

EL ANÁLISIS MONETARIO EN UN ENTORNO DE TURBULENCIAS FINANCIERAS

ARTÍCULOS

El análisis monetario
en un entorno de
turbulencias financieras

La estrategia de política monetaria del BCE otorga un destacado papel al análisis monetario, como reflejo de la estrecha relación existente entre el dinero y los precios en el medio y largo plazo. El análisis monetario ayuda al banco central a no perder de vista la evolución en el largo plazo de las variables nominales, de la cual es responsable en última instancia la política monetaria. Esta función es especialmente relevante en un período de turbulencias financieras en el que la evolución económica a corto plazo, sometida a una mayor volatilidad podría oscurecer la perspectiva adecuada de la política monetaria en el medio plazo. Las turbulencias que comenzaron en los mercados financieros en el verano de 2007 han planteado considerables retos analíticos. El análisis monetario en tiempo real que realiza el BCE combina información basada en modelos con un análisis institucional detallado. Este último ha sido particularmente útil en los dos últimos años para abordar cuestiones clave respecto a la evolución de las tendencias monetarias, de las condiciones de financiación durante el ciclo económico y de los ajustes que se están produciendo en el sector bancario.

Por lo que se refiere a estas cuestiones, las conclusiones del análisis monetario durante el período de turbulencias han sido, en primer lugar, que las tendencias monetarias apuntan a la existencia de presiones inflacionistas moderadas, que no se pueden calificar de proceso deflacionario; en segundo lugar, que el crecimiento de los préstamos ha sido fundamentalmente de carácter genuino y, en tercer lugar, que las entidades de crédito han ajustado el tamaño y la composición de sus balances principalmente mediante reducciones de sus activos frente a otras entidades residentes y no residentes. Por consiguiente, el análisis monetario ha proporcionado información que va más allá de la que se puede obtener de encuestas financieras y del análisis de los tipos de interés y de los rendimientos.

I INTRODUCCIÓN

El papel del análisis monetario en la estrategia de política monetaria del BCE se basa en la estrecha relación entre el dinero y los precios en el medio y largo plazo. La existencia de esta relación se ha constatado en diferentes países y regímenes de política monetaria, lo que apunta a que esta característica está fuertemente arraigada en la estructura de la economía¹. Por tanto, el análisis monetario ayuda al banco central a no perder de vista la evolución en el largo plazo de las variables nominales, de la cual es responsable en última instancia la política monetaria. Esta función es especialmente relevante en un período de turbulencias financieras, en el que la volatilidad a corto plazo podría dominar la perspectiva a medio plazo adecuada de la política monetaria.

Las rápidas transformaciones en el entorno económico provocadas por las turbulencias en los mercados financieros han planteado retos analíticos adicionales tanto para el análisis monetario como para el económico. El enfoque del BCE en su análisis monetario combina la información basada en modelos

con un análisis institucional detallado. Este último ha sido especialmente importante para abordar cuestiones clave que se han planteado en los dos últimos años. Una pregunta relevante para el análisis monetario ha sido si ha cambiado la tendencia monetaria subyacente —generalmente de carácter inercial— vinculada a la evolución a medio y a largo plazo de los precios. El análisis que se presenta en este artículo sugiere que, aunque no puede descartarse la posibilidad de que se haya producido este cambio, es muy probable que la moderación observada en el crecimiento monetario subyacente haya sido menos pronunciada y menos brusca que la registrada en la evolución monetaria.

Además, las turbulencias que comenzaron en los mercados financieros en el verano de 2007 han suscitado un interés en la evolución monetaria que va más allá del vínculo de medio a largo plazo con la

¹ Véase L. Benati (2009), «Long-run evidence on money growth and inflation», Documento de Trabajo n.º 1027, BCE. Esta característica no excluye la posibilidad de que la intensidad de la relación venga «determinada por las políticas económicas»; véase, por ejemplo, T. Sargent y P. Surico (2008), «Monetary policies and low-frequency manifestations of the quantity theory», Bank of England External MPC Unit Discussion Paper, n.º 26.

evolución de los precios. En un entorno de turbulencias, el análisis detallado de la evolución del dinero y del crédito en términos cuantitativos también ha demostrado ser especialmente útil para abordar cuestiones sobre temas de carácter más cíclico o temporal, como las condiciones de financiación durante el ciclo económico y los ajustes que se están produciendo en el sector bancario. Este artículo muestra que las entidades de crédito han ajustado el tamaño y la composición de su balance principalmente mediante reducciones de activos frente a otras entidades residentes y no residentes. Hasta ahora, este ajuste no ha modificado las regularidades históricas observadas en la evolución de los préstamos a lo largo del ciclo económico. A este respecto, el examen de variables cuantitativas financieras, como las reservas de liquidez y el volumen de préstamos, ha proporcionado una información que va más allá de la que puede obtenerse de un análisis basado exclusivamente en los tipos de interés, los rendimientos y las encuestas financieras.

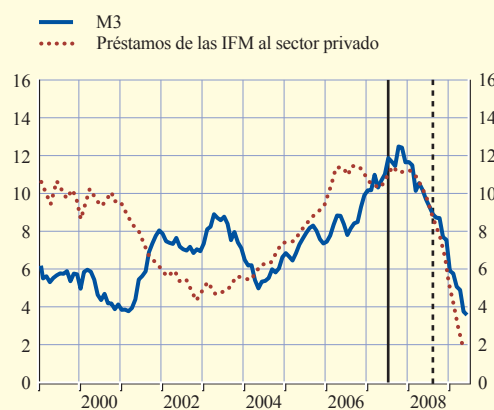
Estos temas se abordan en la sección 2, después de describir brevemente la evolución monetaria durante el periodo de turbulencias financieras. En la sección 3 se analiza la evolución monetaria, en particular desde una perspectiva sectorial, con el objetivo de valorar la posibilidad de que se haya producido una «ruptura» en el ritmo subyacente de expansión monetaria. En la sección 4 se considera la interpretación de los datos sobre préstamos y créditos ante el impacto de las turbulencias financieras. La sección 5 presenta algunos resultados derivados del análisis monetario que se han utilizado para analizar cuestiones relacionadas con la situación del sector bancario, y en la sección 6 se presentan las conclusiones.

2 LA EVOLUCIÓN MONETARIA DESDE EL COMIENZO DE LAS TURBULENCIAS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

La evolución monetaria ha fluctuado considerablemente desde principios de 2007². En el período previo al inicio de las turbulencias financieras en agosto de 2007, el crecimiento monetario se fortaleció sustancialmente, hasta alcanzar niveles histórica-

Gráfico 1 M3 y préstamos de las IFM al sector privado

(tasas de variación interanual; datos desestacionalizados y ajustados de efecto calendario)



Fuente: BCE.

Nota: Las líneas verticales señalan el inicio de las turbulencias en los mercados financieros (línea negra) y su intensificación tras la quiebra de Lehman Brothers (línea negra discontinua).

mente elevados³. Esto se ilustra en las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos al sector privado que, a finales de julio de 2007, se situaban en torno al 12% y el 11%, respectivamente (véase gráfico 1). Dado que los préstamos son una de las principales contrapartidas del dinero, este fortalecimiento conjunto apuntaba a un intenso ritmo de crecimiento monetario subyacente. No obstante, este análisis también sugería que, debido al efecto expansivo del aplanamiento de la curva de tipos, el crecimiento de M3 observado en esa época superaba la tasa subyacente de crecimiento monetario.

En los primeros meses posteriores al inicio de las turbulencias en agosto de 2007, la dinámica monetaria no resultó afectada en su mayor parte⁴. A mediados de 2008, el crecimiento del agregado monetario amplio y del crédito se fue moderando gradualmen-

2 Las observaciones más recientes de los datos monetarios utilizados en este artículo corresponden al segundo trimestre de 2009.

3 Para un análisis de la evolución monetaria entre mediados de 2004 y el primer trimestre de 2007, véase el artículo titulado «Interpretación de la evolución monetaria desde mediados del año 2004», en el Boletín Mensual de julio de 2007.

4 Véase el recuadro titulado «Impacto de las tensiones en los mercados financieros sobre la evolución monetaria», en el Informe Anual 2008, BCE.

te, como consecuencia de la ralentización del crecimiento económico y del efecto retardado de las subidas de los tipos de interés y de unas condiciones de financiación más restrictivas, aunque su expansión todavía era intensa en esos momentos. Sin embargo, el impacto directo de las turbulencias financieras sólo fue patente en algunos componentes y contrapartidas de M3, como las participaciones en fondos del mercado monetario o los préstamos a otros intermediarios financieros no monetarios (OIF), excepto las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

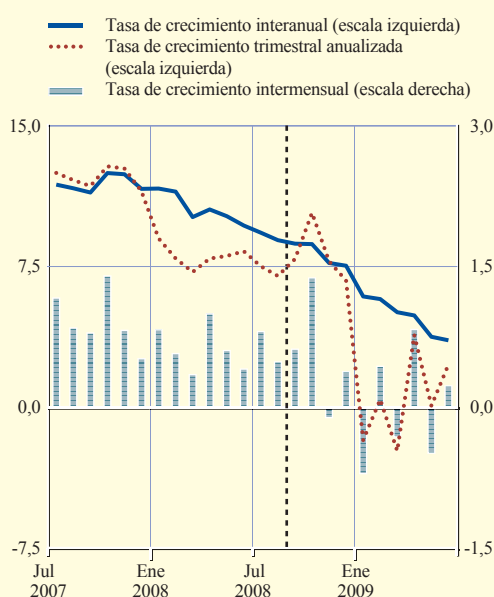
Tras la quiebra de Lehman Brothers y la intensificación de las turbulencias financieras en septiembre de 2008, la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio se redujo desde el 9,1% registrado en el tercer trimestre de 2008 hasta el 4,3% en el segundo trimestre de 2009, mientras que la de los préstamos al sector privado cayó desde el 9,1% hasta el 2,2%. Este descenso paralelo apuntó a una desaceleración más intensa que en el período anterior

del crecimiento monetario subyacente. Además, el efecto directo de la perturbación pasó a ser perceptible en otros componentes y contrapartidas, como los valores distintos de acciones de las IFM y las tendencias de este sector de este tipo de valores.

Al analizar si la intensificación de las turbulencias financieras supuso una ruptura en la tasa de crecimiento monetario observado y, en última instancia, de la subyacente, es posible que el carácter inherentemente retrospectivo de las tasas de crecimiento interanual no proporcione una descripción adecuada de los factores relevantes⁵. En tales circunstancias, puede que también sea conveniente analizar la evolución a más corto plazo, como la observada, por ejemplo, en la tasa de crecimiento trimestral anualizada. El gráfico 2 muestra que aunque la tasa de crecimiento interanual de M3 siguió descendiendo de manera continuada, la evolución a más corto plazo experimentó una acusada desaceleración tras la intensificación de las turbulencias. Desde noviembre de 2008, las tasas de crecimiento intermensual han fluctuado de manera bastante errática en torno a cero, indicando, en general, un estancamiento de la expansión monetaria que persistió hasta mediados de 2009. La tasa de crecimiento trimestral anualizada sirve para suavizar parte de esta volatilidad, mostrando con más claridad que la tasa de expansión monetaria fue inferior a la registrada antes de la quiebra de Lehman Brothers.

Gráfico 2 Evolución a más corto plazo de M3

(tasas de variación; datos desestacionalizados y ajustados de efecto calendario)



Fuente: BCE.

Nota: La línea vertical negra discontinua señala la intensificación de las turbulencias en los mercados financieros tras la quiebra de Lehman Brothers.

3 ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA DURANTE LAS TURBULENCIAS FINANCIERAS

3.1 EVOLUCIÓN MONETARIA OBSERVADA Y SUBYACENTE EN UN PERÍODO DE TURBULENCIAS FINANCIERAS

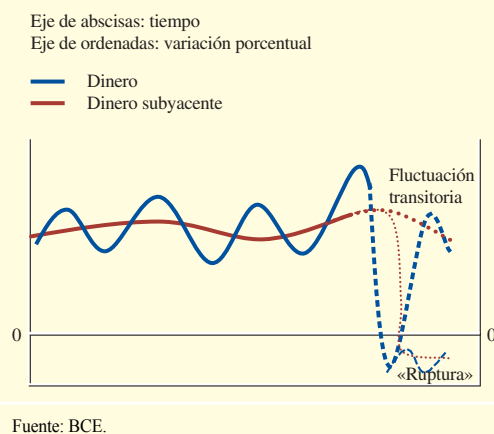
La intensificación de las turbulencias financieras en septiembre de 2008 planteó la posibilidad de que se hubiera producido un punto de inflexión en la evolución monetaria. El análisis monetario tuvo

5 En un entorno rápidamente cambiante, una tasa de crecimiento interanual puede considerarse una medida en cierto modo retrospectiva de la evolución, ya que compara una observación actual con la de un año antes, agregando con ello los cambios recientes y pasados con una ponderación similar. Al limitarse al pasado reciente, las medidas de la evolución a más corto plazo no plantean este problema, pero pueden estar sometidas a muchas más «interferencias».

que afrontar la necesidad de realizar un seguimiento y valorar en tiempo real si las fuertes fluctuaciones observadas en la evolución monetaria señalaban un episodio de corta duración o un cambio de régimen más duradero que conduciría a una situación deflacionaria. El gráfico 3 muestra este reto a nivel conceptual. En épocas «normales», la tasa subyacente de crecimiento monetario, que proporciona la señal pertinente de la existencia de riesgos para la estabilidad de precios, se mueve con lentitud, facilitando con ello la extracción de la señal. En un episodio de expansión pronunciada o recesión profunda, resulta más difícil realizar inferencia a partir de regularidades históricas pasadas. A partir de la información disponible en cada momento, el análisis monetario debe diferenciar si las fluctuaciones inusualmente acusadas registradas en el crecimiento monetario observado constituyen una «ruptura» en el crecimiento monetario subyacente —resultante de un ajuste agresivo y de carácter duradero de los balances por las entidades de crédito, las empresas y los hogares—, o un episodio que, posiblemente también como consecuencia del impacto de las intervenciones de los Gobiernos y de factores estabilizadores endógenos, será breve y no afectará al crecimiento monetario subyacente. En última instancia, esta valoración es necesaria para establecer si dicha evolución afecta a la economía real y a los precios.

El concepto de expansión monetaria subyacente va más allá del análisis de los saldos monetarios resultantes de consideraciones de carácter transitorio relacionadas con la renta, la configuración de los tipos de interés y la incertidumbre. La incertidumbre adicional existente en un período de turbulencias financieras hace que se plantee, por ejemplo, una cuestión analítica importante, como es determinar si se han producido desplazamientos de cartera extraordinarios hacia activos monetarios o fuera de estos ya que, en este caso, la información que proporciona la dinámica monetaria observada en relación a la evolución de los precios quedaría temporalmente diluida. Un análisis monetario detallado que estudie los componentes y los sectores individuales que integran el agregado monetario amplio desempeña un papel especialmente crucial en tal situación porque el im-

Gráfico 3 La señal monetaria en un período de turbulencias en los mercados financieros



pacto de la incertidumbre y de las variaciones en los tipos de interés suele reflejarse de manera muy distinta en los diferentes componentes y sectores. Por ejemplo, en el período en el que se registraron intensos desplazamientos de cartera relacionados con la incertidumbre imperante, entre 2001 y 2003, los instrumentos negociables de M3 absorbieron gran parte de estos desplazamientos y, por tanto, se les otorgó un menor peso al valorar la fortaleza del crecimiento monetario subyacente a partir de la evolución de M3. De igual modo, desde una perspectiva sectorial, los saldos monetarios de las empresas suelen mostrar un comportamiento cíclico más acusado que los de los hogares, lo que sugiere que a estos últimos se les puede conceder una ponderación mayor al calibrar la fuerza del crecimiento monetario subyacente a partir de la evolución de M3. Por tanto, un análisis monetario detallado debe tomar en consideración diferentes perspectivas para realizar una valoración del crecimiento monetario subyacente.

3.2 LA PERSPECTIVA SECTORIAL EN LA EVOLUCIÓN MONETARIA EN UN PERÍODO DE TURBULENCIAS FINANCIERAS

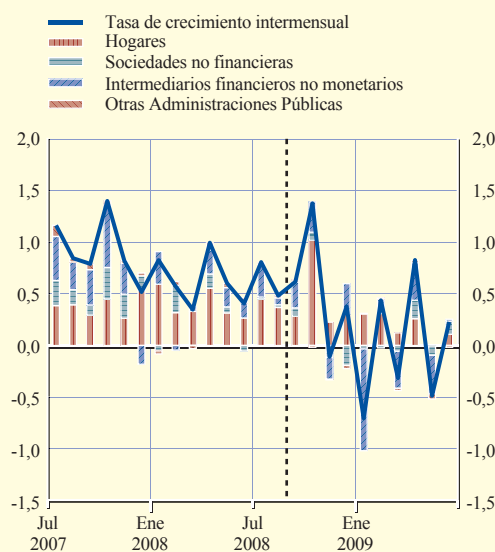
En esta sección se utiliza el detalle de los saldos monetarios de los sectores individuales obtenido de la evolución monetaria agregada para explicar cómo la perspectiva sectorial puede contribuir

a comprender mejor el impulso relativo de los factores que determinan la dinámica de M3 en su conjunto y, de este modo, ayudar a realizar una valoración de la evolución monetaria subyacente. El análisis por sectores puede ser especialmente informativo en el contexto de las turbulencias financieras recientes, ya que es muy probable que las diferencias normales que se registran en la demanda de activos monetarios de los sectores se hayan visto acentuadas por un entorno rápidamente cambiante. El gráfico 4 muestra las considerables diferencias observadas en la evolución monetaria de los sectores individuales. Los intermediarios financieros no monetarios contribuyeron de manera significativa y desproporcionada a la desaceleración del crecimiento de M3, mientras que el sector hogares continuó acumulando activos monetarios, aunque a un ritmo más moderado. En torno a finales de año, las sociedades no financieras se desprendieron de activos monetarios tras reducir la acumulación de reservas de liquidez que se produjo a partir de principios de 2008.

Las diferencias observadas en el comportamiento de los diversos sectores reflejan la distinta importancia relativa de los principales determinantes de los saldos monetarios, a saber, la actividad económica, la evolución de los tipos de interés y la incertidumbre⁶. Esto da lugar a diferencias en la velocidad y en la magnitud del ajuste ante cambios en los determinantes. Normalmente, los hogares ajustan sus saldos monetarios a la situación económica de manera lenta y constante, mientras que los saldos de los intermediarios financieros no monetarios son mucho más sensibles al ciclo económico y a variaciones en el rendimiento relativo⁷. Como el sector de sociedades no financieras incluye tanto a grandes empresas con prácticas de gestión del efectivo similares a las seguidas por las sociedades financieras como a empresas más pequeñas que son parecidas a los hogares en su grado de sofisticación financiera, el comportamiento de este sector en lo que respecta a los saldos monetarios se sitúa entre estos casos opuestos. Para analizar con más detalle las diferencias en la evolución monetaria por sectores, es necesario examinar los saldos monetarios en función de sus determinantes más importantes.

Gráfico 4 Detalle por sectores de la tasa de crecimiento intermensual de M3

(tasas de variación; contribuciones en puntos porcentuales; datos desestacionalizados y ajustados de efecto calendario)



Fuente: BCE.

Nota: La línea vertical negra discontinua señala la intensificación de las turbulencias en los mercados financieros tras la quiebra de Lehman Brothers.

EL PAPEL DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

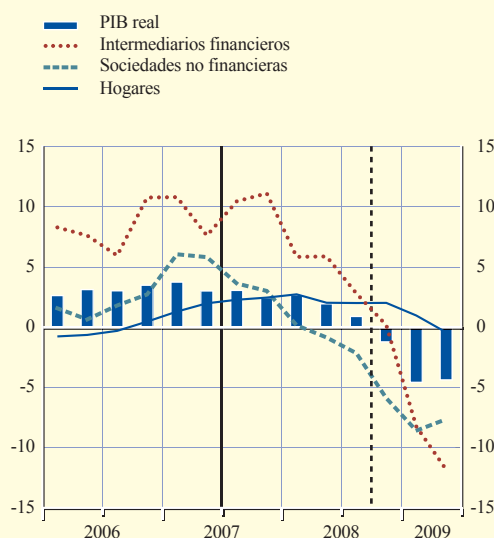
Las turbulencias financieras fueron acompañadas de una ralentización de la actividad económica en la zona del euro, que también se refleja en la moderación del crecimiento de los activos monetarios. Este efecto es especialmente perceptible en el crecimiento interanual de los saldos de M3 de las sociedades no financieras (véase gráfico 5), que tiende a estar determinado por la parte cíclica de la actividad económica general, medida, por ejemplo, por el valor añadido bruto. Los saldos de M3 de los hogares continuaron incrementándose a un ritmo vigoroso, en consonancia con el ajuste inercial a las condiciones

6 Véase el artículo titulado «Saldos monetarios por sectores: Factores determinantes y evolución reciente», en el Boletín Mensual de agosto de 2006.

7 Para un análisis comparativo de la demanda de dinero por sectores, véanse J. von Landesberger (2007), «Sectoral money demand models for the euro area based on a common set of determinants», Documento de Trabajo n.º 741. BCE; P. Jain y C.-G. Moon (1994), «Sectoral money demand: a co-integration approach», Review of Economics and Statistics, pp. 196-201; y A. Brigden, A. Chrystal y P. Mizen (2000), «Money, lending and spending: a study of the UK non-financial corporate sector and households», Bank of England Quarterly Bulletin, mayo, pp. 159-167.

Gráfico 5 Tendencias de M3 por sectores y PIB real

(tasas de variación interanual; datos desestacionalizados y ajustados de efecto calendario)



Fuentes: Estimaciones del BCE y Eurostat.

Notas: Las estimaciones de los saldos de M3 por sectores han sido corregidas por su media durante el período 1999-2009 con fines de presentación. Las líneas verticales señalan el inicio de las turbulencias en los mercados financieros (línea negra) y su intensificación tras la quiebra de Lehman Brothers (línea negra discontinua).

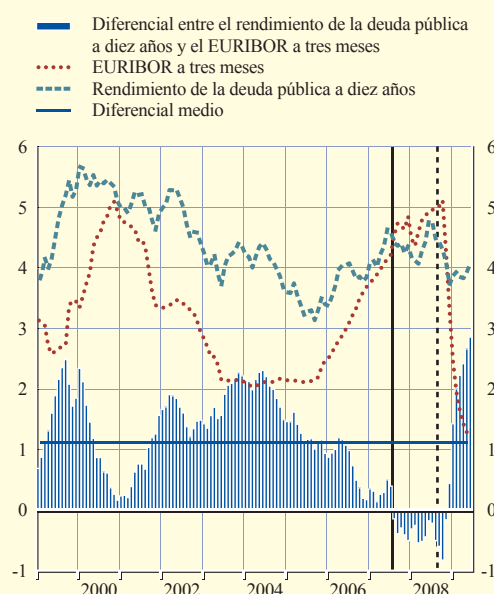
económicas que puede ser resultado de que la evolución de la renta disponible suele ser más estable que la de la actividad económica general.

EL PAPEL DE LA CONFIGURACIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS

La intensificación de las turbulencias y la decisiva reacción de la política monetaria provocaron una modificación sustancial de los tipos de interés y un aumento de la pendiente de la curva de tipos (véase gráfico 6). El consiguiente cambio del coste de oportunidad de mantener activos monetarios indujo a que se produjeran reestructuraciones de cartera hacia activos no monetarios, lo que moderó el crecimiento de M3. En particular, el crecimiento de los saldos monetarios de los intermediarios financieros que, en gran parte, se rige por las características de liquidez, rentabilidad y riesgo de una amplia variedad de activos, resultó notablemente afectado por esta nueva configuración de los tipos de interés⁸.

Gráfico 6 Tipos de interés a corto y a largo plazo

(en porcentaje; diferencial en puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y Reuters.

Nota: Las líneas verticales señalan el inicio de las turbulencias en los mercados financieros (línea negra) y su intensificación tras la quiebra de Lehman Brothers (línea negra discontinua).

Además, en los últimos meses, los tipos de interés de los depósitos a corto plazo han reaccionado con mucha más rapidez a la disminución de los tipos de interés del mercado monetario a corto plazo que los tipos aplicados a los préstamos a corto plazo. En consecuencia, algunas sociedades no financieras que, en el pasado, consideraron atractivo colocar en activos monetarios parte de los fondos que habían tomado prestados, acumulando con ello reservas de liquidez, han reaccionado a la nueva configuración de los tipos de interés recurriendo a estas reservas para reducir los préstamos que les habían concedido

⁸ La disminución de los saldos de M3 de los intermediarios financieros no monetarios en enero de 2009 resultó afectada por una operación exclusivamente financiera relacionada con la modificación de la estructura de los vehículos de financiación de un importante grupo bancario de la zona del euro, que se tradujo en una reducción de los depósitos a plazo de OIF incluidos en M3 y en un aumento proporcional de los depósitos a más largo plazo de este sector no incluidos en M3. La reducción sería menor si los datos se ajustan por el efecto de esta operación, pero todavía sería perceptible una disminución excepcional de activos monetarios por parte de este sector.

las IFM⁹. Por último, los saldos monetarios del sector hogares reaccionaron con lentitud a los cambios observados en los costes de oportunidad.

EL PAPEL DE LA INCERTIDUMBRE

Es posible que los determinantes de la demanda de dinero analizados anteriormente solo expliquen parcialmente el comportamiento de los hogares en lo que respecta a sus saldos de M3, ya que el mantenimiento de activos monetarios por motivo precaución también podría ser significativo. Las turbulencias financieras han aumentado la incertidumbre de los hogares sobre la evolución económica y financiera futura, lo que posiblemente incrementó los saldos monetarios por encima del nivel acorde con la evolución de la renta y de los tipos de interés¹⁰. Entre las medidas que son de utilidad para valorar el nivel de incertidumbre de este sector acerca del entorno económico se incluyen el nivel de desempleo y la confianza de los consumidores, que disminuyó de manera acusada en la zona del euro tras la quiebra de Lehman Brothers.

Por lo que se refiere a la importancia relativa de estos determinantes para la evolución monetaria, el análisis del período anterior al comienzo de las turbulencias financieras en agosto de 2007 sugiere que el impacto expansivo de los tipos de interés hizo que el crecimiento observado de M3 rebasara la tasa de crecimiento monetario subyacente¹¹. En el período posterior al inicio de las perturbaciones, entre agosto de 2007 y el final del tercer trimestre de 2008, la evolución monetaria se vio considerablemente afectada por reestructuraciones de cartera hacia activos monetarios motivadas por la configuración de los tipos de interés, más que por desplazamientos de cartera extraordinarios provocados por el aumento de la incertidumbre¹². No obstante, dado que ambos efectos habrían influido en el crecimiento monetario en la misma dirección en este período, es difícil diferenciar su impacto. Para el período posterior a la intensificación de las turbulencias en los mercados financieros a finales del tercer trimestre de 2008, el análisis tiende a indicar que se produjo un impacto más significativo relacionado con la confianza sobre los saldos de M3 de los hogares, perceptible, entre otros, en el acusado y excepcional aumento del efectivo en circulación. Sin embargo, este análisis también sugiere que este

posible efecto expansivo fue sobradamente compensado por un efecto a la baja notablemente más acusado derivado de la configuración de los tipos de interés, perceptible en las cuantiosas salidas observadas en los depósitos a corto plazo¹³. En general, durante las turbulencias financieras, los saldos monetarios por sectores se han ajustado como cabría esperar a partir de la evolución de sus principales determinantes y de regularidades históricas.

3.3 VALORACIÓN GENERAL DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

Durante el período de turbulencias financieras, es probable que la desaceleración observada en el crecimiento agregado de M3 haya sobrepasado el descenso de la tasa subyacente de expansión monetaria. El análisis detallado de los saldos monetarios por sectores ha demostrado que este descenso tuvo su origen en los sectores de sociedades financieras y sociedades no financieras, que se han visto afectadas de manera desproporcionada por las turbulencias. Al mismo tiempo, los saldos de M3 de los hogares, que presentan un vínculo más estrecho e inmediato con la inflación medida por los precios de consumo que los del sector empresas, siguen mostrando un crecimiento más resistente.

La agregación de la evolución monetaria en los distintos sectores o componentes hace que no se les preste

- 9 Para un análisis más detallado, véase el recuadro titulado «Algunas consideraciones respecto a los factores determinantes de las tenencias de depósitos de M3 de las sociedades no financieras», en el Boletín Mensual de julio de 2009.
- 10 Sobre la relación general entre los saldos monetarios y la incertidumbre, véase el artículo titulado «Demanda de dinero e incertidumbre», en el Boletín Mensual de octubre de 2005.
- 11 Para una valoración de los factores que influyeron en la evolución monetaria en el período anterior a las turbulencias financieras, véase el artículo titulado «Interpretación de la evolución monetaria desde mediados del año 2004», en el Boletín Mensual de julio de 2007.
- 12 Para más información sobre este análisis, véase el recuadro titulado «Seguimiento de los extraordinarios desplazamientos de cartera hacia activos monetarios durante el período de turbulencias financieras», en el Boletín Mensual de enero de 2009.
- 13 Las estimaciones sugieren que si la confianza de los consumidores no se hubiera modificado con respecto al nivel registrado en el tercer trimestre de 2008, el flujo de M3 de los hogares durante este período habría sido aproximadamente un 15% inferior. En cambio, el mismo marco indica que si la configuración de los tipos de interés se hubiera mantenido invariable, estos flujos habrían aumentado alrededor de un 45% durante este período.

la debida atención a elementos idiosincrásicos, y que se internalicen los efectos de sustitución, de forma que se observe la tendencia monetaria que proporciona la señal de la existencia de riesgos a medio y a largo plazo para la estabilidad de precios. El análisis que se presenta en este artículo indica que, aunque no puede excluirse la posibilidad de que se haya producido una «ruptura», es muy probable que la moderación de la tendencia monetaria haya sido menos acusada y brusca que la observada en la evolución monetaria. Por tanto, el análisis de la coyuntura monetaria apunta actualmente a unas presiones inflacionistas contenidas, pero no a una situación deflacionaria.

Una consideración adicional que se ha de tener presente al valorar las posibles consecuencias deflacionistas del acusado descenso observado en el crecimiento de M3 está relacionada con el nivel de liquidez monetaria que se ha acumulado en los últimos años. A este respecto cabe señalar que sería necesario un período prolongado de crecimiento monetario reducido, o incluso negativo, para corregir el exceso de saldos monetarios. No obstante esta posible corrección, la acumulación de liquidez existente en la zona de euro todavía estaría disponible cuando la economía y los mercados financieros se recuperen, y posteriormente podría dar lugar a un repunte de las presiones sobre los precios de consumo y los de los activos.

4 INTERPRETACIÓN DE LOS AGREGADOS DE PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS DURANTE LAS TURBULENCIAS FINANCIERAS

Durante el período de turbulencias financieras, la evolución de los agregados monetarios y del crédito en frecuencias cíclicas y más altas ha proporcionado información de utilidad sobre la disponibilidad de crédito para los hogares y las empresas y, más concretamente, sobre la cuestión de si las turbulencias han dificultado la disponibilidad de crédito bancario para los sectores no financieros más allá de un endurecimiento de las condiciones de financiación previsible como consecuencia de las fluctuaciones de la economía durante el ciclo económico. En la fase inicial de las perturbaciones, los datos sobre crédito no sugerían la existencia de dificultades, ya que el crecimiento interanual de los

préstamos al sector privado no financiero, y en particular a las sociedades no financieras, se mantuvo elevado. Sin embargo, se consideró que algunos factores económicos y estadísticos podrían estar ocultando el efecto de las turbulencias de los mercados financieros en la disponibilidad de financiación para los sectores no financieros.

El análisis monetario general que realiza el BCE permitió realizar una valoración del punto hasta el que estos factores fueron importantes en la zona del euro después del comienzo de las turbulencias financieras. Por ejemplo, en la fase inicial de las turbulencias, el persistente dinamismo de los préstamos al sector privado no financiero en la zona había sido resultado, en opinión de algunos analistas de los mercados financieros, de la supuesta disminución de la disponibilidad de financiación en los mercados para las sociedades no financieras, compensada con un aumento de la financiación bancaria, en parte mediante una mayor utilización de las líneas de crédito. En consecuencia, se consideró que los datos sobre los préstamos concedidos por las IFM a las empresas estaban afectados al alza por un efecto de sustitución, mientras que, de hecho, el total de la nueva financiación a disposición de las citadas sociedades se había estancado. Un análisis exhaustivo del volumen de financiación puesto a disposición de las sociedades no financieras aportó evidencia en contra de este argumento. Más concretamente, los datos a escala de la zona del euro apuntaban a una moderación limitada del flujo de financiación a este sector derivado de la evolución de la emisión de valores distintos de acciones y de acciones que, no obstante, no proporcionó margen para que se produjeran efectos de sustitución importantes.

Otra hipótesis que se consideró sugería que la fortaleza de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado no financiero era engañosa porque era resultado de efectos de «reintermediación». En el gráfico 7 se presenta una representación estilizada de las distintas posiciones del balance de las IFM que pueden haber tenido que acomodar estos efectos. Por ejemplo, esta hipótesis sostenía que, como consecuencia de la paralización del mercado de pagarés de empresa respaldados por activos, las entidades de crédito tendrían que prestar apoyo a los emisores

de estos instrumentos, como los «vehículos de inversión estructurada» (SIV), clasificados como OIF. Este apoyo podría plasmarse en préstamos o en la absorción de activos de los SIV previamente titulizados. En el balance de las IFM se reflejaría, en principio, en las posiciones de préstamos a OIF, valores distintos de acciones mantenidos en IFM o activos exteriores, pero los datos observados indicaban que el impacto fue insignificante, en el mejor de los casos.

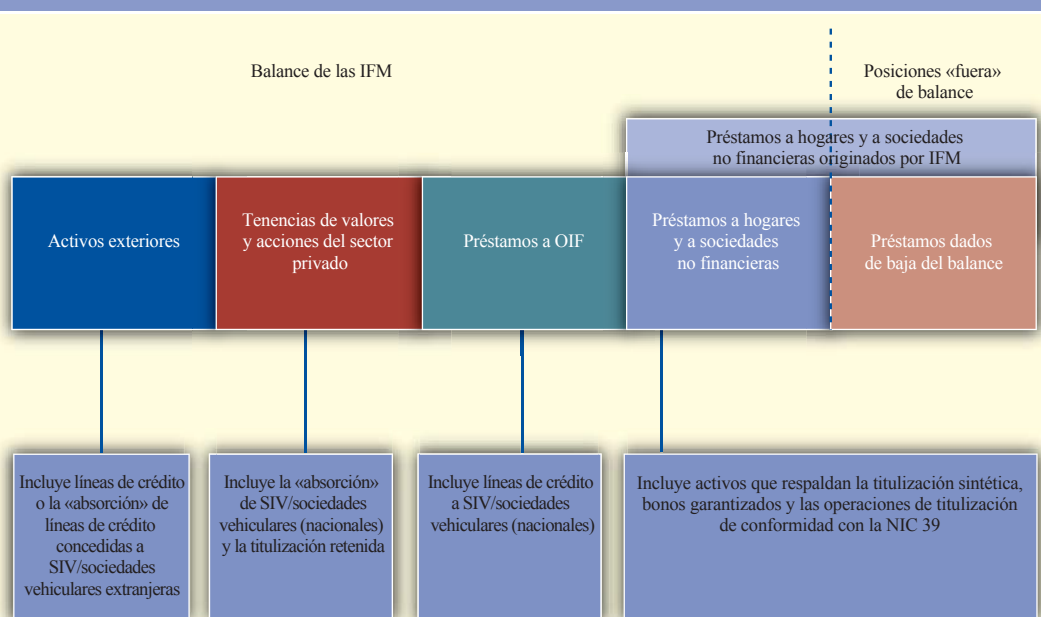
Además, es posible que los datos sobre préstamos estén distorsionados por la incapacidad de las entidades de crédito para dar de baja préstamos de su balance, dada la práctica paralización del mercado de titulizaciones¹⁴. En consecuencia, estos préstamos tuvieron que mantenerse en los balances de las entidades y, por tanto, incrementaron las cifras de préstamos y créditos. No obstante, el análisis institucional detallado realizado en el marco del análisis monetario puso de manifiesto que, debido a la aplicación de las Normas Internacionales de Información Financiera con fines de cumplimiento de las obligaciones de información estadística en algunos países de la zona del euro en los que principalmente prevalecían las

operaciones de titulización fuera de balance o real, la mayor parte de los préstamos vendidos en estas operaciones permaneció, en la práctica, en el balance de las entidades que los originaron¹⁵. En los países en los que las normas contables permitían la eliminación de préstamos de los balances, el flujo de préstamos dados de baja del balance con posterioridad a agosto de 2007 fue positivo, lo que también fue atribuible, en parte, a las «titulizaciones retenidas», en las que los valores emitidos en el contexto de

14 Para una explicación del efecto potencial de la titulización sobre los datos de préstamos de las IFM, véase el recuadro titulado «El impacto de la titulización de préstamos otorgados por las IFM en el análisis monetario de la zona del euro», en el Boletín Mensual de septiembre de 2005.

15 Según la norma de contabilidad aplicable (NIC 39, instrumentos financieros: reconocimiento y valoración), se han de cumplir una serie de condiciones específicas para que un activo se dé de baja del balance de una entidad informante, incluida la transferencia de prácticamente todos los riesgos y réditos vinculados al activo. En la práctica, en las operaciones de titulización fuera de balance o real, estos criterios rara vez se cumplen, ya que la entidad originadora suele mantener cierta vinculación, por ejemplo reteniendo el tramo subordinado de los valores emitidos. Véase también el recuadro titulado «La importancia de las normas contables para interpretar las estadísticas de préstamos de las IFM», en el Boletín Mensual de marzo de 2008.

Gráfico 7 Posiciones del activo de las IFM potencialmente afectadas por efectos relacionados con las turbulencias



Fuente: BCE.

la operación de titulización son adquiridos por las propias IFM. Considerando conjuntamente los dos casos, esta hipótesis no podía explicar la solidez de los préstamos y créditos otorgados al sector privado no financiero, que se consideró que era de carácter «genuino».

Tras la intensificación de las turbulencias financieras, la caída de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado no financiero se acentuó, y a mediados de 2009 se situó en niveles reducidos en términos históricos. Al valorar este descenso se ha de tener presente que también se ha producido una contracción excepcional de la actividad económica que en cualquier caso habría moderado la demanda de préstamos. A este respecto, pese a las presiones a las que se han visto sometidas las IFM durante las perturbaciones, la evolución observada hasta ahora en los préstamos por sectores ha demostrado ser acorde con regularidades históricas durante el ciclo económico¹⁶. Al mismo tiempo, es probable que las presiones sobre la situación del balance de las entidades de crédito hayan contribuido a la dinámica observada en los préstamos y créditos durante el período de turbulencias financieras.

Desde la perspectiva de la política monetaria, la diferenciación de los distintos factores que influyen en la evolución agregada de los préstamos facilita la identificación de las medidas de política monetaria necesarias, dado que la respuesta adecuada de esta política ante un descenso de la demanda de préstamos, un deterioro de los balances de los prestatarios y presiones relacionadas con los costes de financiación y disponibilidad de fondos de las entidades, puede ser sustancialmente diferente. Aunque la aplicación de recortes en los tipos de interés oficiales podría estar justificada en casos relacionados con la situación de los prestatarios, el suministro de un volumen de liquidez suficiente, posiblemente complementado con otras medidas de los Gobiernos, como avales para la deuda bancaria e inyecciones de capital, serían esenciales para contrarrestar un deterioro severo de los balances de los prestamistas.

Un reto especial consiste en calibrar la importancia de la evolución de la actividad económica general para los préstamos y créditos de las IFM en lo que

respecta a la demanda de préstamos y la solvencia de los prestatarios, por un lado, y a las presiones inminentes sobre las entidades de crédito en relación con sus costes de financiación y disponibilidad de fondos, por otro. Como todos estos factores están estrechamente relacionados y son interdependientes, no es posible establecer una distinción clara. Por ejemplo, los cambios registrados en la actividad económica también influyen en los costes de financiación y disponibilidad de fondos de las entidades, lo que puede afectar a su capacidad y a su disposición para conceder préstamos. Esto, a su vez, podría reflejarse en la aplicación de unas condiciones menos favorables para la concesión de préstamos, lo que induciría un descenso de la demanda. Dados los vínculos endógenos existentes entre los diferentes factores determinantes de los préstamos y créditos bancarios, los enfoques empíricos para diferenciarlos únicamente pueden servir de aproximación¹⁷.

5 INFORMACIÓN QUE APORTA EL ANÁLISIS MONETARIO EN RELACIÓN CON EL COMPORTAMIENTO DEL SECTOR BANCARIO

Para comprender bien los factores que influyen en el crédito bancario, es conveniente situar el análisis en un contexto más amplio y tomar también en consideración la detallada información disponible sobre la financiación y el desapalancamiento de las entidades de crédito obtenida del balance de las IFM y que se analiza habitualmente como parte del análisis monetario. En esta sección se consideran estos dos aspectos.

LA FINANCIACIÓN DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Para realizar un seguimiento de la financiación de las entidades de crédito, como se explica en el recuadro titulado «El enfoque agregado frente al enfoque

16 Véanse también los recuadros titulados «El patrón cíclico de los préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras en la zona del euro», en el Boletín Mensual de junio de 2007, y «Préstamos al sector privado no financiero durante el ciclo económico en la zona del euro», en el Boletín Mensual de octubre de 2009.

17 Para un debate detallado de la oferta de préstamos desde la perspectiva de la política monetaria, véase el artículo titulado «La política monetaria y la oferta de préstamos en la zona del euro», en el Boletín Mensual de octubre de 2009.

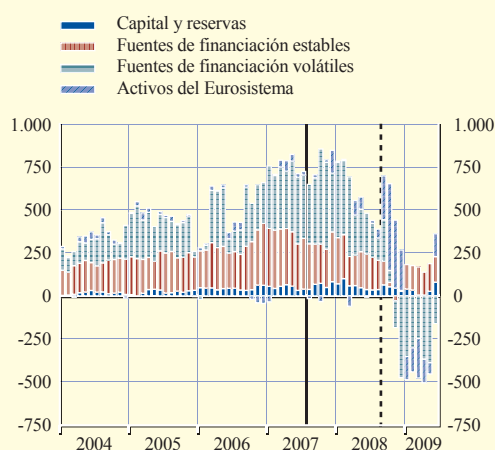
consolidado del balance de las IFM en el contexto de las turbulencias financieras», el enfoque agregado del balance de este sector tiene contenido informativo porque permite identificar las posiciones que mantienen frente a otras IFM. Este análisis detallado va más allá del seguimiento de los agregados monetarios, aunque forma parte integral del análisis monetario general que se realiza habitualmente.

Las entidades de crédito financian sus balances de manera estratificada, empezando por el capital y las reservas. Los depósitos y los valores distintos de acciones a largo plazo que mantienen el sector tenedor de dinero y los no residentes, en la medida en que son una fuente de financiación «estable» o a largo plazo, forman el siguiente nivel. Una última fuente de financiación incluye diversos pasivos a más corto plazo, como los valores distintos de acciones a corto plazo y los depósitos de intermediarios financieros no monetarios, que se contraen de manera dinámica para cubrir necesidades asociadas a los flujos de caja que se originan con rapidez y que tienden a ser «volátiles». En el gráfico 8 se presenta la evolución de estas fuentes de financiación y se muestra que antes del comienzo de las turbulencias, la volatilidad había pasado a desempeñar un papel dominante. Por ejemplo, las perturbaciones afectaron negativamente a la previsibilidad de los flujos de caja, lo que a su vez, generó necesidades de financiación adicional. En la fase inicial de las turbulencias, parece que esta demanda adicional se satisfizo a través de un mayor recurso a fuentes de financiación a corto plazo, y aunque la financiación de fuentes estables parece haber resistido bastante bien tras la quiebra de Lehman Brothers, no pudo ampliarse lo suficiente como para compensar la retirada de la financiación a corto plazo, lo que llevó a Eurosistema a intervenir y a proporcionar inmediatamente los fondos necesarios.

Otra opción para cubrir necesidades de financiación es liquidar activos ya existentes en lugar de contraer nuevos pasivos. En el período anterior al comienzo de las turbulencias, las ventas y las titulizaciones de activos se habían convertido en una fuente de financiación de creciente importancia. Las turbulencias en los mercados financieros provocaron la paralización de estos mercados. No obstante, la información obtenida de las estadísticas del

Gráfico 8 Principales pasivos de las entidades de crédito de la zona del euro

(flujos trimestrales en mm de euros; datos desestacionalizados y ajustados de efecto calendario)



Fuentes: BCE y estimaciones del BCE.

Notas: El sector informador comprende las IFM, excluido el Eurosistema. Entre las fuentes de financiación estables se incluyen los depósitos de los sectores no financieros, excluida la Administración Central, los depósitos a más largo plazo de los intermediarios financieros no monetarios, los depósitos de agentes no bancarios no residentes y los valores distintos de acciones a más de un año de las IFM. Las fuentes de financiación volátiles incluyen los depósitos de las IFM, excluido el Eurosistema, los depósitos a corto plazo de los intermediarios financieros no monetarios, los depósitos de las Administraciones Centrales, los depósitos de entidades de crédito no residentes y los valores distintos de acciones hasta un año de las IFM. La línea vertical señala el inicio de las turbulencias en los mercados financieros (línea negra) y su intensificación tras la quiebra de Lehman Brothers (línea negra discontinua).

balance de las IFM indica que las entidades de crédito continuaron titulizando activos para acumular activos de garantía admitidos en las operaciones del Eurosistema, lo que llevó a la «titulización retenida». La abundante financiación proporcionada por el Eurosistema también sustituyó, en cierta medida, a la financiación obtenida por las IFM a través de operaciones de titulización en los mercados. El análisis monetario identificó el carácter cambiante de estas operaciones¹⁸, que se refleja en el hecho de que, durante el período de turbulencias en los mercados financieros, las adquisiciones de las IFM de valores emitidos por OIF se situaron muy próximas a una medida *proxy* de las actividades de titulización, mientras que en el período anterior, cuando los mercados todavía estaban activos, había

18 Véase el recuadro titulado «El impacto de la titulización fuera de balance o real tradicional sobre la evolución reciente de los préstamos concedidos por las IFM», en el Boletín Mensual de septiembre de 2008.

una discrepancia visible, ya que las adquisiciones de las IFM fueron inferiores al flujo de titulizaciones (véase gráfico 9).

Tras la intensificación de las turbulencias, la financiación de las entidades de crédito también se vio facilitada por las medidas adoptadas por los Gobiernos de la zona del euro que, entre otras, establecieron programas de avales para los valores distintos de acciones de las IFM¹⁹. Los gráficos 10 y 11 muestran que la concesión de avales públicos para los valores de renta fija bancarios ha favorecido la emisión de valores distintos de acciones por parte de las entidades de crédito, tanto a corto como a largo plazo. Algunos de estos valores han sido adquiridos por las propias IFM, mientras que las instituciones financieras no monetarias, tanto residentes como no residentes en la zona del euro, han reducido sus tenencias. Esto sugeriría que un grupo de entidades se ha beneficiado de la introducción de esta medida. No obstante, en el período transcurrido

desde octubre de 2008, la financiación de las entidades de crédito de la zona del euro mediante la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo por las IFM a las instituciones financieras no monetarias ha sido negativa, y sólo ligeramente positiva para los valores a más largo plazo.

En general, las entidades de crédito han afrontado retos importantes en la financiación de sus abultados balances a medida que las fuentes de financiación volátiles sustentadas en los mercados y en el sector financiero se han agotado. Al mismo tiempo, fuentes más estables en forma de depósitos de los hogares y de las sociedades no financieras han continuado respaldando el crédito a la economía de la zona del euro.

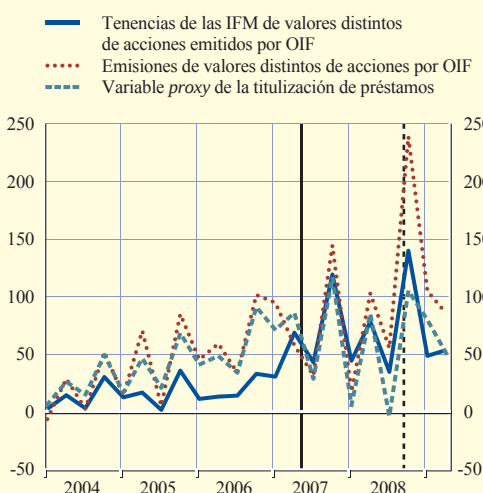
EL PROCESO DE DESAPALANCAMIENTO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Un aspecto importante de las turbulencias financieras han sido las presiones que han generado sobre el nivel de capital de las entidades de crédito, por ejemplo como consecuencia de movimientos adversos de los precios de los activos y de insolvencias. Junto con las presiones de financiación, las tensiones relacionadas con el nivel de capital han hecho necesario cierto «desapalancamiento», al menos en algunas entidades. Este proceso puede abarcar diversas estrategias, centradas tanto en el activo como en el pasivo del balance de las entidades.

Por el lado del pasivo, estas estrategias pueden conllevar, entre otras medidas, ampliaciones de capital. Como se ve en el gráfico 8, los flujos hacia el capital y las reservas han aumentado. Los Gobiernos de la zona del euro han apoyado la recapitalización de las entidades de crédito a través de inyecciones de capital. Al mismo tiempo, la evidencia indica que las entidades de crédito de la zona han conseguido incrementar el capital y las reservas por encima de las inyecciones de capital público, bien mediante la captación de capital de agentes no bancarios o porque han mantenido su rentabilidad.

Gráfico 9 Operaciones de titulización en la zona del euro

(flujos trimestrales en mm de euros; datos sin desestacionalizar y sin ajustar de efecto calendario)



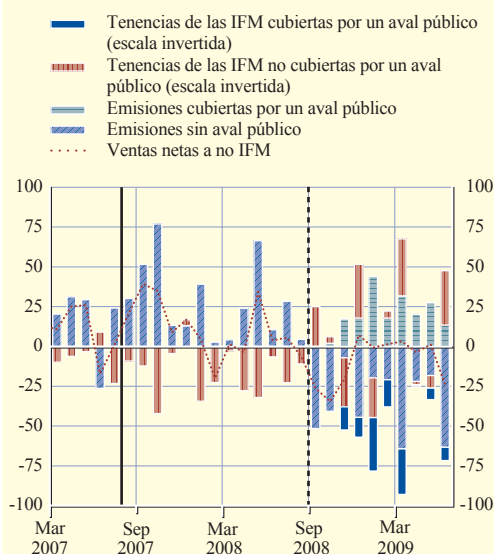
Fuente: BCE.

Notas: La variable proxy de la titulización de préstamos incluye la eliminación de préstamos del balance y los depósitos a más de un año mantenidos por OIF. Estos últimos suelen representar la contabilización de los fondos captados en las operaciones de titulización que no se han dado de baja del balance. Las líneas verticales señalan el inicio de las turbulencias en los mercados financieros (línea negra) y su intensificación tras la quiebra de Lehman Brothers (línea negra discontinua).

19 Véase el recuadro titulado «¿Cómo quedan reflejadas en el balance de las entidades de crédito de la zona del euro las medidas de los Gobiernos en apoyo del sistema financiero?», en el Boletín Mensual de abril de 2009.

Gráfico 10 Emisiones y adquisiciones de valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM

(flujos en mm de euros; datos sin desestacionalizar y sin ajustar de efecto calendario)

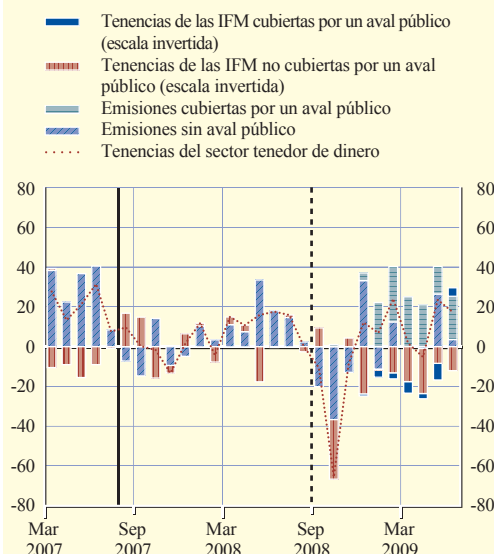


Fuentes: BCE y estimaciones del BCE.

Nota: Las líneas verticales señalan el inicio de las turbulencias en los mercados financieros (línea negra) y su intensificación tras la quiebra de Lehman Brothers (línea negra discontinua).

Gráfico 11 Emisiones y adquisiciones de valores distintos de acciones a más largo plazo de las IFM

(flujos en mm de euros; datos sin desestacionalizar y sin ajustar de efecto calendario)



Fuente: BCE.

Nota: Las líneas verticales señalan el inicio de las turbulencias en los mercados financieros (línea negra) y su intensificación tras la quiebra de Lehman Brothers (línea negra discontinua).

Por el lado del activo, entre las estrategias de desapalancamiento se incluye la venta de activos secundarios y la dilución de la concentración de activos de riesgo. Es probable que las entidades de crédito lleven a cabo el desapalancamiento necesario a través de un «orden de preferencia» de activos²⁰. Según el criterio del orden de preferencia, los activos a corto plazo se liquidan primero, seguidos de los préstamos concedidos a entidades de crédito extranjeras, mientras que los activos a largo plazo se liquidan en último lugar²¹.

- 20 Sobre el «orden de preferencia» en la liquidación de activos, véase F. Allen y D. Gale (2000), «Financial contagion», *Journal of Political Economy*, vol. 108, n.º 1, pp. 1-33. La idea de un orden de preferencia también está implícita en la literatura sobre el canal del crédito bancario, que considera que los activos de los balances bancarios son sustitutos imperfectos; véase, por ejemplo, B. Bernanke y A. Blinder (1988), «Credit, money, and aggregate demand», *American Economic Review*, vol. 78, n.º 2, pp. 435-439.
- 21 Para un análisis de los costes de la liquidación prematura, véanse A. Shleifer y R. Vishny (1992), «Liquidation values and debt capacity: a market equilibrium approach», *Journal of Finance*, vol. 47, septiembre, pp. 1343-66 y F. Allen y D. Gale (1998), «Optimal financial crises», *Journal of Finance*, vol. 53, agosto, pp. 1245-84.

Recuadro**EL ENFOQUE AGREGADO FRENTE AL ENFOQUE CONSOLIDADO DEL BALANCE DE LAS IFM EN EL CONTEXTO DE LAS TURBULENCIAS FINANCIERAS**

El análisis monetario del BCE se basa en las estadísticas del balance de las IFM de la zona del euro. Dos presentaciones del citado balance que son objeto de seguimiento como parte del análisis monetario del BCE, el balance consolidado y el balance agregado del sector de las IFM, han demostrado ser informativas y se presentan en este recuadro.

El balance consolidado del sector de las IFM compensa posiciones entre IFM a partir de la suma de los balances de todas las instituciones financieras monetarias de la zona del euro, con el fin de centrar la atención en el crédito total concedido a las instituciones financieras no monetarias y en la financiación recibida de estas últimas. No obstante, en el contexto de las turbulencias financieras, son precisamente las posiciones entre IFM las que han resultado tener interés analítico, y esto ha llevado a prestar mayor atención al balance agregado de las IFM.

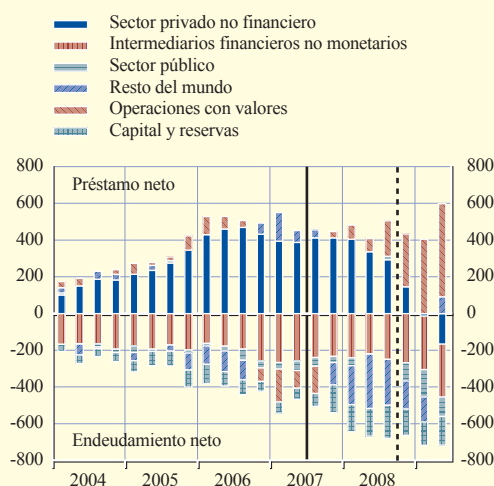
Para ilustrar el papel de intermediación del sector de las IFM de la zona del euro, en el gráfico se presenta, utilizando el balance consolidado de las IFM, el préstamo neto (medido por la diferencia entre los préstamos concedidos y los depósitos recibidos) del sector de las IFM frente a sus principales contrapartidas. El gráfico muestra que las IFM de la zona del euro principalmente prestan fondos al sector privado no financiero y financian este negocio a través de los depósitos captados de intermediarios financieros no monetarios y de las Administraciones Públicas, así como de la emisión de capital y reservas. La financiación obtenida del resto del mundo y la financiación neta en valores (tenencias menos emisiones) tienden a actuar como elementos compensatorios.

El análisis realizado recientemente por Shin¹ ha puesto de relieve la importancia de las dos presentaciones del balance para comprender, a nivel conceptual, los mecanismos que determinan la oferta de crédito de las entidades de crédito al sector no financiero. Este análisis subraya la interacción de tres características del sector bancario. La primera es la distribución del capital por todo el sistema bancario. La segunda es la distribución del apalancamiento (definido como los activos totales en relación con el capital). El crédito total al sector no financiero aumenta cuando se incrementa el capital y el apalancamiento. La tercera característica determinante de la oferta de crédito de las entidades, como se considera en este análisis, es la estructura de vínculos resultante de las posiciones intra-IFM, ya que el activo de una entidad representará un pasivo de otra. Dada la reciprocidad de los activos interbancarios, para que el sistema bancario preste más fondos a agentes no bancarios en términos agregados, tiene que tomar más fondos prestados de agentes no bancarios.

Es importante observar que las ratios de apalancamiento de las entidades individuales pueden aumentar (o disminuir) paralelamente sin que se modifique la ratio de apalancamiento del sector bancario en su conjunto. Ciertamente, los balances de las entidades de crédito pueden expandirse o contraerse en la medida en que las entidades ajustan su capacidad o necesidad de financiación en el interbancario, pero esto no modificará la ratio de apalancamiento a escala consolidada ni a la relación entre la financiación obtenida y otorgada a las instituciones financieras no monetarias. Sin embargo,

Préstamo neto de las IFM de la zona del euro frente a los principales sectores económicos

(flujos anuales en mm de euros; datos sin desestacionalizar y sin ajustar de efecto calendario)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: «Operaciones con valores» representa la posición neta entre valores mantenidos y emitidos por entidades de crédito, excluidos capital y reservas. Los «intermediarios financieros no monetarios» comprenden las empresas de seguros, los fondos de pensiones y otros intermediarios financieros no monetarios. Las líneas verticales señalan el inicio de las turbulencias en los mercados financieros (línea negra) y su intensificación tras la quiebra de Lehman Brothers (línea negra discontinua).

1 H. Shin (2009), «Securitisation and financial stability», *The Economic Journal*, 199, marzo, pp. 309-332.

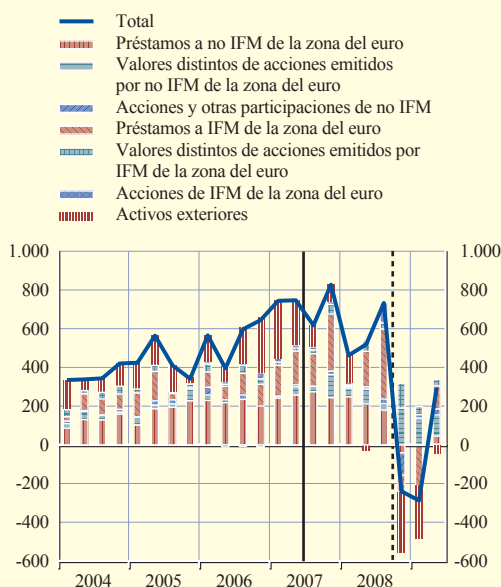
la aparición de restricciones en los préstamos interbancarios para entidades que son prestatarias netas de las instituciones financieras no monetarias obstaculizará la redistribución eficiente a través del sistema bancario de financiación proporcionada por las instituciones financieras no monetarias a otras entidades de crédito.

Tras la intensificación de las turbulencias, la evolución del balance agregado de las IFM de la zona del euro sugiere que han reducido principalmente las posiciones frente a IFM de la zona del euro (véase gráfico 12) y frente a entidades de crédito no residentes (véase gráfico 13). Desde una perspectiva consolidada, un aspecto importante es el hecho de que la expansión del balance está determinada por el volumen de pasivos de las IFM que mantienen agentes no bancarios, del cual el agregado monetario amplio M3 asciende a un 30% y se mantiene estable². Por consiguiente, el análisis monetario «tradicional» que se centra en la evolución de M3 puede proporcionar información valiosa sobre el proceso de desapalancamiento en el sector bancario, como se analiza en la literatura más reciente sobre este tema.

2 Esta ratio se calcula como M3 menos el efectivo en circulación y las participaciones en fondos del mercado monetario en relación con los pasivos totales (haciendo abstracción de otros pasivos) de entidades de crédito.

Gráfico 12 Principales activos de las entidades de crédito de la zona del euro

(flujos trimestrales en mm de euros; datos desestacionalizados y ajustados de efecto calendario)



Fuentes: BCE y estimaciones del BCE.

Nota: Las líneas verticales señalan el inicio de las turbulencias en los mercados financieros (línea negra) y su intensificación tras la quiebra de Lehman Brothers (línea negra discontinua).

maniobra para eliminar préstamos de sus balances. Por tanto, la reducción de los préstamos que mantienen las entidades de crédito sería resultado, principalmente, de la no concesión de nuevos préstamos y de la devolución de préstamos ya existentes.

El modelo bancario de la zona del euro tiene algunas características que pueden añadir una inercia adicional a la evolución de los préstamos. A este respecto, una característica importante es el crédito relacional, ya que las entidades de crédito tendrán en cuenta las relaciones de largo plazo con los clientes al considerar si reducen su negocio crediticio.

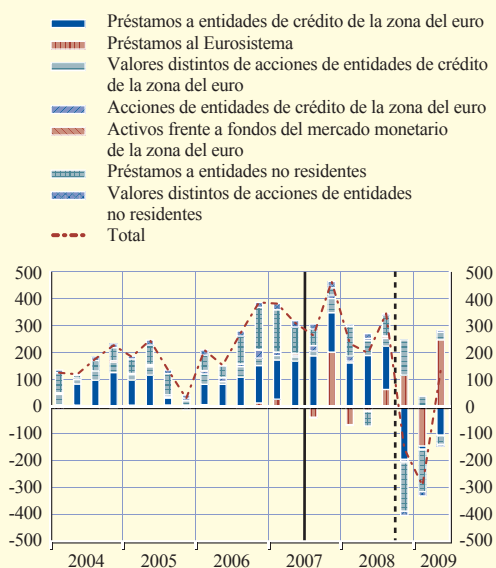
En la fase inicial de las turbulencias financieras, se observó una moderación general del ritmo de acumulación de activos por parte de las entidades de crédito (véase gráfico 12), y el crecimiento del crédito al sector de instituciones financieras no monetarias disminuyó tras haber registrado un máximo en el tercer trimestre de 2007, aunque se mantuvo en un nivel relativamente elevado. Entre otras medidas, las entidades de crédito también redujeron la expansión de sus activos exteriores²². A partir del cuarto trimestre de 2008, tras la inten-

Como los préstamos son activos bastante ilíquidos, particularmente en un entorno de paralización de los mercados de titulización y sindicación, aunque las entidades quisieran, tendrían escaso margen de

22 Para un análisis de la evolución de los balances de las entidades de crédito desde el inicio de las turbulencias hasta el tercer trimestre de 2008, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los balances de las entidades de crédito de la zona del euro», en el Boletín Mensual de diciembre de 2008.

Gráfico 13 Activos de las entidades de crédito de la zona del euro frente a otras IFM

(flujos trimestrales en mm de euros; datos desestacionalizados y ajustados de efecto calendario)



Fuentes: BCE y estimaciones del BCE.

Nota: Las líneas verticales señalan el inicio de las turbulencias en los mercados financieros (línea negra) y su intensificación tras la quiebra de Lehman Brothers (línea negra discontinua).

sificación de las turbulencias, los ajustes de los balances fueron más pronunciados. El endeudamiento de las instituciones financieras no monetarias de la zona del euro cayó de manera apreciable. No obstante, el descenso del flujo de préstamos a las citadas instituciones, que se muestra en el gráfico 12, está sobrevalorado, ya que las entidades de crédito dieron de baja de su balance muchos préstamos en las operaciones de titulización (véase gráfico 9), que permanecieron retenidos y que, por tanto, se tradujeron en un aumento de los flujos de valores distintos de acciones emitidos por instituciones financieras no monetarias mantenidos en entidades de crédito. Además, las IFM han adquirido cantidades considerables de bonos emitidos por los Gobiernos. Estas adquisiciones se vieron favorecidas por consideraciones específicas relativas a los tipos de interés y a los riesgos asociados a las turbulencias financieras²³. La evidencia más reseñable del ajuste es la considerable reducción de los activos exteriores, que en gran parte es atribuible a la disminución de las tenen-

cias frente a entidades de crédito no residentes ubicadas en importantes centros financieros.

El crédito concedido por las entidades de crédito a IFM residentes, que en su mayor parte suele ser a corto plazo, también experimentó una acusada contracción²⁴. No obstante, este descenso aparece infravalorado en el gráfico 12, debido al fuerte aumento de los activos de entidades de crédito de la zona del euro frente al Eurosistema, que también se incluyen en esta posición. El aumento fue paralelo a la provisión de volúmenes sustanciales de liquidez por parte del Eurosistema, ya que algunas entidades acumularon liquidez en sus cuentas en el Eurosistema²⁵. Este efecto se muestra en el gráfico 13, en el que se presenta un detalle de las operaciones de las entidades de crédito con IFM residentes y entidades no residentes. En el gráfico también se ve la reducción general registrada en las distintas clases de activos y por tipo de residencia de los activos frente a otras entidades de crédito²⁶. Esta contracción de las tenencias de activos es la señal más perceptible de la reducción del balance por parte de las entidades de la zona del euro.

En general, la desaceleración observada hasta ahora en los préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras ha demostrado ser acorde con regularidades históricas durante el ciclo económico, reflejando la acusada desaceleración de la actividad económica. Al mismo tiempo, los factores relacionados con la financiación y los niveles de capital de las entidades de crédito les están obligando a ajustar el tamaño y la composición de su balance, lo que, no obstante, ha sido perceptible, fundamentalmente, en las reducciones de activos frente a otras entidades de crédito residentes y no residentes.

23 Para un análisis detallado, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de la adquisición de deuda pública de la zona del euro por parte de las IFM», en el Boletín Mensual de junio de 2009.

24 Para más información sobre la estructura de vencimientos del mercado monetario de la zona del euro, véase BCE, «Euro money market survey», septiembre de 2008.

25 El marco operativo del Eurosistema garantiza que una inyección de liquidez quede reflejada en los pasivos de las entidades de crédito frente al Eurosistema; véase el recuadro titulado «Impacto de la primera operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año», en el Boletín Mensual de agosto de 2009.

26 Las adquisiciones de valores distintos de acciones de las IFM incluyen bonos garantizados por el Gobierno y bonos no garantizados; para una información más detallada, véanse los gráficos 10 y 11.

6 CONCLUSIONES

Los retos analíticos planteados por las turbulencias financieras han puesto de relieve la importancia de un análisis monetario que combina la información basada en modelos con la información obtenida del análisis institucional. Esta última se basa en un conocimiento exhaustivo de los distintos factores que influyen en la evolución del balance de las IFM y es necesaria para valorar adecuadamente la dinámica del agregado monetario amplio y de los agregados crediticios, así como sus consecuencias para la situación macroeconómica en tiempo real. En el contexto de las turbulencias financieras se ha constatado que muchos de los aspectos de la evolución monetaria que suelen considerarse «interferencias» en los datos porque carecen de un vínculo inmediato con los riesgos para la estabilidad de precios, proporcionan información relevante sobre las cuestiones relacionadas con la detección de rupturas en las tendencias monetarias, con los cambios en las condiciones de financiación durante el ciclo económico y con los ajustes que se están produciendo en el sector bancario.

Por lo que respecta a estas preguntas, las conclusiones del análisis monetario durante las turbulencias han sido que, en primer lugar, aunque no puede descartarse completamente la posibilidad de que se haya producido una «ruptura», la moderación observada en la tendencia monetaria ha sido menos pronunciada que la del crecimiento de M3, y apunta a la existencia de presiones inflacionistas

moderadas, pero no a una situación deflacionaria; en segundo lugar, el crecimiento de los préstamos ha sido de carácter predominantemente genuino y, en tercer lugar, las entidades de crédito han ajustado el tamaño y la composición de sus balances, fundamentalmente mediante reducciones de activos frente a otras entidades de crédito residentes y no residentes. La obtención de esta información adicional no exigió modificar la manera en que se realiza el análisis monetario, sino simplemente un aprovechamiento más exhaustivo de toda la información que se genera regularmente.

La necesidad de obtener un conjunto más amplio de conocimientos seguirá siendo un rasgo destacado del análisis monetario, como sucedió, por ejemplo, durante el período en el que se registraron desplazamientos de cartera extraordinarios hacia M3 entre 2001 y 2003, y más recientemente, durante los episodios de turbulencias financieras. A este respecto, cuando hayan disminuido las turbulencias, será necesario valorar si el comportamiento de las entidades de crédito, así como el de los hogares y las empresas, ha cambiado como consecuencia de su experiencia reciente o de cualquier cambio potencial en el marco regulador o en el gobierno corporativo. El detallado análisis institucional realizado en el marco del análisis monetario del BCE ayudará a identificar estos cambios de comportamiento y sus consecuencias para la relación entre el dinero y los agregados crediticios, por un lado, y los precios de consumo, los precios de los activos y la actividad económica, por otro.

