los flujos transfronterizos y se traduce en una mayor homogeneización de los precios de los activos de riesgo y del coste de la financiación externa en las distintas economías. Este fue el caso en el período anterior e inmediatamente posterior a la

³² La muestra incluye Alemania, Arabia Saudí, Argentina, Australia, Austria, Brasil, Bulgaria, Canadá, Colombia, Corea (República de), Costa Rica, Croacia, Chile, China, Dinamarca, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estados Unidos, Estonia, Federación Rusa, Filipinas, Finlandia, Francia, Grecia, Hungría, India, Indonesia, Israel, Italia, Japón, Letonia, Lituania, Malasia, México, Noruega, Nueva Zelanda, Pakistán, Perú, Polonia, Portugal, Reino Unido, República Checa, Rumanía, Sudáfrica, Suecia, Suiza, Tailandia, Turquía y Uruguay. Como en otros estudios, el análisis se centra en las «entradas brutas» (es decir, compras y ventas netas de activos interiores por parte de residentes en el extranjero), que son cruciales para evaluar la estabilidad financiera y las condiciones crediticias a escala global. Los «flujos netos», que fundamentalmente reflejan los saldos por cuenta corriente, son más relevantes en la evaluación de la sostenibilidad de las posiciones de inversión internacional neta. Por lo que respecta a los precios de los activos de riesgo, la atención se centra en los rendimientos de las acciones, dada la dificultad para obtener otras medidas, como los precios de los bonos corporativos o los tipos hipotecarios, para un numeroso panel de países que incluye economías emergentes desde la década de 1990.

crisis financiera mundial, en particular en relación con los flujos bancarios transfronterizos entre las economías avanzadas y las cotizaciones bursátiles. Sin embargo, después de la crisis, la sincronización de los flujos de capitales y las cotizaciones ha disminuido y ha vuelto a los niveles observados entre los años noventa y la década de 2000.

El ciclo financiero global está estrechamente relacionado con los factores relativos al riesgo global. Un indicador de aversión al riesgo global (calculado como el factor común de un panel de rentabilidades de acciones) tiene un impacto significativo sobre los flujos de capital y la rentabilidad de las acciones. Asimismo, la apertura de la cuenta de capital, pero no necesariamente el régimen cambiario, amplifica los efectos de la aversión al riesgo global. El régimen cambiario solo influye en la transmisión del riesgo global a los precios de los activos en el caso de una cuenta de capital liberalizada. Sin embargo, el impacto de los tipos de interés de Estados Unidos y del tipo de cambio del dólar en los flujos de capitales parece tener un carácter puntual.

La influencia que ejerce el ciclo financiero global sobre la zona del euro depende del indicador concreto que se analice. En el artículo se llega a la conclusión de que, normalmente, las *tensiones* en los mercados financieros han estado sincronizadas entre las dos áreas. Los episodios de volatilidad, que pueden tener fuertes efectos no lineales sobre la actividad económica, se transmiten rápidamente de una economía a otra. Sin embargo, las *condiciones* financieras en la zona del euro han ido a menudo disociadas de las de Estados Unidos, debido también a las diferencias en la orientación de la política monetaria. En conjunto, esto confirma que la eficacia de la política monetaria del BCE no se ha visto mermada por el ciclo financiero global.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)

2 Interpretación de la evolución reciente de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo

Benjamin Bönninghausen, Gregory Kidd y Rupert de Vincent-Humphreys

Las expectativas de inflación del sector privado son un componente fundamental de una amplia gama de indicadores que valora el BCE para determinar cuál es la orientación adecuada de la política monetaria para alcanzar su objetivo de estabilidad de precios. Las expectativas de inflación pueden no solo afectar a la propia inflación a través de los procesos de fijación de precios y salarios, sino que también sirven para contrastar las proyecciones que elaboran el BCE y el Eurosistema.

Este artículo se centra en los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo, que son medidas que se obtienen de los precios de los instrumentos ligados a la inflación futura que se negocian en los mercados financieros. En él se analiza la evolución reciente de la información que puede extraerse de distintos tipos de indicadores de mercado, a partir del período que culminó con el anuncio del programa ampliado de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) por parte del BCE.

La caída de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo entre 2014 y mediados de 2016 fue generalizada en las principales jurisdicciones, siendo reflejo, posiblemente, de la preocupación mundial por la debilidad de la demanda agregada y las presiones desinflacionistas asociadas. Su posterior recuperación ha estado impulsada por la disipación parcial de esta preocupación y, en particular, por la significativa mejora del entorno macroeconómico de la zona del euro. La variación de las expectativas de inflación a largo plazo en los últimos años se ha debido, mayormente, al componente de riesgo de inflación de estos indicadores, lo que sugiere que el balance de riesgos para las perspectivas de inflación ha sido uno de los factores determinantes principales. Así, la información extraída de los precios de las opciones de inflación implica que la probabilidad de deflación neutral al riesgo aumentó notablemente a finales de 2014 y a principios de 2015, antes de disminuir más recientemente.

Introducción

Las expectativas de inflación desempeñan un papel fundamental en la política monetaria del BCE, dado que su objetivo fundamental y primordial es mantener la estabilidad de precios en la zona del euro. En 1998, el Consejo de Gobierno del BCE definió la estabilidad de precios como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro inferior al 2 %. En 2003, aclaró que, para alcanzar la estabilidad de precios, su objetivo es mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2 % a medio plazo. En este contexto, las expectativas de inflación de los agentes privados cumplen dos propósitos principales para la ejecución de la política monetaria. En primer lugar, estas expectativas son relevantes por sí mismas en el

sentido de que influyen en las decisiones económicas de los agentes privados en áreas tales como el consumo y la inversión, así como en la fijación de precios y salarios y, por tanto, en la inflación de la zona del euro. Asimismo, las expectativas de inflación de los participantes en los mercados financieros influyen en la fijación de precios de otros instrumentos financieros, como los bonos nominales, y, por ello, pueden afectar directamente a la transmisión de la política monetaria a la economía real. En segundo lugar, son valiosas para contrastar las perspectivas de inflación de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema/BCE, que, a su vez, se utilizan en las decisiones de política monetaria del BCE.

Por tanto, el BCE realiza un atento seguimiento de las expectativas de inflación de los agentes privados en forma de indicadores de opinión y de mercado.

Los indicadores de opinión reflejan las expectativas de inflación futura, expresadas directamente en el contexto de encuestas periódicas, mensuales o trimestrales, realizadas a expertos. Una de las encuestas que desempeña un papel destacado en la política monetaria del BCE es su propia encuesta a expertos en previsión económica (EPE), que se lleva a cabo trimestralmente entre expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la Unión Europea. En cambio, los indicadores de mercado reflejan la información extraíble de los precios de instrumentos financieros que están ligados a la inflación futura, como los *swaps* de inflación, los bonos indexados a la inflación y las opciones de inflación. Dado que estos instrumentos se negocian continuamente, los indicadores de mercado no solo proporcionan una valiosa información adicional sobre las expectativas de inflación de inversores informados, sino que también pueden ofrecer indicaciones más rápidas de posibles cambios en las perspectivas de inflación. Además, incorporan no solo las expectativas, sino también una prima relacionada con la incertidumbre respecto a la inflación, que puede variar a lo largo del tiempo. Pese a estas diferencias, los indicadores de las expectativas de inflación procedentes de encuestas y de los mercados forman parte de una amplia gama de indicadores que valora el BCE para tomar sus decisiones de política monetaria.

En este artículo se analiza la evolución reciente de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación de la zona del euro, en particular el cambio en el balance de riesgos para las perspectivas de inflación desde 2014.

Tras un análisis anterior de los indicadores de inflación de la zona del euro basados en los mercados, que abarcó el impacto de la crisis financiera mundial³³, en este artículo se examinan tanto la fase de debilitamiento de la dinámica de la inflación en el período previo a la introducción del APP por parte del BCE como medida de política monetaria no convencional (adicional), como la evolución de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a partir de entonces. En la sección 2 del artículo se analizan los factores determinantes de estos indicadores en los dos períodos citados, utilizando también un análisis basado en modelos. La sección 3 se centra en uno de los factores principales, concretamente, el cambio en el balance de riesgos para las perspectivas de inflación, que se infiere de la información obtenida de los precios de las opciones y

³³ Véase el artículo titulado «Las expectativas de inflación en la zona del euro: análisis de la evolución reciente», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2011.

corroborar la información extraída de la EPE del BCE. En el recuadro 1 se arroja algo de luz sobre las conclusiones de la sección 3 subrayando la importante diferencia entre probabilidades neutrales al riesgo y «físicas».

Conclusiones

Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación de la zona del euro se han recuperado recientemente, gracias a la significativa mejora de las perspectivas macroeconómicas internas, tras el marcado descenso registrado entre 2014 y mediados de 2016. El análisis de la evolución de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo que se realiza en este artículo sugiere que existía una correlación entre este descenso y tendencias similares en otras jurisdicciones importantes. Un examen más detallado señala que, además de factores internos, la preocupación mundial por la atonía de la demanda agregada y las presiones desinflacionistas asociadas influyeron en la caída de dichos indicadores. Parece que la posterior recuperación ha estado impulsada por la disipación parcial de esta preocupación y, en particular, por la significativa mejora del panorama macroeconómico de la zona del euro, sobre todo también como consecuencia de la política monetaria acomodaticia del BCE.

La evolución reciente de los indicadores de mercado a largo plazo se explica, fundamentalmente, por la prima de riesgo de inflación, que varió en línea con los cambios en el balance de riesgos para las perspectivas de inflación. La descomposición de los movimientos de los indicadores de mercado muestra que tanto el componente de expectativas puras como el de prima de riesgo de inflación contribuyeron al descenso inicial y a la posterior recuperación. Sin embargo, se estima que la mayor parte de la caída registrada entre 2014 y mediados de 2016 se debió al componente de prima de riesgo, que cayó aproximadamente al mismo tiempo que se produjo el desplazamiento a la baja en el balance de riesgos implícito en la asimetría de las distribuciones de probabilidad indicadas en la EPE. En conjunto, estos dos factores muestran que los inversores apenas sintieron la necesidad de protegerse frente a escenarios inflacionistas cuando se registró el mínimo a mediados de 2016, sino que les preocupaba una posible deflación.

Los indicadores de mercado también sugieren que el espectro de la deflación en la zona del euro ha ido desapareciendo progresivamente tras la introducción del APP por el BCE y ahora los inversores consideran que no es significativo. En este artículo se utilizan los precios de las opciones de inflación que protegen frente a distintos valores de inflación para obtener distribuciones de probabilidad implícita en los mercados de las perspectivas de inflación para la zona del euro. La probabilidad implícita de deflación se situó en un máximo notablemente superior a los niveles registrados anteriormente en enero de 2015, cuando el BCE anunció su APP. En aquel entonces, el balance de probabilidades de las expectativas de inflación de los inversores apuntaba claramente hacia resultados deflacionistas y de inflación baja, pero positiva. Sin embargo, dado

que el APP se mantuvo y que las perspectivas económicas generales y de inflación en la zona del euro mejoraron, el espectro de la deflación en la zona del euro se fue desvaneciendo gradualmente.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)

3 Tendencias y evolución del uso del efectivo en euros durante los últimos diez años

Laure Lalouette y Henk Esselink

En los últimos años, la circulación de billetes en euros ha crecido, en promedio, de forma vigorosa por encima del PIB. La demanda de billetes viene determinada por distintos factores, entre ellos el uso del efectivo para liquidar transacciones. Los resultados de un estudio sobre comportamiento en materia de pagos en 2016 mostraron que el efectivo seguía siendo el medio de pago utilizado con mayor frecuencia en los puntos de venta de la zona del euro. Sin embargo, la demanda relacionada con estas transacciones parece explicar solo en parte el aumento de los billetes en circulación. La demanda de billetes también se ha visto afectada por diversos factores adicionales, como las crisis financiera y de deuda soberana, la incertidumbre geopolítica, la evolución de los tipos de cambio y las decisiones de política económica.

Cabe esperar que el efectivo continúe siendo un medio de pago importante en los puntos de venta de la mayoría de los países de la zona del euro en un futuro previsible. No obstante, es probable que el uso del efectivo con esta finalidad se vea notablemente afectado por el rápido aumento de los pagos con tarjetas sin contacto y con dispositivos móviles, el incremento de las compras por internet y el desarrollo de los pagos inmediatos, que pueden dar lugar a nuevas soluciones de pagos minoristas. Aunque no se puede predecir la rapidez con la que disminuirá posteriormente la utilización de efectivo para liquidar operaciones, parece evidente que se producirá, pero, tal como se describe en este artículo, este uso es solo uno de los factores que impulsan la demanda de billetes.

La mayoría de los billetes en euros en circulación se utilizan como depósito de valor en la zona del euro o se mantienen en el exterior. Teniendo en cuenta que, en la actualidad, los costes de oportunidad de mantener efectivo son bajos, cabe esperar que, si suben los tipos de interés, retornen parte de los billetes en euros atesorados. La caída de las remesas netas de billetes en euros enviadas a países de fuera de la zona del euro refleja que una parte del efectivo que se mantenía en el exterior por diversos motivos está retornando muy gradualmente. Sin embargo, como pone de manifiesto la evolución registrada a lo largo de los últimos diez años, la función de depósito de valor no viene determinada únicamente por los tipos de interés, sino también por acontecimientos externos que no pueden preverse. Aunque los cambios en el futuro pueden, por tanto, traducirse en un mayor o menor uso del efectivo como depósito de valor dependiendo de la confianza de los usuarios en el euro, la evolución actual sugiere que los billetes en euros se consideran un medio fiable de mantener liquidez y acumular riqueza, tanto dentro de la zona del euro como en el exterior. Es obvio que los hogares y las empresas, dentro y fuera de la zona, valoran el hecho de que los billetes en euros les permiten mantener parte de sus activos en dinero de banco central.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)