

## Artículos

# El papel de las instituciones financieras no monetarias de la zona del euro en la intermediación financiera

*Ante el lento y prolongado proceso de recuperación del crédito bancario tras la crisis financiera mundial, la participación de las instituciones financieras no monetarias en la intermediación financiera de la zona del euro ha aumentado. De este modo, han contribuido a mitigar los efectos de la crisis financiera y de deuda soberana sobre la economía de la zona del euro. Al mismo tiempo, el desplazamiento observado en la intermediación a favor de instituciones no bancarias puede tener implicaciones para la transmisión de la política monetaria. En particular, las diferencias existentes en materia de regulación y supervisión parecen haber llevado a algunas instituciones financieras no monetarias a ajustar sus exposiciones al riesgo con mayor rapidez que las entidades de crédito en respuesta a cambios en los ciclos económico y financiero, acelerando así la transmisión de la política monetaria, mientras que es posible que otros sectores, como los inversores institucionales de largo plazo, tengan un efecto estabilizador. En este sentido, se ha de analizar la creciente importancia de las instituciones financieras no monetarias que están sujetas a menos regulación y supervisión por sus posibles repercusiones en la transmisión de la política monetaria. Asimismo, la interacción entre todos los intermediarios financieros ha de ser objeto de seguimiento desde la perspectiva de esta política.*

## 1

### Introducción

**Ante la lentitud con la que se está recuperando la actividad crediticia de las instituciones financieras monetarias (IFM), la participación de instituciones no pertenecientes al sector de IFM en la intermediación financiera en la zona del euro ha ido aumentado desde la crisis financiera mundial.** Entre finales de 2008 y el cuarto trimestre de 2015, las instituciones financieras no monetarias aumentaron su porcentaje de activos financieros de las empresas financieras de la zona del euro del 42 % al 57 %. Así pues, estas instituciones han ayudado a canalizar la financiación hacia los diversos sectores de una economía que tradicionalmente se ha apoyado en las entidades de crédito en materia de intermediación financiera.

**Entre los principales determinantes de este cambio se encuentra la interacción de diversos factores, de carácter tanto cílico como estructural.** La actividad crediticia de las entidades de crédito de la zona del euro ha ido disminuyendo a medida que estas entidades han tenido que hacer frente a las secuelas de la crisis financiera mundial y de deuda soberana de la zona del euro. La

reducción de la oferta de financiación bancaria es una de las razones del aumento de la actividad de intermediación de las instituciones financieras no monetarias. Al mismo tiempo, el auge de este tipo de instituciones se ha visto respaldado por los reducidos niveles de los tipos de interés tras la crisis financiera, así como por factores estructurales a más largo plazo, entre los que se incluyen las tendencias demográficas y el envejecimiento de la población. Estos factores han derivado en una mayor adquisición de productos ofrecidos por empresas de seguros y fondos de pensiones y en el incremento de los flujos de entrada en fondos de inversión no monetarios, dado que la rentabilidad de los planes de pensiones existentes ha sido inferior a los objetivos. Además, es posible que el arbitraje regulatorio haya transferido ciertas actividades de intermediación de las entidades de crédito a las instituciones financieras no monetarias.

**El cambio estructural registrado en la intermediación financiera de la zona del euro, como el desplazamiento de las IFM en favor de instituciones financieras no monetarias, tiene implicaciones para la transmisión de la política monetaria.** La mayor parte de los canales de transmisión de la política monetaria operan influyendo en la manera en que los intermediarios financieros proporcionan financiación a la economía. En este contexto, las entidades de crédito siguen desempeñando un papel muy destacado en la zona del euro. Sin embargo, la creciente importancia de las instituciones financieras no monetarias hace que estén adquiriendo una relevancia cada vez mayor en la transmisión de los impulsos monetarios. En esta función, es posible que las instituciones financieras no monetarias reaccionen de forma diferente que las entidades de crédito ante cambios en la orientación de la política monetaria y, por lo tanto, que alteren el modo en que dicha política se transmite a la economía real a través de los mercados financieros y los balances de los intermediarios.

**En particular, ciertas instituciones financieras no monetarias pueden acelerar la transmisión de la política monetaria.** Concretamente, las entidades pertenecientes al sector de otras instituciones financieras (OIF) posiblemente reaccionen con mayor celeridad que los bancos a los impulsos de la política monetaria y a los cambios en las perspectivas económicas y financieras, lo que supone que también se repliegan más rápidamente en períodos de crisis. Esto se debe, en parte, a que algunas instituciones financieras no monetarias están sujetas a una regulación y una supervisión menos estrictas. En cambio, los bancos, como entidades de depósito, mantienen reservas en los bancos centrales y actúan directamente como entidades de contrapartida en las operaciones de política monetaria, por lo que suelen beneficiarse de un mecanismo de respaldo público asociado a un amplio marco regulatorio y supervisor.

**En consecuencia, a efectos de la política monetaria, es fundamental comprender las tendencias y la evolución de los sectores de instituciones financieras no monetarias de la zona del euro.** En este contexto, en la sección 2 de este artículo se presentan brevemente las conclusiones de estudios académicos sobre el papel de estos sectores en la transmisión de la política monetaria. En la sección 3 se describe y analiza la función que desempeñan estas instituciones en el sistema financiero de la zona del euro, mientras que la sección 4 se centra en las

tendencias observadas en cada uno de los segmentos que conforman este sector. En las secciones 3 y 4 se ofrecen ejemplos de cambios con implicaciones para la transmisión de la política monetaria derivadas de los resultados descritos en la sección 2. Finalmente, en la sección 5 se presentan las conclusiones.

## 2 Conclusiones

**Ante la reducción de la oferta de crédito por parte de las entidades bancarias de la zona del euro tras la crisis financiera mundial y de deuda soberana de la zona, las instituciones financieras no monetarias han desempeñado un papel más importante en la intermediación financiera que ha contribuido a mitigar los efectos de la crisis sobre la economía de la zona del euro.** Esta tendencia se ha visto favorecida por unos tipos de interés muy bajos que han llevado a una búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores, por factores estructurales, como el envejecimiento de la población en la zona del euro, y por la existencia de cierto margen para el arbitraje regulatorio. En este entorno, destaca especialmente el mayor protagonismo adquirido por los fondos de inversión no monetarios, las empresas de seguros y los fondos de pensiones en la intermediación financiera de la zona del euro en los últimos años. Estas instituciones, que mantienen importantes carteras de valores representativos de deuda y de renta variable, han proporcionado a la economía real un volumen de financiación considerable, aunque no solo en beneficio de la zona del euro, ya que estas carteras suelen presentar una diversificación geográfica global. Del resto de las instituciones financieras no monetarias, es probable que las sociedades de capital riesgo se hayan beneficiado de la búsqueda de rentabilidad, mientras que las actividades de financiación de las entidades con fines específicos (EFE) a menudo están relacionadas con el arbitraje tributario por parte de las entidades promotoras.

**Estos cambios tienen implicaciones para la transmisión de la política monetaria.** Como se muestra en la sección 2, los canales de transmisión de la política monetaria a la economía real son aplicables —aunque de manera diferente— tanto a las IFM como a las instituciones financieras no monetarias. Sin embargo, la existencia de diferencias en los modelos de negocio de estos dos grupos de intermediarios financieros de la zona del euro, que tiene también su reflejo en términos de regulación y supervisión, implica que el mayor papel que, en general, han desempeñado las instituciones financieras no monetarias puede acelerar la transmisión —indirecta— de la política monetaria.

**La mayor relevancia de las instituciones financieras no monetarias requiere un análisis más integrado de la interacción entre los diferentes intermediarios financieros y los canales de transmisión que complementan o sustituyen a los canales tradicionales de crédito bancario y de tipos de interés.** Por lo que respecta a cada uno de los sectores que integran las instituciones financieras no monetarias, es posible que las implicaciones para la transmisión de la política monetaria derivadas de la actividad de los fondos de inversión no monetarios y de las empresas de seguros y fondos de pensiones sean menos significativas. Al igual que las IFM, estas instituciones están sujetas a regulación y a supervisión, lo que

significa que los impulsos de la política monetaria probablemente se trasladen a la economía real de manera similar a como lo hacen en el caso de las IFM, aunque a través de canales diferentes. En cambio, esto no es necesariamente válido para el resto de las instituciones financieras no monetarias. Dado que algunas de estas entidades no están sometidas al mismo grado de escrutinio que las entidades de crédito, precisan un seguimiento especial, ya que la financiación que proporcionan podría presentar un mayor carácter cíclico, lo que afectaría a la estabilidad de la transmisión de la política monetaria. No obstante, concretamente en este segmento del sistema financiero de la zona del euro la información disponible es escasa, aunque las series temporales más largas y las nuevas estadísticas, como los datos por sector «tenedor/emisor», presentadas en el recuadro 2 de este artículo, podrían subsanar algunas de estas deficiencias en el futuro.

**Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.**

# La orientación de la política fiscal de la zona del euro

*En este artículo se considera el concepto de una orientación adecuada de la política fiscal de la zona del euro en su conjunto en el contexto de la arquitectura institucional de la Unión Económica y Monetaria (UEM). A tal fin, se examinan las iniciativas recientes dirigidas a lograr una mejor coordinación de las políticas fiscales nacionales, con el fin de asegurar una orientación adecuada de la política fiscal de la zona del euro en su conjunto que equilibre los objetivos de sostenibilidad de las finanzas públicas y de estabilización macroeconómica.*

*Existe un consenso generalizado de que las políticas fiscales nacionales deben asegurar la sostenibilidad de la deuda pública, mientras que los estabilizadores automáticos pueden operar libremente para amortiguar perturbaciones específicas de cada país. Al mismo tiempo, en caso de producirse una crisis muy severa, como la profunda recesión de 2008-2009, es posible que los estabilizadores fiscales automáticos no sean suficientes, por sí mismos, para absorber la perturbación y que sea necesario adoptar medidas discrecionales adicionales, siempre que no se ponga en peligro la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio plazo. Estos elementos están incorporados en las normas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). Sin embargo, el PEC no incluye normas para los países que hayan superado sus objetivos.*

*Puede haber circunstancias en las que la instrumentación independiente de las políticas fiscales nacionales no se traduzca en una orientación conjunta adecuada de la política fiscal en la zona del euro. En este artículo se examinan las propuestas del Informe de los cinco presidentes a este respecto, incluida la creación de un Consejo Fiscal Europeo, que se espera que esté operativo en septiembre de 2016, para que asesore a la Comisión Europea sobre la orientación adecuada de la política fiscal a escala tanto nacional como europea respetando las normas del PEC. A más largo plazo, el informe contempla la creación de un Tesoro de la zona del euro para mejorar la toma conjunta de decisiones en materia de política económica y fiscales, y el establecimiento de una función de estabilización macroeconómica en la zona del euro.*

## 1 Introducción

**En la Unión Económica y Monetaria (UEM), las políticas fiscales son responsabilidad nacional. En este sentido, deben asegurar la sostenibilidad de la deuda pública y amortiguar perturbaciones específicas de cada país.** Unas finanzas públicas sostenibles son un requisito indispensable para garantizar la estabilidad de precios en la zona del euro. Al mismo tiempo, en una unión monetaria, la política fiscal sigue siendo una importante herramienta que los Gobiernos nacionales pueden utilizar para abordar circunstancias específicas de su

país. Dado que no se dispone de una autoridad fiscal competente a nivel del conjunto del área, las políticas fiscales nacionales se rigen por el marco fiscal común de la UE, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), aprobado en 1997 con el fin de hacer operativas las normas presupuestarias del Tratado de Maastricht. En el PEC, las políticas fiscales nacionales se consideran una cuestión de interés común, y deben coordinarse y no permitirse que impongan costes desproporcionados a otros países participantes en la UEM.

**El marco del PEC sirve de guía a los Estados miembros para lograr unas finanzas públicas saneadas y proporciona margen de maniobra para amortiguar las fluctuaciones cíclicas normales a través de los estabilizadores automáticos.** Los Estados miembros establecen objetivos presupuestarios a medio plazo (OMP), cuyo fin es afianzar los avances hacia la consecución de unas finanzas públicas sostenibles, al tiempo que dejan margen de maniobra fiscal. Los ajustes necesarios para cumplir el OMP se definen en términos estructurales (es decir, excluyendo el impacto del ciclo económico y de medidas de carácter transitorio) y, por consiguiente, suelen permitir el funcionamiento pleno de los estabilizadores automáticos. Estos ajustes deberían ser suficientes para hacer frente a una evolución cíclica normal a escala nacional. En tales circunstancias, los ajustes discretionarios del ciclo a través de medidas activas de política fiscal no suelen considerarse muy efectivos. Al mismo tiempo, el PEC no incluye normas sobre la instrumentación de la política fiscal en países que hayan superado sus requisitos mínimos, por lo que, a este respecto, es asimétrico.

**El actual marco de gobernanza fiscal de la UE no incluye normas o instrumentos para gestionar directamente la orientación conjunta de la política fiscal de la zona del euro, lo que constituye una diferencia clave con federaciones fiscales como Estados Unidos.** De hecho, dado que no existen instrumentos de política fiscal a nivel del conjunto del área, la orientación de las finanzas públicas de la zona del euro en su conjunto es simplemente la suma de las orientaciones fiscales de los países de la zona. Con todo, desde una perspectiva agregada, en algunas situaciones parece justificada una gestión más activa del tono de la política fiscal del conjunto de la zona del euro. El PEC contiene disposiciones que permiten que los países apliquen medidas de estímulo fiscal en circunstancias excepcionales, siempre que no pongan en peligro la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio plazo. Al mismo tiempo, el PEC no establece ninguna obligación de que los países con margen de maniobra fiscal lo utilicen. Por lo tanto, no hay garantías de que la coordinación de las políticas fiscales nacionales a través del PEC dé como resultado una orientación conjunta adecuada de la política fiscal de la zona del euro. En consecuencia, el Informe de los cinco presidentes, titulado «Completing Europe's Economic and Monetary Union» y publicado a mediados de 2015, pone de relieve la necesidad de reflexionar sobre maneras de asegurar que «la suma de los saldos presupuestarios nacionales conduzca a una orientación adecuada de la política fiscal a nivel de la zona del euro en su conjunto».

**El Informe de los cinco presidentes contempla, como fases de una reforma integral de la arquitectura institucional de la UEM, una gestión más activa de la orientación de la política fiscal en la zona del euro en su conjunto.** En este

contexto, el informe prevé el establecimiento de un Tesoro de la zona del euro para que las decisiones sobre política fiscal se adopten de manera más colectiva. El informe también propone la creación de una función central de estabilización macroeconómica para complementar la actuación de los estabilizadores automáticos a escala nacional si los presupuestos nacionales se ven desbordados por perturbaciones macroeconómicas muy severas.

**En el futuro, al valorar la «idoneidad» de la orientación de la política fiscal a nivel tanto nacional como de la zona del euro, la Comisión Europea estará asesorada por el nuevo Consejo Fiscal Europeo, que está previsto que esté operativo en septiembre de 2016.** Según se indica en el Informe de los cinco presidentes, este Consejo «debe conducir a un mejor cumplimiento de las normas fiscales comunes, a un debate público mejor fundamentado y a una coordinación más estrecha de las políticas fiscales nacionales».

**Con este trasfondo, en este artículo se considera el concepto de una orientación conjunta adecuada de la política fiscal de la zona del euro en el contexto del marco institucional de la UE.** A tal fin, examina las iniciativas recientes dirigidas a lograr una mejor coordinación de las políticas fiscales nacionales, con el fin de asegurar una orientación adecuada de las finanzas públicas de la zona del euro en su conjunto que equilibre los objetivos de sostenibilidad de las finanzas públicas y de estabilización macroeconómica.

**El artículo está estructurado como sigue:** en la sección 2 se considera brevemente la evolución de la orientación de la política fiscal de la zona del euro en el último decenio. En la sección 3 se analiza el concepto de una orientación conjunta adecuada de esta política en la zona del euro. En la sección 4 se realiza una reflexión sobre los límites a la coordinación del tono de la política fiscal en el actual marco fiscal de la UE y, a partir de este análisis, en la sección 5 se presentan consideraciones institucionales relacionadas con el trabajo del Consejo Fiscal Europeo y de un Tesoro de la zona del euro, y con la creación de una capacidad fiscal de la zona del euro. En la sección 6 se recogen las conclusiones.

## 2 Conclusiones

**Las recientes reformas institucionales han estado dirigidas a reforzar la perspectiva conjunta de la zona del euro al valorar las políticas fiscales de la zona.** Tras las reformas introducidas en los reglamentos que conforman el «two-pack» en 2013, el Consejo —basándose en la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios de los países de la zona del euro realizada por la Comisión— formula recomendaciones para la zona en su conjunto, que incluyen asesoramiento sobre la idoneidad de la orientación conjunta de la política fiscal de la zona del euro. Los Estados miembros deberían tener en cuenta estas recomendaciones al definir su estrategia de política fiscal en el contexto de las actualizaciones anuales de los programas de estabilidad. Al mismo tiempo, cuando el recién creado Consejo Fiscal Europeo esté operativo, brindará asesoramiento a la Comisión sobre la idoneidad de la orientación de la política fiscal a escala tanto

nacional como de la zona del euro de conformidad con las normas del PEC. Sin embargo, el PEC no incluye ninguna exigencia de contribuir a la orientación de la política fiscal de la zona del euro en su conjunto.

**La evaluación de la idoneidad de la orientación de la política fiscal de la zona del euro no es una tarea sencilla.** Esta evaluación debe equilibrar diversos objetivos, principalmente en lo que respecta a la sostenibilidad y la estabilización, y tener en cuenta que existen graves problemas de medición, sobre todo en relación con la brecha de producción. Aunque el método utilizado por la Comisión Europea para evaluar la orientación de la política fiscal a escala nacional y de la zona del euro constituye una base útil para el debate, es necesario seguir trabajando para desarrollar un marco metodológico sólido que sea suficientemente robusto como para permitir extraer conclusiones en este ámbito. El cumplimiento de las disposiciones del PEC y la corrección oportuna de los riesgos para la sostenibilidad de la deuda han de ser elementos clave de la evaluación del tono de la política fiscal.

**El Pacto de Estabilidad y Crecimiento ofrece flexibilidad para que las políticas presupuestarias de los Estados miembros reaccionen ante fluctuaciones cíclicas al tiempo que aseguren que se avanza adecuadamente hacia la consecución de unas finanzas públicas saneadas y sostenibles.** La aplicación íntegra y coherente del PEC es esencial para asegurar que los mercados confíen en la capacidad del marco de gobernanza de la UE para coordinar eficazmente las políticas fiscales en la UEM. Al mismo tiempo, el cumplimiento de las normas del PEC permitirá a los Estados miembros recomponer los colchones fiscales y aumentar su capacidad para amortiguar de manera eficaz perturbaciones económicas futuras.

**No obstante, el marco fiscal descentralizado no se traduce necesariamente en una orientación adecuada a escala de la zona del euro.** Por lo tanto, parece conveniente incluir dos elementos adicionales en la arquitectura institucional futura de la UEM. En primer lugar, la creación de una función de estabilización macroeconómica en la zona del euro para amortiguar fuertes perturbaciones específicas de cada país que pueden desbordar las capacidades de estabilización nacionales, como ha sucedido en la crisis reciente. El objetivo de esta función centralizada de estabilización macroeconómica no sería dirigir activamente la orientación de la política fiscal de la zona del euro, sino proporcionar un mecanismo adicional de estabilización automática, que reduciría la necesidad de aplicar políticas discretionales a nivel nacional. Dicha función debería estar diseñada de forma que mantenga los incentivos para una formulación correcta de las políticas fiscales y para abordar las deficiencias estructurales a nivel nacional. Al mismo tiempo, el acceso a una función de estabilización macroeconómica de carácter prospectivo tendría que condicionarse a la realización de avances significativos en la convergencia económica en la zona del euro para lograr estructuras económicas con una capacidad de resistencia similar, asegurando que la función de estabilización no implica transferencias permanentes entre los Estados miembros. Una mayor distribución de riesgos en la zona del euro también debería ir acompañada de una mayor coordinación conjunta de las decisiones de política económica. En segundo lugar, a más largo plazo, el Tesoro de la zona del euro

podría estar dotado de instrumentos de política fiscal para contribuir directamente a determinar la orientación de esta política en la zona. Para ello sería necesaria una cesión de soberanía nacional a instituciones a escala de la zona a través de una modificación del Tratado. Una legitimidad y rendición de cuentas democráticas sólidas son requisitos indispensables para poder establecer un Tesoro de la zona del euro que lleve a cabo funciones de política fiscal.

**Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.**