



I EXTENSIONES DE LOS MODELOS PARA EL ANÁLISIS MONETARIO Y DEL CRÉDITO

El siempre cambiante panorama económico y financiero de la zona del euro, especialmente durante la reciente crisis financiera, plantea constantemente nuevos interrogantes y desafíos tanto para el análisis monetario que realiza el BCE a partir de un amplio conjunto de indicadores, como para cualquier trabajo analítico orientado a la política monetaria. En estos casos, se requiere la adopción de nuevas perspectivas, la movilización de recursos de información adicionales y el desarrollo y la extensión de las herramientas analíticas.

En los últimos años se ha hecho necesario que el análisis monetario del BCE identifique con más claridad cualquier señal de alerta procedente de los agregados monetarios que apunte a riesgos sistemáticos a la baja para la estabilidad de precios. Además, dicho análisis ha tenido que hacer frente a brotes de incertidumbre más intensa con el consiguiente peligro de desdibujar el contenido informativo de la evolución monetaria. Asimismo, ha tenido que considerar la posibilidad de que la disponibilidad de crédito bancario esté restringida en distinto grado dependiendo del país, del sector económico y del tamaño de la empresa prestataria. En este artículo se examinan algunas de las recientes extensiones de los modelos utilizados en el análisis monetario amplio del BCE que abordan estos desafíos.

INTRODUCCIÓN

Cualquier marco analítico diseñado para aportar información a la formulación de la política monetaria se enfrenta continuamente a un entorno económico y financiero cambiante, a avances en las metodologías y técnicas, así como a una mayor y mejor disponibilidad de información. Este principio puede aplicarse tanto al análisis monetario del BCE como a cualquier otro trabajo analítico orientado a la política económica. Por consiguiente, mantener la relevancia del análisis de la evolución monetaria y crediticia para la política monetaria requiere una inversión constante en las herramientas analíticas que lo sustentan y que, sumadas a los conocimientos de los expertos, son el fundamento de dicho análisis. En el BCE, esta inversión ha sido continua y se formalizó en 2007 con la aprobación, por parte de su Consejo de Gobierno, de un programa de investigación para mejorar el análisis monetario.

Sin embargo, los esfuerzos por mejorar dicho análisis no se detuvieron con la conclusión de este programa. Los nuevos desafíos planteados por la crisis financiera han intensificado la necesidad de ampliar y mejorar las herramientas aplicadas. Durante la crisis, por ejemplo, fue necesario que el análisis monetario del BCE identificara más claramente los regímenes monetarios que pudieran exponer el marco de la política monetaria de la zona del euro a persistentes riesgos a la baja para la estabilidad de precios. Además, la crisis trajo consigo episodios de mayor incertidumbre que amenazaron con distorsionar el valor informativo de la evolución monetaria para la actividad económica futura. Finalmente, las tensiones que se originaron en el sector bancario pusieron en primer plano la preocupación de que las restricciones sobre la disponibilidad de financiación para la economía real pudieran estar frenando la actividad económica. La notable heterogeneidad de este fenómeno entre unos países y otros, así como entre sectores prestatarios y diferentes tamaños de empresa, supuso un desafío adicional. En este artículo se presentan algunas de las extensiones de los modelos utilizados en el análisis monetario amplio del BCE

realizadas para hacer frente a esos desafíos. En este sentido, el artículo ofrece una descripción provisional de algunos de los trabajos que se están llevando a cabo en el BCE para seguir mejorando el análisis monetario.

CONCLUSIONES

Para hacer frente a los desafíos que plantea el entorno económico y financiero para el análisis de la política monetaria en tiempo real se requiere un esfuerzo continuo, a fin de ampliar y desarrollar el marco y los instrumentos analíticos subyacentes. En los últimos años, el análisis de los agregados monetarios y crediticios en la zona del euro se ha enfrentado a varios problemas, entre los que cabe señalar la persistente debilidad de la dinámica monetaria en un contexto de bajas tasas de inflación (especialmente en los últimos tiempos), episodios de mayor incertidumbre, tensiones en el capital y en la financiación de las entidades de crédito y una gran heterogeneidad en la evolución de los préstamos otorgados por las IFM, no solo entre unos países y otros, sino también entre sectores prestatarios y diferentes tamaños de empresas. Este artículo ilustra cómo se están desarrollando extensiones y llevando a cabo avances en las herramientas analíticas del BCE para hacer frente a algunos de esos desafíos. En algunos casos, esas extensiones han permitido interpretar y valorar de forma novedosa la evolución del dinero y el crédito, mientras que, en otros, han añadido complejidad técnica y rigor analítico a evaluaciones menos formales que, inevitablemente, han de realizarse en un contexto de política monetaria en tiempo real. En la medida en que el entorno económico cambiante plantee constantemente nuevos desafíos, seguirán desplegándose esfuerzos para enriquecer aún más el marco analítico del análisis monetario.

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

2 PATRONES DE DESAPALANCAMIENTO DEL SECTOR DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS DE LA ZONA DEL EURO

En este artículo se presentan las principales conclusiones del informe sobre cuestiones estructurales de 2013, titulado «Corporate finance and economic activity in the euro area». El informe fue elaborado por un grupo de trabajo del Sistema Europeo de Bancos Centrales, que adoptó un triple enfoque. El primer enfoque analizó el aumento del apalancamiento hasta que comenzó la crisis financiera y el subsiguiente proceso de desapalancamiento del sector de sociedades no financieras. Aunque a nivel agregado de la zona del euro solo se observa una disminución gradual del apalancamiento de este sector hasta el segundo trimestre de 2013, al examinar los distintos países y sectores de actividad económica se hace evidente que el desapalancamiento de las empresas fue más intenso. De hecho, este proceso ha sido más pronunciado en los países y sectores que habían acumulado grandes volúmenes de deuda durante el período anterior a la crisis y que se vieron más gravemente afectados por esta. El segundo enfoque trasciende las consideraciones relacionadas con países y sectores y se centra en el papel que desempeñan las diferencias en las estructuras y en los comportamientos de las empresas cuando se tienen en cuenta una serie de características específicas de las empresas. El informe considera que la notable heterogeneidad patente entre las distintas empresas y la no linealidad del impacto de la reciente crisis son elementos importantes que han de tomarse en consideración al formular recomendaciones de política económica adecuadamente enfocadas. En el tercer enfoque, el informe compara la evolución del endeudamiento en la zona del euro durante la crisis con la observada en otros destacados episodios históricos, proporcionando así una perspectiva más clara de la severidad de la crisis y de los riesgos asociados a ella. Si la historia puede servir de guía, es de prever que continúe el ajuste, especialmente en los países que experimentaron una fase expansiva antes de la crisis.

En estas circunstancias, los responsables de la política económica deben realizar un difícil ejercicio de equilibrio al canalizar el necesario ajuste hacia patrones económicos más sostenibles. Las políticas económicas deberían contribuir a que el proceso de reestructuración de los sectores financiero y no financiero se desarrolle de forma ordenada, pero firme, y que sea compatible con tendencias de crecimiento económico sostenible a largo plazo. Este proceso debería tener como objetivo, en particular, reforzar los balances y los niveles de capital de los sectores bancario y de sociedades no financieras, lo que es esencial para el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Para potenciar la sostenibilidad de la recuperación económica, también es fundamental emprender reformas estructurales orientadas no solo a incrementar la competitividad y mejorar el potencial de crecimiento genuino, sino también a continuar desarrollando un sistema financiero que ofrezca una gama más amplia de alternativas de financiación.

INTRODUCCIÓN

En este artículo se analizan el aumento del apalancamiento en la etapa previa a la crisis financiera y los avances efectuados por las sociedades no financieras en el proceso de desapalancamiento desde el inicio de la crisis. En primer lugar, el artículo examina los progresos realizados por las sociedades no financieras en los distintos países y sectores de actividad de la zona del euro, y presenta evidencia de la velocidad del ajuste, de la contribución de los efectos de sustitución y de las vulnerabilidades de estas sociedades. En segundo lugar, haciendo abstracción de la heterogeneidad existente entre países y secto-

res, el artículo, mediante el estudio de los patrones de los datos a nivel de empresas, centra su atención en las diferencias observadas en la evolución de la deuda en las empresas, para comprender mejor los distintos grados de intensidad con los que la situación financiera y las decisiones de financiación han afectado al nivel de apalancamiento de las empresas durante la crisis. Por último, el artículo explica el papel de los patrones de endeudamiento de las empresas durante la crisis financiera de la zona del euro, comparando este episodio con otras importantes crisis financieras históricas. En este contexto, se identifican y se analizan las presiones de desapalancamiento esperadas en el futuro. El artículo finaliza con una serie de recomendaciones de política económica, en particular en relación con el impacto de la evolución del endeudamiento del sector de sociedades no financieras sobre la actividad económica y sobre la transmisión de la política monetaria.

El análisis confirma que en algunos países de la zona del euro se produjo un aumento excesivo del apalancamiento en el sector citado durante las fases expansivas, que exige llevar a cabo procesos de ajuste. Al abordar los problemas existentes en los balances, estos ajustes constituyen un requisito necesario para restablecer las condiciones para un crecimiento sostenible y una recuperación sólida.

CONCLUSIONES

Antes del estallido de la crisis financiera en 2008, el sector privado acumuló un volumen de deuda considerable. Hasta ahora, y utilizando datos hasta el segundo trimestre de 2013, el necesario proceso de desapalancamiento se ha llevado a cabo de manera bastante gradual a nivel agregado de la zona del euro. No obstante, este artículo muestra que un análisis más profundo proporciona una imagen más matizada. Así pues, la evolución agregada de la zona oculta movimientos más significativos en algunos países y sectores de actividad económica que se vieron particularmente afectados por la crisis. No obstante, el nivel de endeudamiento sigue siendo elevado en estas áreas. Si la historia puede servir de guía, es de prever que continúe el ajuste, sobre todo en los países en los que la fase expansiva anterior a la crisis fue más intensa. La medida en que los ajustes constituirán un lastre para la economía dependerá fundamentalmente de los canales macroeconómicos a través de los cuales se desarrolle el proceso de ajuste y de los avances realizados en esos países en lo que respecta al restablecimiento de la sostenibilidad general de la deuda, la solidez del sector bancario y la aplicación de reformas estructurales que proporcionen un apoyo adecuado.

Los episodios históricos presentados en el artículo sugieren que las medidas de política económica que se adopten deberían evitar que el proceso de desapalancamiento se produzca de manera desordenada y que tenga efectos perjudiciales. En este contexto, la política monetaria de la zona del euro ha demostrado su eficacia en la contención de las presiones de desapalancamiento sobre los bancos gracias al apoyo a la liquidez que se ha proporcionado. Por el contrario, las políticas económicas deben tratar de no contribuir a que el proceso de ajuste de los balances se demore, lo que, en última instancia, incrementaría los costes económicos del proceso de desapalancamiento. Para hallar un equilibrio, las políticas económicas deben promover con determinación un proceso de reestructuración ordenada de los sectores financiero y no financiero que sea compatible con tendencias de crecimiento económico sostenible a largo plazo y esté orientado, en particular, a reforzar los balances. En este contexto, es esencial que el sector bancario funcione y esté financiado correctamente para que las empresas tengan un acceso adecuado al crédito. La unión bancaria reviste una importancia clave en este sentido, ya que no solo acelerará los ajustes necesarios de los balances, sino que también contribuirá a la estabilidad del sistema financiero al dar lugar a un marco unificado para la supervisión de las entidades de crédito.

Al mismo tiempo, es imprescindible aplicar políticas estructurales que tengan como objetivo el desarrollo de un sistema financiero que ofrezca una gama más amplia de alternativas de financiación y restablezca la competitividad en los mercados de productos y de factores para sostener la recuperación económica.

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