

ARTÍCULOS

LA INTERACCIÓN DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS Y SU IMPACTO EN EL ANÁLISIS MONETARIO



Desde el inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria, la intermediación financiera ha evolucionado, tanto por su tamaño como por su complejidad. El balance financiero de casi todos los sectores de la zona del euro ha crecido a un ritmo más rápido que la actividad económica, habiéndose producido los incrementos más grandes dentro del sector financiero. Todo ello apunta a un entorno de intensificación de la intermediación financiera en la economía con implicaciones para los canales a través de los cuales el crecimiento monetario señala riesgos para la inflación y de la anticipación con que se producen estas señales. En el presente artículo se analizan el papel y el cambio en los patrones de la intermediación financiera en la zona del euro y se examinan las implicaciones para la ejecución del análisis monetario.

I INTRODUCCIÓN

La estrategia de política monetaria del BCE asigna un papel destacado al análisis monetario, reconociendo la robusta relación que existe entre el crecimiento de los agregados monetarios y la inflación en el medio a largo plazo¹. Mientras que la relación a largo plazo entre estas dos variables está bien documentada tanto en el tiempo como en los distintos regímenes de política y las diferentes regiones, el período de adelanto del dinero respecto a la inflación refleja desfases largos y variables². La variabilidad de este período hunde sus raíces en la compleja interacción entre el dinero, la economía real y los mercados de activos, basada en parte en la innovación financiera en productos, procesos e instituciones, pero también como resultado de un aumento de los niveles de interconexión a escala mundial³. Por ejemplo, el rápido proceso de innovación, combinado con una mayor acumulación de riqueza en una sociedad en proceso de envejecimiento, ha dado lugar a una intensificación del proceso de intermediación financiera y a un fortalecimiento de la relación entre la evolución monetaria y los precios de los activos. Ello ha afectado a la importancia de los distintos canales a través de los cuales el mayor crecimiento de los agregados monetarios puede traducirse en riesgos para la inflación y requiere información detallada, así como una comprensión cabal de los cambios en la estructura financiera.

En el presente artículo se describe la evolución del entorno de la intermediación financiera y se ilustran sus implicaciones para el análisis monetario. En la sección 2 se examinan el papel, la evolución y el estado actual de la intermediación financiera

en la zona del euro. En la sección 3 se analizan los datos disponibles para obtener información sobre las interrelaciones y los riesgos del balance entre los sectores institucionales. En la sección 4 se analiza el efecto de un entorno financiero cada vez más complejo en la tarea de extraer señales para la inflación a partir de la evolución monetaria. Las conclusiones se presentan en la sección 5.

2 EVOLUCIÓN DE LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA EN LA ZONA DEL EURO

En esta sección se describe el estado actual de la intermediación financiera en la zona del euro, así como su evolución desde 1999. En primer lugar, se examina la intermediación financiera en un marco conceptual y, a continuación, la evolución de los balances de los sectores institucionales de la zona del euro.

FUNCIONES DE LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA

Las preferencias de los agentes sobre cómo usar sus recursos varían. Los ahorradores muestran una preferencia por reservar recursos para consumir en el futuro, mientras que los prestatarios preferirían incrementar su consumo actual o invertir en proyectos que produzcan un mayor rendimiento en el futuro. Normalmente, a los ahorradores les gustaría tener un acceso fácil a sus

1 Véase, por ejemplo, L. Papademos y J. Stark (eds.), *Enhancing Monetary Analysis*, BCE, Fráncfort del Meno, 2010.

2 Véase, por ejemplo, L. Benati, «Long-run evidence on money growth and inflation», *Working Paper Series*, n.º 1027, BCE, Fráncfort del Meno, marzo de 2009.

3 Véase el artículo titulado «La oferta monetaria – comportamiento bancario e implicaciones para el análisis monetario», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, octubre de 2011.

ahorros en cualquier momento, mientras que los prestatarios probablemente prefieran la financiación a largo plazo. Conciliar los diferentes deseos de ahorradores y prestatarios en términos de vencimiento y rendimientos es uno de los objetivos del proceso de intermediación financiera⁴. Los intermediarios financieros desempeñan varios servicios: i) *la transformación de los vencimientos*, que, tal como se describe, es quizás el más obvio; ii) *la transformación de la denominación*, en virtud de la cual, por ejemplo, las pequeñas participaciones en fondos de inversión permiten a los hogares acceder a activos de elevado valor; iii) *el seguimiento y el procesamiento de la información*, en virtud de los cuales, el intermediario financiero actúa como un vigilante delegado en nombre de los ahorradores, además de realizar la costosa función de recopilación de información en nombre de los pequeños inversores; iv) *servicios de pago*, dado que facilitan el intercambio y el pago de bienes y servicios entre agentes; v) *transformación de la liquidez*, que se refiere, por ejemplo, a la transformación de los préstamos ilíquidos en un bono de titulización de activos líquido (ABS); vi) *reducción de los costes de transacción*, ya que los intermediarios financieros explotan las economías de escala para realizar transacciones financieras a precios marginales más bajos que los pequeños inversores.

Más allá de esta capacidad para llevar a cabo las tareas antes descritas, que en la mayoría de los casos pueden ser realizadas por varios tipos de intermediarios financieros, hay que distinguir claramente entre intermediarios financieros monetarios y no monetarios. Los primeros, como las entidades de crédito, son los únicos intermediarios capaces de crear dinero y liquidez monetaria⁵.

LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA EN LA ZONA DEL EURO

El intercambio financiero entre ahorradores y prestatarios en la zona del euro se canaliza bien directamente a través de los mercados financieros o bien indirectamente a través de amplios grupos de intermediarios financieros, a saber, instituciones financieras monetarias (IFM), empresas de seguros y fondos de pensiones e intermediarios financieros no monetarios distintos de empresas de seguros y fondos de pensiones, que se conocen como otros intermediarios financieros (OFI). En el recuadro 1 se presenta una breve descripción de los diversos intermediarios financieros de la zona del euro.

4 Véanse, por ejemplo, en X. Freixas y J-C Rochet, *Microeconomics of Banking*, 2nd edition, MIT press, Cambridge, Massachusetts, 2008, algunos ejemplos de cómo la intermediación financiera puede corregir los fallos de los mercados.

5 Véase el artículo titulado «La oferta monetaria – comportamiento bancario e implicaciones para el análisis monetario», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, octubre de 2011.

Recuadro I

INTERMEDIARIOS FINANCIEROS OPERANTES EN LA ZONA DEL EURO

Los distintos tipos de intermediarios financieros operantes en la zona del euro prestan uno o varios de los servicios descritos anteriormente, dependiendo de su función principal. En este recuadro se describe brevemente el funcionamiento de los servicios prestados por los distintos tipos de intermediarios, utilizando la clasificación del Sistema Europeo de Cuentas (SEC 95)¹.

INSTITUCIONES FINANCIERAS MONETARIAS (IFM)

Entidades de crédito

Aunque las entidades de crédito (o bancos) prestan la mayor parte o la totalidad de los servicios descritos con anterioridad, la característica que distingue a estas entidades es que se especializan

1 El SEC 95 es una norma estadística que contiene clasificaciones armonizadas de los sectores económicos dentro de la Unión Europea.

simultáneamente en la transformación de vencimientos y en la provisión de liquidez, gracias a su capacidad para financiar los préstamos a largo plazo mediante la captación de depósitos a corto plazo. Esta especialización supone una inestabilidad inherente al negocio bancario. Las entidades de crédito mantienen su capacidad para prestar fondos a los prestatarios únicamente en tanto en cuanto los depositantes estén seguros de que podrán retirar sus depósitos en cualquier momento. Además de la transformación de vencimientos, las entidades bancarias prestan servicios de pago mediante cheques, tarjetas de débito o tarjetas de crédito, por ejemplo, y, por tanto, desempeñan un papel esencial a la hora de facilitar el funcionamiento fluido de las compras diarias de bienes y servicios. En la zona del euro había 6.230 entidades de crédito a finales de noviembre de 2011.

El Eurosistema

El Eurosistema está integrado por el BCE y los bancos centrales nacionales de la zona del euro. Su función en relación con la intermediación financiera consiste en instrumentar la política monetaria de la zona del euro, por ejemplo, distribuyendo la liquidez del banco central, realizando operaciones de divisas (transformación de la denominación) y promoviendo el buen funcionamiento de los sistemas de pago. Además, el BCE tiene el derecho exclusivo de autorizar la emisión de billetes en la zona del euro².

Fondos del mercado monetario

Los fondos del mercado monetario son fondos que captan capital de inversores privados e institucionales emitiendo participaciones y que invierten el producto en instrumentos del mercado monetario de elevada calidad. Por ejemplo, cambian denominaciones y gestionan liquidez. Dentro de los instrumentos del mercado monetario se incluyen los instrumentos transferibles, como las letras del Tesoro y la deuda de Administraciones Públicas locales, los certificados de depósito, los pagarés de empresa, las obligaciones a medio plazo y las aceptaciones bancarias. Estos fondos suelen negociarse en el mercado monetario, más que en los mercados regulados. Los fondos del mercado monetario son una importante fuente de financiación a corto plazo, y se consideran instituciones financieras monetarias porque las emisiones de participaciones son, en términos de liquidez, sustitutos próximos de los depósitos. En la zona del euro había 1.376 fondos del mercado monetario a finales de noviembre de 2011³.

Además de las entidades de crédito, de los fondos del mercado monetario y del Eurosistema, existen otras IFM en la zona del euro. A finales de noviembre de 2011 había un total de 30 entidades clasificadas como otras IFM en la zona, incluidas las entidades de dinero electrónico, que son unidades institucionales que proporcionan, básicamente, un medio de almacenar dinero con el fin de realizar pagos⁴.

EMPRESAS DE SEGUROS Y FONDOS DE PENSIONES (ESFP)

Las empresas de seguros conceden prestaciones a los asegurados en determinadas circunstancias, mientras que los fondos de pensiones (autónomos) captan, agrupan e invierten fondos para cubrir los derechos de pensión futuros de los beneficiarios⁵. En este sentido, los servicios de ambos tipos de intermediarios

2 Véase Banco Central Europeo, La política monetaria del BCE, Fráncfort del Meno, 2011.

3 La definición estadística de fondos del mercado monetario se ha ajustado a la definición supervisora establecida en el Reglamento BCE/2011/12, de agosto de 2011. El período transitorio para la adopción de la nueva definición estadística de fondos del mercado monetario termina en febrero de 2012.

4 Las entidades de dinero electrónico clasificadas como IFM se definen en el Reglamento BCE/2011/12. Algunas sociedades (por ejemplo, minoristas) emiten dinero electrónico, pero, como esta no es su actividad principal, no pertenecen al sector financiero.

5 Véase el artículo titulado «El mantenimiento de la adecuación de uso de las estadísticas monetarias y financieras del BCE», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, agosto de 2011.

incluyen el servicio de transformación de denominación para los hogares. Las ESFP desempeñan un papel esencial en la configuración de las carteras de activos de los hogares, ya que casi una tercera parte de los activos financieros de este sector está invertida en pasivos de las ESFP (reservas técnicas de seguro). Esta proporción ha aumentado significativamente en la última década (representaba menos de una cuarta parte en 1999), lo que refleja las tendencias demográficas y la necesidad percibida de crear planes de pensiones complementarios. En términos de balance, el sector de las ESFP está dominado por las empresas de seguros, que poseen alrededor del 80 % de los activos totales de las ESFP.

Las ESFP son importantes inversores en los mercados financieros. Al tratarse de inversores a largo plazo, suelen ser una fuente de estabilidad para dichos mercados. Sin embargo, el tamaño de sus carteras de inversión implica que los mercados pueden quedar sacudidos si reasignan sus fondos o deshacen sus posiciones, como ocurre con otros inversores institucionales, como los fondos de inversión. A finales de junio de 2011 se estimaba que existían 3.400 empresas de seguros y 3.200 fondos de pensiones autónomos en la zona del euro.

INSTITUCIONES FINANCIERAS NO MONETARIAS DISTINTAS DE LAS ESFP (OIF)

Fondos de inversión

Los fondos de inversión captan capital de los inversores privados e institucionales mediante la emisión de participaciones e invierten los recursos obtenidos en activos financieros y no financieros. En su calidad de intermediarios financieros, los fondos de inversión desempeñan dos funciones principales: a) ofrecen a los inversores la oportunidad de invertir en un conjunto de activos diversificado con una única compra de participaciones (transformación de denominación), y b) sus inversiones constituyen una fuente de financiación para otros sectores, como las IFM, las sociedades no financieras y los organismos públicos (transformación de vencimientos)⁶. En el segundo trimestre de 2011 existían en la zona del euro 48.913 fondos de inversión.

Sociedades instrumentales

Las sociedades instrumentales⁷ son entidades que se dedican, primordialmente, a operaciones de titulización (véase el recuadro 2 para más detalles). Por «titulización» se entiende aquella operación o proceso en virtud del cual un activo o un conjunto de activos generadores de flujos financieros, generalmente préstamos, se transfiere de una entidad originadora (generalmente una entidad de crédito) a una sociedad instrumental. La sociedad instrumental convierte estos activos en valores negociables mediante la emisión de instrumentos representativos de deuda, cuyo principal e intereses se satisfacen con los flujos de efectivo generados por el conjunto de activos. Las IFM utilizan la titulización para transformar activos no líquidos en activos líquidos y, de este modo, liberar parte de su balance y obtener una fuente de financiación adicional. En el tercer trimestre de 2011 había 2.972 sociedades instrumentales en la zona del euro.

Entidades de contrapartida central

Una entidad de contrapartida central (ECC) es una entidad que se interpone legalmente entre las contrapartes de los contratos negociados en los mercados financieros, actuando como comprador

6 Véase el artículo titulado «Estadísticas armonizadas del BCE de fondos de inversión de la zona del euro y su uso analítico con fines de política monetaria», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, agosto de 2010.

7 Estas entidades, junto con otros tipos de OIF, conforman lo que suele denominarse «el sector bancario en la sombra».

frente a cualquier vendedor y como vendedor frente a cualquier comprador. Por tanto, las ECC ofrecen la ventaja, frente a la contratación directa, de reducir sustancialmente el riesgo de contraparte para las partes contratantes. Estos intermediarios facilitan la negociación en mercados de derivados y de renta variable, y se han convertido en un agente importante del mercado de *repos*. A finales de noviembre de 2011 existían ocho ECC en la zona del euro.

Otros intermediarios financieros (OIF)

Además de los tres tipos de intermediarios financieros descritos anteriormente (fondos de inversión, sociedades instrumentales y ECC), el sector de OIF incluye otras categorías de entidades, como las sociedades *holding* financieras, las sociedades de valores y derivados financieros, las sociedades de capital de riesgo y, en general, cualquier otro intermediario financiero no monetario que no esté clasificado en otra categoría.

Por último, están las entidades de pago, cuya función consiste en prestar servicios de pago, como transferencias, sin ser una institución monetaria.

El cuadro 1 muestra la desagregación del saldo vivo de los activos financieros entre los distintos sectores institucionales de la zona del euro desde 1999. Las instituciones financieras representaban el 58 % del total del saldo vivo de los activos financieros a finales de 2010. Más de la mitad de esta cifra se encontraba en poder de las IFM (dentro de este grupo, las entidades de crédito registra-

ban, con diferencia, el porcentaje más elevado, mientras que una cuarta parte estaba en poder de otros intermediarios financieros y el resto correspondía a las empresas de seguros y fondos de pensiones). Tanto los hogares como las sociedades no financieras concentraban alrededor del 20 % de los activos vivos totales, mientras que a las Administraciones Públicas les correspondía solo el 4 %.

Cuadro 1 Total de activos financieros vivos de la zona del euro y desagregación por sectores

(porcentaje)	1999	2007	2008	2009	2010
Hogares	24,8	21,0	20,2	20,3	20,1
Sociedades no financieras	18,9	18,7	17,5	17,8	17,9
Instituciones financieras	51,9	56,8	58,5	58,1	58,1
- Instituciones financieras monetarias	32,2	36,2	40,6	38,0	37,9
- Entidades de crédito	29,5	32,6	35,6	33,4	33,3
- Fondos del mercado monetario	-	1,3	1,5	1,4	1,2
- Eurosistema	2,0	2,4	3,5	3,2	3,4
- Empresas de seguros	5,7	5,6	5,4	5,7	5,7
- Fondos de pensiones	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
- Otros intermediarios financieros	12,9	15,1	14,0	15,3	16,3
- Fondos de inversión	6,6	5,9	5,2	6,1	6,7
- Sociedades instrumentales	-	-	-	2,6	2,5
Administraciones Públicas	4,4	3,5	3,8	3,8	4,0
Total de la economía	100	100	100	100	100
Total de la economía (en mm de euros)	51.326	87.051	85.733	89.491	93.350
Total de la economía (en porcentaje del PIB)	797	963	927	1.001	1.017

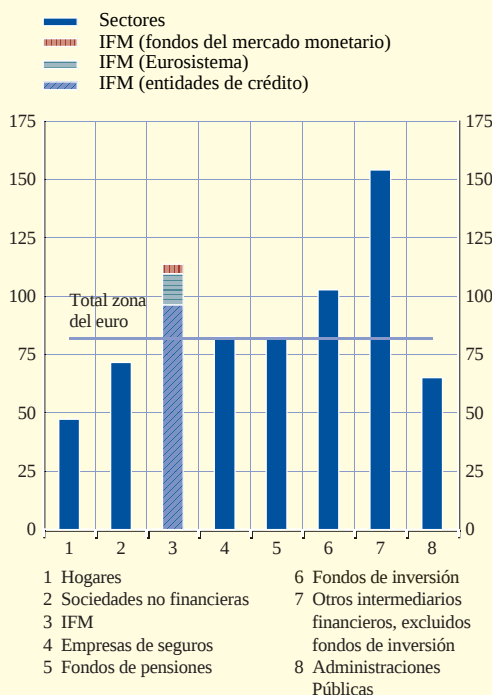
Fuentes: BCE y Eurostat.

Nota: Como los datos proceden de diferentes conjuntos de datos, que aplican principios contables distintos, la suma de los subsectores puede ser mayor que el total del sector. El símbolo «-» indica que no hay datos disponibles.

Los datos no están consolidados, es decir, incluyen, por ejemplo, los préstamos interbancarios.

Gráfico 1 Incremento de los activos financieros entre 1999 y 2010 por sectores

(tasa de variación total)



Fuente: BCE.

Nota: La rúbrica 3 (IFM) se desglosa para mostrar las contribuciones de los respectivos subsectores al incremento porcentual total de los activos financieros del sector de IFM. La línea horizontal representa el incremento porcentual de los activos financieros totales de la zona del euro.

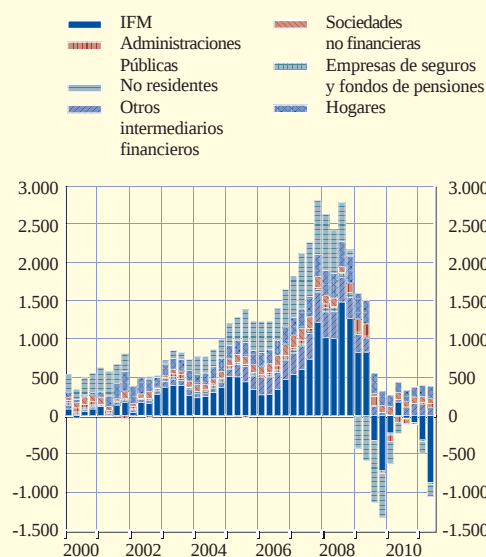
El valor de los activos financieros totales de la zona del euro casi se ha duplicado en comparación con 1999. El crecimiento total de dicho valor ha sobrepasado el crecimiento del PIB nominal, ya que el valor de los activos financieros vivos en relación con el PIB ha aumentado desde alrededor del 800 % en 1999 hasta algo más del 1.000 % en 2010.

El aumento de los activos financieros vivos no ha sido igual en todos los sectores, ya que el sector financiero incrementó sus tenencias de activos en mayor magnitud que los sectores no financieros. Ello se aplica, en particular, a las IFM y a los otros intermediarios financieros, cuyos activos financieros se han duplicado con creces desde 1999 (véase gráfico 1), lo que se ha traducido en un incremento de la participación de estos dos

subsectores en el valor total de los activos financieros de la zona del euro. El gráfico 1 muestra que el aumento de las tenencias de activos de las IFM ha estado determinado, principalmente, por las entidades de crédito. El gráfico 1 revela, asimismo, que los fondos de inversión (que incluyen los fondos de inversión libre o *hedge funds*) residentes en la zona del euro no han sido el principal factor determinante del crecimiento de las tenencias de activos de los otros intermediarios financieros. Los datos de los mercados indican que las titulizaciones se multiplicaron por diez entre los años 2000 y 2008, de lo que se deduce que una gran parte del incremento de las tenencias totales de este grupo de intermediarios puede atribuirse a las sociedades instrumentales. La mayor actividad entre las IFM y las entidades de contrapartida central (ECC) (véase sección 4) también parece indicar que estas últimas son responsables, en parte, de ese incremento. Los hogares, el sector que presenta el menor crecimiento de sus balances, han incrementado sus tenencias de activos financieros en un 47 %, lo que se ha traducido en un descenso del porcentaje

Gráfico 2 Depósitos en las IFM de la zona del euro por sectores

(transacciones acumuladas de cuatro trimestres; mm de euros)



Fuente: BCE.

de activos financieros totales⁶. Esta evolución apunta a que se está produciendo una interacción financiera cada vez mayor dentro del propio sector financiero, sin que los balances del sector no financiero se vean afectados.

No obstante, la evolución de los balances a lo largo de los años no ha estado exenta de fluctuaciones, como puede observarse en el gráfico 2, que describe las transacciones de depósitos en las IFM acumuladas de cuatro trimestres. El gráfico muestra un rápido incremento durante los años anteriores a la crisis financiera y un descenso incluso más rápido después de la crisis. El descenso fue especialmente acusado en el caso de los depósitos en poder de otras IFM y del sector exterior (principalmente IFM no residentes), lo que apunta a una mayor volatilidad e inestabilidad en el mercado de préstamos interbancarios, por oposición a la financiación mediante depósitos por parte del sector no financiero.

3 INTERRELACIONES ENTRE LOS SECTORES Y RIESGOS DEL BALANCE

Utilizando información proveniente de las cuentas de la zona del euro, complementada con distintos conjuntos de datos específicos de cada sector⁷, se ha confeccionado un «mapa de riesgos» en términos cuantitativos, que permite observar las interrelaciones del balance entre los diferentes sectores de la zona del euro y el resto del mundo. Las diversas interrelaciones solo pueden rastrearse parcialmente, ya que no se dispone todavía de una descripción completa de qué sector es el tenedor del pasivo de cada uno de los sectores (las llamadas cuentas «de quién a quién»).

En el gráfico 3 se presenta ese mapa de riesgos. Los diagramas de los respectivos sectores ilustran hasta qué punto puede identificarse la contrapartida de los pasivos de cada sector. En el caso de las sociedades no financieras, solo es posible identificar el sector de contrapartida del 38 % de los pasivos vivos (la parte azul de cada diagrama). Las flechas entre sectores representan las exposiciones intrasectoriales, y, en cuanto al sentido, van

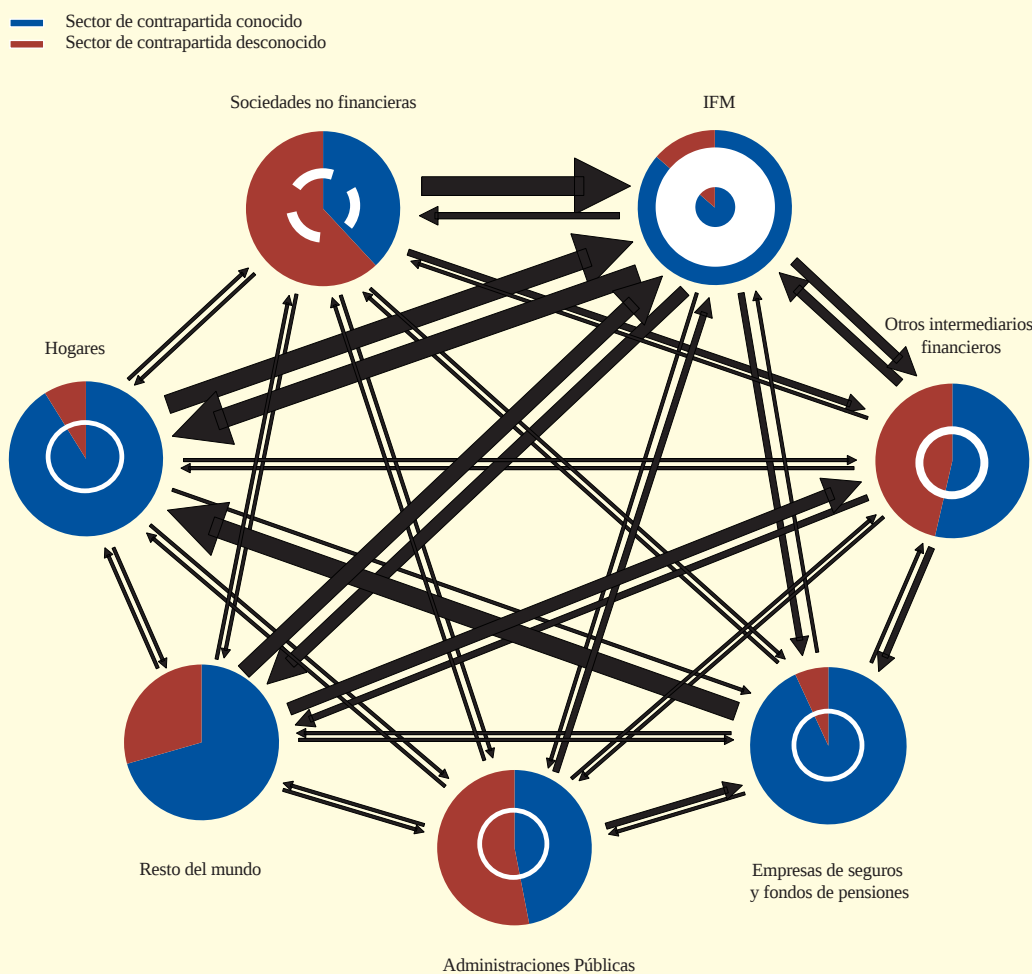
del emisor de los pasivos al tenedor. El grosor de cada flecha representa el tamaño de la exposición. Así pues, las flechas que relacionan las sociedades no financieras con las IFM indican que las IFM mantienen un volumen mayor de los pasivos emitidos por las sociedades no financieras que viceversa. Los círculos que aparecen dentro de los diagramas correspondientes a cada uno de los sectores indican los pasivos emitidos y mantenidos por ese sector. Al igual que las flechas, el grosor de estos círculos interiores es proporcional a los importes. Según los datos disponibles, el volumen de pasivos en poder del mismo sector es mayor en el caso de las IFM que en el de las sociedades no financieras. No obstante, como indica el porcentaje de contrapartidas desconocidas (la zona roja de los diagramas), el volumen de pasivos emitidos y mantenidos por las sociedades no financieras solo puede determinarse con un grado de certidumbre muy bajo. Por este motivo, en el caso concreto de las sociedades no financieras, el círculo interior se representa mediante una línea discontinua. Por motivos similares, el diagrama correspondiente al resto del mundo no contiene un círculo interior, ya que las estadísticas de la zona del euro no recogen los pasivos emitidos y mantenidos por el resto del mundo.

El mapa de riesgos permite extraer varias conclusiones importantes. En primer lugar, todos los sectores están interconectados, aunque el grado de conexión bilateral varía significativamente. En segundo lugar, existe un alto grado de heterogeneidad en la proporción que representan los pasivos con un sector de contrapartida conocido. Por ejemplo, los pasivos de los hogares se componen casi en su totalidad de préstamos, normalmente concedidos por IFM o en poder de otros intermediarios financieros como consecuencia de las titulizaciones. La contrapartida de los préstamos está

6 Durante este período se ha producido un importante aumento de la riqueza no financiera, principalmente en el sector de la vivienda, que ha afectado principalmente a los hogares. No obstante, los datos analizados no incluyen los activos no financieros.

7 Además de las cuentas de la zona del euro, el mapa de riesgos se basa en las partidas del balance, ESFP, Balance de los Fondos de Inversión y estadísticas de las sociedades instrumentales, que forman parte, todas ellas, de las estadísticas monetarias y financieras de la zona del euro.

Gráfico 3 Exposiciones intersectoriales en los balances de la zona del euro (2010)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: Las flechas que señalan del sector A al sector B indican que este último mantiene activos frente al sector A, es decir, que hay pasivos del sector A en poder del sector B.

El grosor de las flechas representa la magnitud de la exposición.

El círculo interior de cada diagrama indica los pasivos emitidos y mantenidos por ese mismo sector. El grosor del círculo indica la magnitud del riesgo intrasectorial. En el caso de las sociedades no financieras, el círculo está representado por una línea discontinua, ya que lo más probable es que los pasivos internos se hayan subestimado sustancialmente. El diagrama correspondiente al «resto del mundo» no incluye círculo, ya que, por definición, las estadísticas de la zona del euro no lo recogen.

bien documentada en las estadísticas oficiales, razón por la cual puede identificarse el sector de contrapartida del 91 % de los pasivos emitidos por los hogares. En cambio, alrededor de la mitad de los pasivos emitidos por las sociedades no financieras son acciones y otras participaciones de capital, cuyos tenedores resultan más difíciles de identificar. En conjunto, cuando se suman los pasivos emitidos en la zona del euro y los emitidos en otras regiones del mundo pero mantenidos den-

tro de la zona, puede identificarse un sector de contrapartida para el 65 % de dichos pasivos⁸. Tanto el tamaño del balance financiero de cada sector institucional (véase sección 2) como las interrelaciones entre sectores han aumentado

⁸ Identificar la contrapartida no significa necesariamente que se pueda identificar al tenedor del riesgo en cuestión. Por ejemplo, a través de instrumentos derivados, se pueden transferir los riesgos a otra entidad. Esta operación no aparece en los balances, ya que el valor de mercado de un contrato de derivados suele ser cero o casi cero.

considerablemente desde 1999. El aumento de los balances ha sido especialmente evidente en los sectores financieros, en particular en el de otros intermediarios financieros.

Otro mensaje importante que transmiten los patrones representados en el gráfico 3 es que el sector de IFM actúa como núcleo financiero, especialmente (aunque no de forma exclusiva) en lo que respecta al sector no financiero. Al mismo tiempo, el sector de IFM presenta una clara exposición frente al resto del mundo, lo que significa que, aunque el sector no financiero es muy dependiente de un sector de IFM que funciona adecuadamente, también está expuesto a la evolución del entorno exterior a través de la exposición de las IFM frente al resto del mundo. Además, como el propio sector de IFM está tan interrelacionado como se documenta en el gráfico 3, las tensiones en un segmento del sector bancario pueden propagarse rápidamente a todo el sistema bancario y a los sectores no financieros.

El patrón de exposiciones cruzadas en 1999 fue muy similar al observado a finales de 2010. No obstante, solo puede identificarse la contrapartida del 48 % de los pasivos vivos en 1999. Los principales factores que han permitido avanzar en la identificación de las contrapartidas han sido la mejora de las estadísticas de las IFM y los fondos de inversión y la introducción de las estadísticas sobre empresas de seguros y fondos de pensiones y sociedades instrumentales. Estos avances han tenido un impacto positivo, especialmente en la identificación de los tenedores de pasivos de otros intermediarios financieros, pero también, aunque en menor medida, en la identificación de los tenedores de pasivos emitidos por las empresas de seguros y fondos de pensiones, las sociedades no financieras y las Administraciones Públicas. Lo mismo puede afirmarse respecto al resto del mundo.

En conjunto, la descripción de la intermediación financiera antes descrita y los datos presentados indican un entorno en el que las fuertes interacciones entre los intermediarios financieros se han traducido en una prolongación de la cadena de intermediación financiera. Las posibles consecuencias para el análisis monetario se consideran en la sección siguiente.

4 CONSECUENCIAS DE LA INTERACCIÓN DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS PARA EL ANÁLISIS MONETARIO

El análisis monetario del BCE se fundamenta en la relación bien documentada entre crecimiento monetario e inflación: los aumentos generales de los saldos monetarios inducirán, en última instancia, un mayor gasto en consumo, que, si no se compensa con incrementos del producto, se traducirá en inflación⁹. En esta sección se analiza cómo afectan las interacciones entre los diversos intermediarios financieros —tanto monetarios como no monetarios— a las variables que se utilizan normalmente para el análisis monetario (principalmente, los agregados monetarios y crediticios) y, potencialmente, a la fuerza del vínculo entre dichas variables y la inflación. El análisis se presenta en cuatro subsecciones, en las que se analizan las consecuencias de la interacción entre los intermediarios financieros para la medición de los agregados monetarios, la relación entre dinero y crédito (y el proceso de creación del dinero) y la relación entre dinero e inflación de precios de consumo, incluido el canal de los precios de los activos.

CONSECUENCIAS PARA LA MEDICIÓN DE LOS AGREGADOS MONETARIOS

Cada vez que un pasivo de una IFM incluido en la definición de dinero se transfiere dentro o fuera del sector tenedor de dinero se produce una variación en el volumen total de dinero de la economía. Lo mismo ocurre si el sector tenedor de dinero reestructura sus tenencias de pasivos de las IFM pasando de instrumentos dentro del dinero a instrumentos fuera del dinero, o viceversa.

La cantidad de dinero en la economía disminuye cuando, por ejemplo, un fondo de inversión adquiere valores de renta variable extranjeros de fuera de la zona del euro o cuando una sociedad instrumental liquida su deuda contraída con un banco por la compra previa de un préstamo. Sin embargo, esa cantidad aumenta cuando, por ejemplo, una institución participa en una adquisición temporal con una entidad de contrapartida central, lo que explica que

⁹ Véase, por ejemplo, L. Benati, «Long-run evidence on money growth and inflation», *Working Paper Series*, n.º 1027, BCE, Fráncfort del Meno, marzo 2009.

una cadena de intermediación financiera más larga tienda a incrementar la volatilidad a corto plazo de las medidas de los agregados monetarios amplios. La mayor interacción entre los intermediarios financieros no solo añade volatilidad a la evolución de los agregados monetarios, sino que además hace que sea más necesario entender el paisaje institucional de la intermediación financiera y la motivación subyacente de las distintas transacciones. Este conocimiento ayuda a diferenciar los movimientos del dinero que tienen un contenido informativo más directo para el análisis de las tendencias de los precios de consumo de los movimientos de naturaleza menos fundamental desde el punto de vista de un análisis monetario. Por ejemplo, una transacción realizada entre dos bancos a través de una entidad de contrapartida central es, básicamente, una transacción entre IFM, que afecta a los agregados monetarios y crediticios solo porque se efectúa a través de una entidad —la entidad de contrapartida central— que pertenece al sector tenedor de dinero. Juntamente con la información general sobre otras transacciones entre IFM, el nivel de operaciones de este tipo realizadas a través de una entidad de contrapartida central proporciona, no obstante, información valiosa con respecto a las condiciones de financiación entre IFM. De hecho, las operaciones con garantías entre IFM realizadas a través de entidades de contrapartida central han aumentado de forma acusada desde el inicio de la crisis financiera, dado que estas entidades reducen el riesgo de contrapartida y han compensado, en parte, el descenso observado en las operaciones interbancarias directas sin garantías.

Una consecuencia más compleja de las interacciones entre las IFM y otros intermediarios financieros es la relacionada con la tecnología de las titulizaciones, en virtud de las cuales, una sociedad instrumental —un intermediario financiero no monetario que, como tal, forma parte del sector tenedor de dinero— compra préstamos de IFM y emite valores garantizados por esos préstamos. Mientras que las titulizaciones reales tienen un impacto inmediato sobre los préstamos de las IFM, dado que los préstamos ya no figuran en los balances de las entidades de crédito¹⁰, el impacto sobre los agregados monetarios es menos directo. Por una parte, la

compra de préstamos de IFM por parte de sociedades instrumentales puede dar lugar a una reducción de los agregados monetarios¹¹. Cuando una de estas sociedades compra un conjunto de préstamos de una IFM, la operación se salda con dinero proveniente de los ingresos obtenidos del producto de la titulización, normalmente un bono de titulización de activos. Si dicho bono es adquirido por una entidad perteneciente al sector tenedor de dinero, esta entidad puede pagar el bono con recursos procedentes de sus depósitos en un banco. Con ello se reducirían los pasivos monetarios vivos del sector IFM y, por consiguiente, disminuirían los saldos monetarios. Visto desde otra perspectiva, el conjunto de préstamos vendidos a la sociedad instrumental lo financian los inversores que invierten en los valores de dicha sociedad y no se financia con cargo a los pasivos monetarios de las IFM. Por otra parte, si el bono de titulización es adquirido por un no residente, no se reducen los saldos monetarios, ya que la transacción supone una entrada de dinero procedente de fuera de la zona del euro. Lo mismo ocurre si el bono de titulización es adquirido por el sector de IFM, proceso que se conoce habitualmente como «titulización retenida» y que, desde finales de 2008, se ha convertido en el principal objetivo de las titulizaciones. En este caso, aunque por diferente motivo, tampoco disminuye el agregado monetario, ya que la operación de titulización se reduce, básicamente, a un mero cambio en la composición de las tenencias de activos de las IFM. Por lo que respecta a las variables de crédito, la titulización retenida se traduce automáticamente en una reducción del saldo de los préstamos de las IFM (suponiendo que se den de baja) que se compensa con un incremento de igual magnitud en las tenencias de valores de renta fija de otros intermediarios financieros en poder de las IFM, sin que varíe el volumen total de crédito de este sector. En el recuadro 2 se presenta

10 Tras la adopción de la IAS39 por parte de las IFM de la zona del euro, una operación tradicional de titulización puede no dar lugar a una reducción, una por una, de las tenencias de préstamos, si una parte de los mismos no se han dado de baja. Véanse más detalles en el artículo titulado «La titulización en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, febrero de 2008.

11 Los agregados monetarios y crediticios pueden registrar movimientos de muy corta duración a fin de financiar la operación de titulización; por ejemplo, si se concede un préstamo puente a la sociedad instrumental para financiar el proceso.

un análisis estadístico de la interacción entre los sectores de IFM y las sociedades instrumentales

de la zona del euro, basado en un conjunto de estadísticas disponibles desde diciembre de 2009.

La interacción de los intermediarios financieros y su impacto en el análisis monetario

Recuadro 2

TITULIZACIONES E INTERACCIÓN ENTRE LAS IFM Y LAS SOCIEDADES INSTRUMENTALES

En las operaciones de titulización de la zona del euro suelen intervenir dos tipos de intermediarios financieros, dado que una IFM tituliza activos a través de una sociedad instrumental. En algunas titulizaciones pueden participar varias sociedades instrumentales, lo que aumenta los vínculos existentes en la cadena de intermediación financiera. Los activos totales de las sociedades instrumentales de la zona del euro ascendían a 2,2 billones de euros al cierre del tercer trimestre de 2011, lo que representa en torno al 10 % de los activos del sector de intermediarios financieros no monetarios.

El modelo «originar para distribuir», según el cual las IFM se valían de las titulizaciones para convertir activos ilíquidos a largo plazo (préstamos) en activos más líquidos que podían venderse a los inversores, cesó con la crisis financiera, aunque, durante la crisis, continuaron las titulizaciones, ya que las IFM re-tuvieron en sus balances los valores emitidos por las sociedades instrumentales para utilizarlos como activos de garantía en las operaciones de financiación del banco central. Además, se han producido transferencias a estructuras de «bancos malos» que forman parte del sector de sociedades instrumentales.

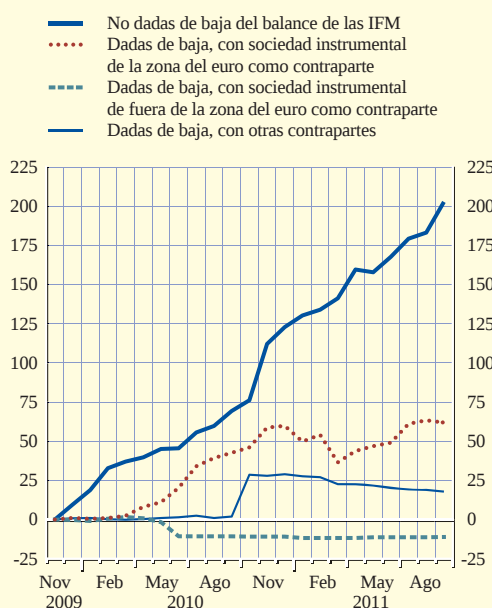
Puede hacerse un seguimiento de esta evolución utilizando las nuevas estadísticas armonizadas sobre las operaciones de titulización de las IFM y las sociedades instrumentales que publica el BCE desde junio de 2011, con datos en la serie temporal a partir de diciembre de 2009¹.

Utilización de sociedades instrumentales de la zona del euro por parte de las IFM de la zona para sus operaciones de titulización

La inmensa mayoría de las IFM de la zona del euro usan sociedades instrumentales residentes en la zona del euro para sus operaciones de titulización. Las IFM de la zona realizaron titulizaciones de préstamos y otras transferencias por un importe neto acumulado de 271 mm de euros entre diciembre de 2009 y septiembre de 2011. De esta cantidad, 203 mm de euros han permanecido en los balances de las IFM (véase gráfico A), correspondiendo casi en su totalidad a titulizaciones llevadas a cabo a través de sociedades instrumentales

Gráfico A Titulizaciones y otras transferencias realizadas por las IFM a partir de diciembre de 2009

(mm de euros)



Fuente: BCE.

1 Véanse el artículo titulado «El mantenimiento de la adecuación de uso de las estadísticas monetarias y financieras del BCE», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, agosto de 2011, y las notas de prensa trimestrales, que están disponibles en la página del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu>).

de la zona del euro². Los préstamos transferidos y dados de baja de los balances de las IFM durante el período ascendieron a 69 mm de euros y se transfirieron principalmente (62 mm de euros) a sociedades instrumentales de la zona. Las transferencias dirigidas a sociedades instrumentales de fuera de la zona del euro o procedentes de estas fueron limitadas en el citado período.

Posiciones de las sociedades instrumentales de la zona del euro frente al sector de IFM de la zona

Una gran parte del balance de las sociedades instrumentales de la zona del euro está ligada al sector de IFM. Además de los activos titulizados, surgen otras interrelaciones significativas entre los dos sectores cuando las sociedades instrumentales colocan depósitos en las IFM y cuando un sector posee los valores distintos de acciones emitidos por el otro. En el gráfico B se presenta la relación del sector de IFM de la zona del euro con los activos y pasivos de las sociedades instrumentales de la zona.

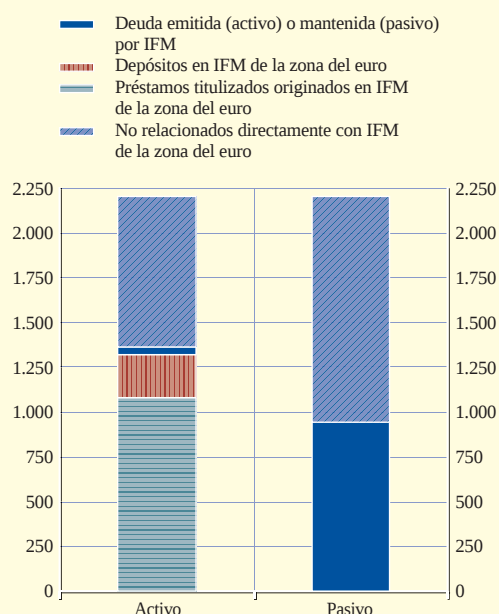
Al cierre del tercer trimestre de 2011, las sociedades instrumentales mantenían préstamos titulizados por valor de 1,5 billones de euros, de los cuales 1,2 billones de euros habían sido originados por IFM de la zona del euro (véase gráfico B). De estos préstamos, dos tercios habían sido concedidos a hogares de la zona (principalmente hipotecas residenciales, pero también crédito al consumo, préstamos para la adquisición de automóviles o préstamos a estudiantes) y más de un quinto se había otorgado a sociedades no financieras de la zona. Aproximadamente la mitad de los préstamos originados en IFM permanecen en el balance de la entidad originadora (590 mm de euros en el tercer trimestre de 2011).

Los valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona del euro en poder de sociedades instrumentales ascendían a 42 mm de euros, lo que representa alrededor de una quinta parte del total de valores distintos de acciones en manos de estas sociedades. Del total de valores emitidos por las IFM, las sociedades instrumentales dedicadas a titulizaciones sintéticas poseían valores por importe de 9 mm de euros.

En el pasivo, los valores distintos de acciones emitidos por sociedades instrumentales ascendían a 1,8 billones de euros en el tercer trimestre de 2011 (más del 80 % de su pasivo total). Las tenencias de valores de sociedades instrumentales de la zona del euro en poder de las IFM sumaban un total de 953 mm de euros en el mismo período, lo que indica hasta qué punto las IFM han hecho uso de las titulizaciones retenidas durante la crisis financiera³.

Gráfico B Activos y pasivos de las sociedades instrumentales relacionados con el sector de IFM en el tercer trimestre de 2011

(mm de euros)



Fuente: BCE.

2 También se dispone de los saldos vivos de préstamos titulizados pero no dados de baja por parte de las IFM de la zona del euro. De ellos, el 95 % está en manos de sociedades instrumentales de la zona.

3 Cabe señalar que algunas de las tenencias de valores de sociedades instrumentales pueden corresponder a compras en el mercado secundario y no ser producto de una titulización retenida. En estos casos, la valoración de las tenencias de las IFM puede diferir significativamente, de hecho, del valor nominal del principal.

CONSECUENCIAS PARA LA PROVISIÓN DE CRÉDITO

Uno de los factores determinantes del volumen de crédito de las IFM en la economía son las restricciones a que estas se enfrentan, debido a limitaciones de financiación. La interacción entre IFM e intermediarios financieros no monetarios tiende a aliviar esta restricción, facilitando la concesión de crédito dentro de la economía. La titulización es un ejemplo importante a este respecto. Por el lado de la demanda, esta tecnología se vio estimulada por la creciente demanda entre los inversores institucionales, como los fondos de pensiones y las empresas de seguros, de productos titulizados antes de la crisis financiera. Por el lado de la oferta, la transformación de los préstamos en valores resulta ventajosa para los bancos por diversos motivos. Los activos titulizados son más líquidos y, agrupando la cartera de activos y utilizando una variedad de técnicas de mejora del crédito, pueden lograr una liquidez crediticia mayor que la de los activos originales. Ambas características mejoran la negociabilidad de las carteras de préstamos de las entidades de crédito, lo que les permite liberar capital (vendiendo esos valores) o incrementar su financiación al por mayor (colocando dichos valores en el mercado de *repos*). Hay evidencia de que un mayor acceso a la financiación de mercado se asocia a una expansión del crédito de las IFM en la zona del euro¹². No obstante, un mayor nivel de dependencia de los bancos respecto a otros intermediarios financieros y la financiación mayorista en general aumenta el impacto de las condiciones de los mercados financieros sobre la capacidad de los bancos para obtener recursos. De hecho, la evidencia sugiere que el impacto de las restricciones por el lado de la oferta, especialmente las relacionadas con las distorsiones del acceso de las entidades de crédito a la financiación mayorista y sus posiciones de liquidez, se ha intensificado desde que se desencadenó la crisis financiera¹³. Como se explica en el recuadro 2, la tecnología de titular los préstamos ha venido impulsada de forma casi exclusiva por las adquisiciones de bonos de titulización por parte de la misma IFM originadora con la intención de generar activos de garantía que resulten admisibles en las operaciones de provisión de liquidez del banco central.

REPERCUSIONES EN LA RELACIÓN ENTRE CRECIMIENTO MONETARIO E INFLACIÓN

Aunque existe una relación de largo plazo entre el crecimiento monetario y la inflación, no se trata necesariamente de una relación biunívoca. Una de las principales razones es que el dinero no solamente se mantiene para realizar transacciones en los mercados de bienes y servicios, sino también como depósito de valor. No todos los sectores de la economía utilizan estas dos funciones del dinero en la misma medida. Los hogares y las sociedades no financieras se inclinan más por destinar el dinero a consumo o inversión que los intermediarios financieros no monetarios (tanto los otros intermediarios financieros como las empresas de seguros y los fondos de pensiones), que, preferentemente, mantienen efectivo por consideraciones de cartera, para liquidar operaciones financieras, y reservas para posibles amortizaciones anticipadas de pasivos. Una prolongación de la cadena de intermediación financiera supone, normalmente, la presencia de un mayor número de intermediarios financieros en la economía y, por lo tanto, un aumento de las tenencias de efectivo. Como consecuencia, suele producirse un descenso en el porcentaje total del crecimiento monetario motivado por el consumo o por inversiones reales.

Las operaciones monetarias que realizan los intermediarios financieros suelen estar motivadas, en general, por consideraciones de cartera. Estas entidades gestionan sus carteras de forma más activa que los hogares. Como resultado, las tenencias de efectivo de estos intermediarios presentan una elasticidad renta mucho más elevada que las de los hogares y tienden a reaccionar con mucha mayor rapidez y virulencia a los movimientos de los tipos de interés de mercado¹⁴. Naturalmente, ello debería traducirse en un mayor crecimiento de dichas tenencias en períodos en los que los

12 Véase L. Gambacorta y D. Marqués-Ibáñez, «The bank lending channel: lessons from the crisis», *Economic Policy*, vol. 26, n.º 66, pp. 137-182, 2011.

13 Véase el artículo titulado «La oferta monetaria – comportamiento bancario e implicaciones para el análisis monetario», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, octubre de 2011.

14 L. Papademos y J. Stark (eds.), *Enhancing Monetary Analysis*, BCE, Fráncfort del Meno, 2010, pp. 148 y 149.

niveles de beneficios y actividad en los mercados financieros son elevados.

Los gráficos 4 y 5 ilustran estas características. El gráfico 4 muestra que el crecimiento de los depósitos de M3 en poder de empresas de seguros y fondos de pensiones y de otros intermediarios financieros presenta un nivel de volatilidad mucho más alto que el crecimiento de los depósitos de M3 en poder de los hogares y las sociedades no financieras. El gráfico 5 muestra que el componente de baja frecuencia del crecimiento interanual de las tenencias de efectivo de los hogares guarda una relación más estrecha con la evolución de la inflación de precios de consumo que el de los otros intermediarios financieros. Las tenencias de efectivo de estos últimos son, en general, mayores en períodos en los que los mercados financieros presentan una tendencia alcista más pronunciada, como en el que precedió a la crisis financiera o durante la acumulación de la burbuja de los valores tecnológicos. Esta característica se hace evidente al comparar las cotizaciones bursátiles y las tendencias de los depósitos de M3 en poder de los otros intermediarios financieros, como en el gráfico 5. El índice EUROSTOXX 50 y las tenencias de efectivo de estos intermediarios se mueven

Gráfico 4 Depósitos de M3 en la zona del euro por sectores

(tasa de variación interanual)



Fuente: BCE.

Gráfico 5 Tendencias sectoriales de M3, la inflación y los precios de las acciones en la zona del euro

(tasa de variación interanual; tasas de variación interanual normalizadas)



Fuente: BCE.

Nota: Las series filtradas de M3 de los hogares y de los otros intermediarios financieros representan el componente de baja frecuencia obtenido utilizando un filtro pasa banda asimétrico Christiano-Fitzgerald, considerando que los ciclos de duración superior a siete años representan una evolución tendencial.

de forma bastante acompasada, con un adelanto de los movimientos a más largo plazo de dichas tenencias en el período comprendido entre 1994 y 2011, lo que corrobora la opinión de que las tenencias de efectivo de los otros intermediarios financieros guardan una relación más directa con los precios de los activos que con los precios de consumo.

Así pues, la evolución de las tenencias de dinero de los sectores proporciona información útil para determinar si las variaciones del crecimiento total de M3 reflejan, o no, variaciones en la tasa subyacente de expansión monetaria, y también sobre los canales a través de los cuales opera la relación entre el crecimiento monetario y la inflación de precios de consumo. Ello ayuda a entender mejor los riesgos potenciales para la estabilidad de precios y los posibles tiempos de adelanto del crecimiento monetario respecto a la inflación¹⁵. En general, el

15 Véase también el recuadro titulado «Salvos monetarios por sectores y contenido informativo del dinero con respecto a la inflación», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, septiembre de 2006.

mayor desarrollo de los mercados financieros puede traducirse en una separación más clara entre el dinero que se mantiene con fines de consumo o de transacciones y el que se mantiene a efectos de cartera o por motivos de riqueza. Aunque actúan a través de canales diferentes, ambos desempeñan el papel que les corresponde para señalar los riesgos para la estabilidad de precios.

REPERCUSIONES EN LAS VARIABLES DE INFLACIÓN Y MONETARIAS A TRAVÉS DEL IMPACTO EN LOS PRECIOS DE LOS ACTIVOS

Si bien es probable que la presencia relativa de intermediarios financieros en la economía haya debilitado el canal más inmediato que relaciona el crecimiento de los agregados monetarios con la inflación de precios de consumo, también es probable que haya reforzado el canal de precios de los activos. La relación empírica entre las variables monetarias y los precios de los activos se ha documentado en varios estudios, que han mostrado que el crecimiento monetario y crediticio puede afectar significativamente a los precios de los activos, especialmente a los precios de la vivienda¹⁶. En la literatura se tiende a identificar la mayor demanda de activos como consecuencia de las inversiones apalancadas, junto con los aumentos del apetito por el riesgo¹⁷, como los principales factores que explican los incrementos de los precios de los activos a nivel agregado¹⁸. Además, se argumenta que este mecanismo se refuerza con una gestión activa del apalancamiento por parte de algunos intermediarios financieros, que contribuye al incremento de los precios estimulando la demanda de activos financieros financiados mediante una asunción de deuda adicional¹⁹. Como se describe en el gráfico 5, existen correlaciones estrechas entre los precios de los activos y las tenencias de dinero de los otros intermediarios financieros, con un adelanto de estas últimas en el caso de las correlaciones a más largo plazo. Ello sugiere que el mayor tamaño del sector de otros intermediarios financieros observado en los últimos años probablemente ha reforzado el vínculo entre el dinero y los precios de los activos, lo que refleja la creciente importancia del canal de precios de los activos para la economía real y la inflación.

Los cambios en los patrones de intermediación financiera y la innovación financiera también pueden hacer que varíen los precios relativos de los activos junto con el nivel general de precios, así como la evolución del crédito asociada a este. Por ejemplo, en la medida en que los préstamos para adquisición de vivienda se consideren más apropiados para el proceso de titulización, las entidades de crédito pueden tener un incentivo para incrementar su oferta de este tipo de préstamos, lo que propiciaría un aumento generalizado de los precios de los inmuebles. Además, si el riesgo de crédito se elimina de sus balances a través de titulizaciones, dichas entidades pueden relajar sus criterios de aprobación del crédito y sus medidas de seguimiento, lo que posiblemente se traduciría en relaciones préstamo-valor más elevadas, que intensificarían la presión alcista sobre los precios inmobiliarios.

Además, la actividad inversora de las empresas de seguros y los fondos de pensiones tiene el potencial de afectar a los tipos de interés a largo plazo y a la fijación de precios en el mercado secundario, en la medida en que realizan fuertes inversiones en valores de renta fija, tanto pública como privada, a largo plazo. A su vez, esto podría afectar a la curva de rendimientos y, por consiguiente, al crecimiento monetario, ya que los agentes pueden invertir fondos en instrumentos líquidos, dado que los bajos tipos de interés a largo plazo suponen un menor coste de oportunidad a la hora de mantener instrumentos

16 Véanse, por ejemplo, C. Goodhart y B. Hofmann, «House prices, money, credit and the macroeconomy», *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 24, n.º 1, pp. 180-205, Oxford, 2008; y R. Adalid y C. Detken, «Liquidity shocks and asset price boom-bust cycles», *Working Paper Series*, n.º 732, BCE, Fráncfort del Meno, febrero de 2007.

17 El mayor apetito por el riesgo se asocia a una búsqueda de rendimiento y a un incremento de los precios de los activos, como se describe en la literatura sobre el «canal de asunción de riesgos». Véanse, por ejemplo, T. Adrian, M. Emmanuel y H. S. Shin, «Macro Risk Premium and Intermediary Balance Sheet Quantities», *IMF Economic Review*, vol. 58, n.º 1, pp. 179-207, septiembre de 2010, y G. Jiménez, S. Ongena, J. L. Peydro-Alcalde y J. Saurina, «Hazardous times for monetary policy: what do twenty-three million bank loans say about the effects of monetary policy on credit risk?», *Discussion Paper*, n.º 6514, Centre for Economic Policy Research, 2007.

18 Véanse, por ejemplo, T. Adrian y H. S. Shin, «Liquidity and leverage», *Journal of Financial Intermediation*, vol. 19, n.º 3, 2010, pp. 418-437.

19 Véase también el artículo titulado «La crisis financiera desde la óptica de las cuentas de la zona del euro: una perspectiva de los flujos de fondos», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, octubre de 2011.

monetarios. También puede afectar a la demanda de crédito de las sociedades no financieras porque unos tipos de interés de mercado más bajos inducen a las empresas a obtener fondos en los mercados en vez de hacerlo a través de las entidades de crédito. Asimismo, puede afectar a la demanda de crédito de los hogares, ya que los tipos de interés más bajos pueden hacer que aumente la demanda de préstamos para adquisición de vivienda.

La evolución de los precios de los activos puede repercutir, a su vez, en las variables monetarias, los precios de consumo y la estabilidad macroeconómica. También puede afectar a la demanda de dinero como parte de la decisión más amplia de asignación de las carteras²⁰, es decir, a través de los efectos de riqueza, con los consiguientes riesgos para la inflación de precios de consumo. Asimismo, puede afectar a la evolución del crédito: por el lado de la oferta, precios más elevados de los activos implican un mayor valor de los posibles activos de garantía de los préstamos; por el lado de la demanda, los aumentos de los precios inmobiliarios tienden a incrementar la demanda de préstamos para adquisición de vivienda, con el consiguiente aumento de los saldos monetarios totales de la economía asociado a una expansión del crédito de las IFM. Por último, los precios de los activos también pueden tener un impacto en la inversión y el consumo a través de los efectos sobre la confianza. Por ejemplo, una subida de las cotizaciones bursátiles puede ser señal de unas perspectivas positivas de la futura actividad económica y el empleo, que podrían estimular la confianza de los consumidores y el consumo real con las consiguientes presiones inflacionistas. Por el contrario, un descenso de los precios de los activos puede provocar inestabilidad financiera induciendo una acusada caída de la confianza. Si bien un acontecimiento de esta naturaleza plantea en principio riesgos deflacionistas, tiende a inducir una respuesta acomodaticia de las políticas que, en última instancia, se traducirá en un aumento de los saldos monetarios y en las consiguientes presiones inflacionistas más adelante.

5 CONCLUSIONES

En los diez últimos años, tanto la magnitud como la complejidad del sistema financiero han aumentado significativamente. No solo ha aumentado el valor del total de activos financieros en relación con el PIB, sino que también se ha incrementado el porcentaje atribuible al sector financiero. También está claro, por la evidencia que se presenta en este artículo, que todos los sectores están interrelacionados en mayor o menor grado, lo que los hace vulnerables a las tensiones que afecten a otros sectores, en particular al sector de IFM, que desempeña un importante papel como núcleo financiero frente a todos los otros sectores de la zona del euro y al resto del mundo. La principal función de los intermediarios financieros es canalizar fondos entre prestamistas y prestatarios en el sector no financiero. Al mismo tiempo, el sector de IFM, incluidos los bancos privados y el banco central, desempeñan una función especial como entidades responsables de captar y crear depósitos con capacidad singular para conceder préstamos y crear dinero al mismo tiempo. Dado que la actividad financiera entre las propias instituciones financieras es cada vez más intensa, existe una tendencia en el sistema financiero a desconectarse de su función original de proveedor de financiación estable y diversificación del riesgo para apoyar la economía real y, en lugar de eso, a amplificar y concentrar riesgos provenientes del propio sector financiero.

El creciente tamaño y complejidad de los sectores financieros y su mayor impacto en las variables económicas y la inflación son recogidos adecuadamente en un análisis monetario que examina los diversos canales de transmisión que el comportamiento de los distintos sectores podría entrañar de cara a los riesgos para la inflación. Concretamente, a medida que aumenta la actividad de los mercados financieros, ello repercute en la evolución de los precios de los activos, lo que, a su vez, puede afectar a la inflación a más largo plazo.

20 Véase L. Papademos y J. Stark (eds.), *Enhancing Monetary Analysis*, BCE, Fráncfort del Meno, 2010, pp.164-180.