

# Artículos

## 1 Los efectos reales de las restricciones al crédito

Miguel García-Posada

*En este artículo se analiza la literatura existente sobre restricciones financieras y sus efectos en la inversión. Asimismo, se ofrece nueva evidencia al respecto basada en una muestra amplia de empresas de doce países europeos para el período 2014-2017. Los datos proceden de la encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las empresas (SAFE, en sus siglas en inglés), que se centra específicamente en las pequeñas y medianas empresas (pymes). La evidencia disponible sugiere que las restricciones al crédito desempeñan un papel crucial en las decisiones de inversión de las sociedades no financieras.*

### 1 Introducción

**Bajo determinados supuestos, la estructura de financiación de una empresa no influye en sus inversiones.** Según el teorema de Modigliani-Miller<sup>40</sup>, piedra angular de la literatura sobre las finanzas corporativas, en determinadas circunstancias, el valor de una empresa no depende de su estructura de capital. Esto implica que, en un contexto de mercados de capitales perfectos, las decisiones de financiación de una empresa son independientes de sus decisiones de inversión. En ese caso, los recursos internos y los externos son sustitutos perfectos, y las decisiones de inversión no se ven afectadas por factores financieros como la liquidez interna, el apalancamiento o los pagos de dividendos.

**Sin embargo, en la práctica, los recursos externos son generalmente más costosos que los recursos generados internamente, por diversos factores.** Factores como los costes de transacción, las ventajas fiscales, los costes derivados de las dificultades financieras, los costes de agencia y las asimetrías en la información hacen que el teorema de Modigliani-Miller no se sostenga<sup>41</sup>. En este contexto, los recursos internos y los externos son sustitutos imperfectos, lo que lleva a la aparición de una prima de financiación externa. Así pues, las restricciones financieras pueden tener efectos (negativos) importantes sobre las variables reales y, en consecuencia, la disponibilidad de financiación externa puede influir en las decisiones de inversión.

**En este artículo se analiza la literatura existente y se ofrece nueva evidencia sobre este tema.** En la sección 2 se examina la evidencia empírica relativa al

<sup>40</sup> F. Modigliani y M. H. Miller, «The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment», *American Economic Review*, vol. 48, 1958, pp. 261-297.

<sup>41</sup> Para un análisis de los estudios teóricos existentes en este ámbito, véase F. Schiantarelli, «Financial Constraints and Investment: Methodological Issues and International Evidence», *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 12, n.º 2, 1996, pp. 70-89.

impacto de las restricciones financieras en la inversión empresarial. En la sección 3 se proporciona nueva evidencia basada en la encuesta del BCE y la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las empresas (SAFE)<sup>42</sup>, que se complementa con información procedente de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro<sup>43</sup>. Por último, en la sección 4 se presentan las conclusiones.

## 4 Conclusiones

**A priori, no está claro que las restricciones al crédito afecten a la inversión empresarial.** En el contexto de unos mercados de capitales perfectos sin fricciones, el teorema de Modigliani-Miller sostiene que las decisiones de financiación de una empresa son independientes de sus decisiones de inversión porque los recursos internos y los externos son sustitutos perfectos. Sin embargo, en la práctica, diversos factores hacen que sean sustitutos imperfectos, por lo que las restricciones financieras pueden tener efectos importantes sobre la inversión empresarial. En este artículo se ha analizado la literatura existente y se ha proporcionado nueva evidencia basada en una muestra amplia de empresas europeas.

**La evidencia disponible sugiere que las restricciones financieras tienen efectos importantes sobre las decisiones de inversión de las sociedades no financieras y pone de relieve el destacado papel de la política monetaria a la hora de mitigarlos.** Ante la reciente crisis financiera, los bancos centrales de todo el mundo adoptaron medidas sin precedentes para restablecer el mecanismo de transmisión de la política monetaria y con ello alivieron las restricciones financieras que afrontaban los hogares y las empresas<sup>44</sup>. A su vez, estas medidas pueden haber impulsado la inversión a través del canal del crédito y de su impacto en la prima de financiación externa pagada por las empresas. No obstante, se ha de actuar con cautela al extraer conclusiones sobre las implicaciones macroeconómicas de los estudios mencionados —basados en evidencia microeconómica—, ya que se apoyan en análisis de equilibrio parcial y con frecuencia utilizan datos cualitativos procedentes de encuestas.

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

<sup>42</sup> Los informes periódicos sobre la encuesta SAFE pueden consultarse en el sitio web del BCE.

<sup>43</sup> Para obtener información más detallada relativa a la encuesta sobre préstamos bancarios, véase P. Köhler-Ulrich, H. Hempell y S. Scopel, «The euro area bank lending survey. Role, development and use in monetary policy preparation», *Occasional Paper Series*, n.º 179, BCE, 2016.

<sup>44</sup> La proporción de empresas con restricciones financieras en la zona del euro ha descendido desde 2012. Véase el recuadro titulado «Recent business investment developments from the perspective of firm-level survey data», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2016.

## 2

# El impacto económico del envejecimiento de la población y las reformas de los sistemas de pensiones

Carolin Nerlich y Joachim Schrotth

Este artículo examina las implicaciones macroeconómicas y fiscales del envejecimiento de la población en la zona del euro y considera cómo las reformas de los sistemas de pensiones pueden ayudar a abordar estos retos. Según las proyecciones más recientes de Eurostat, el envejecimiento de la población proseguirá e incluso se intensificará en las próximas décadas en la zona del euro. Se prevé que este proceso en curso, derivado del aumento de la esperanza de vida y las bajas tasas de fertilidad, lleve a una disminución de la oferta de trabajo y a pérdidas de productividad, así como a cambios de comportamiento, y es probable que tenga un efecto adverso sobre el crecimiento potencial. Asimismo, al provocar aumentos del ahorro por motivo precaución, cabe esperar que el envejecimiento tenga un efecto moderador sobre los tipos de interés durante un período de tiempo prolongado. El envejecimiento poblacional también conlleva variaciones de los precios relativos, debido principalmente a cambios en la demanda, con un incremento de la de servicios. Además, se prevén presiones adicionales al alza sobre el gasto público en pensiones, atención sanitaria y cuidados de larga duración en los países de la zona del euro a medida que envejezca su población.

Aunque muchos países de la zona del euro acometieron reformas de sus sistemas de pensiones tras la crisis de la deuda soberana, parece necesario emprender nuevas reformas para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo. En este sentido, la adopción de medidas que incrementen la edad de jubilación puede mitigar los efectos macroeconómicos adversos del envejecimiento, ya que tendrán un impacto positivo sobre la oferta de trabajo y el consumo interno. En cambio, aumentar el tipo de cotización o reducir la ratio de prestaciones sociales podría tener unas consecuencias macroeconómicas menos favorables.

## 1 Introducción

**El envejecimiento de la población en la zona del euro plantea varios retos económicos.** Se espera que este proceso en curso ejerza presiones a la baja sobre el crecimiento potencial, la oferta de trabajo y el tipo de interés de equilibrio. Asimismo, se prevé que las economías de los países cuya población está envejeciendo se enfrenten a unos costes fiscales más elevados relacionados con este factor, lo que podría entrañar riesgos para la sostenibilidad de las finanzas públicas. El hecho de que los patrones de consumo probablemente cambien a medida que aumente la edad de la población también podría afectar a los precios relativos, lo que, a su vez, podría tener implicaciones para la transmisión de la política monetaria. La combinación de todos estos efectos diversos se suma a los retos para la política monetaria.

**En este artículo se analizan diversas implicaciones macroeconómicas importantes del envejecimiento de la población y la manera en que las**

**reformas de los sistemas de pensiones pueden contribuir a amortiguar este impacto.** En primer lugar, se examinan las proyecciones demográficas más recientes de Eurostat y sus principales determinantes, para después analizar las repercusiones macroeconómicas del envejecimiento para el crecimiento potencial, considerando específicamente la oferta de trabajo, la formación de capital y la productividad total de los factores. Asimismo, se estudia su impacto adverso sobre el crecimiento utilizando un modelo muy estilizado. En el artículo también se aborda el efecto del envejecimiento de la población en los saldos presupuestarios y la sostenibilidad de la deuda, mientras que su impacto sobre los precios relativos a través de cambios en los patrones de consumo se analiza en un recuadro específico. En la última sección se examina el papel de las reformas de las pensiones y sus efectos macroeconómicos, con un recuadro en el que se presentan diversas simulaciones realizadas con el modelo anteriormente señalado. Las implicaciones para la política monetaria, concretamente a través de variaciones del tipo de interés real de equilibrio, también se consideran en un recuadro aparte.

## Conclusiones

**Del análisis realizado en este artículo se concluye que el envejecimiento de la población tendrá importantes implicaciones macroeconómicas y fiscales para la zona del euro.** En particular, el envejecimiento llevará a una disminución de la oferta de trabajo y es probable que tenga efectos adversos sobre la productividad, mientras que sus consecuencias para el ahorro y la inversión variarán a lo largo del tiempo en función del tamaño relativo de las diversas cohortes y de los cambios de comportamiento. En general, las simulaciones realizadas con un modelo estilizado respaldan estas conclusiones. El envejecimiento poblacional también conllevará variaciones de los precios relativos, debido principalmente a cambios en la demanda, con un aumento de la de servicios. Asimismo, el gasto público en pensiones, atención sanitaria y cuidados de larga duración se verá sometido a presiones adicionales al alza, lo que hará que a los países de la zona del euro les resulte difícil reducir su considerable nivel de deuda y garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo.

**En este contexto, muchos países acometieron reformas de los sistemas de pensiones tras la crisis de la deuda soberana, aunque estas se han ralentizado en los últimos tiempos.** Sería esencial emprender reformas adicionales en este ámbito y no deberían postergarse, teniendo en cuenta también consideraciones de economía política.

**Aunque las reformas de las pensiones ayudarán a contener el impacto fiscal del envejecimiento de la población, sus implicaciones macroeconómicas concretas pueden variar considerablemente en función de la naturaleza específica de las medidas de reforma.** En particular, cabe esperar que el aumento de la edad de jubilación reduzca los efectos adversos del envejecimiento, gracias a su impacto favorable sobre la oferta de trabajo y el consumo interno. En cambio, la reducción de la ratio de prestaciones sociales probablemente contribuirá muy poco a paliar estos efectos macroeconómicos, mientras que la subida del tipo de cotización

de hecho tenderá a acentuarlos. Las simulaciones realizadas con un modelo estilizado respaldan estas conclusiones. Ahora bien, por definición, estos resultados solo representan una valoración general de los efectos macroeconómicos de las reformas de las pensiones y no permiten extraer conclusiones sobre las agendas reformistas de países concretos. Asimismo, los factores relacionados con el envejecimiento de la población y las reformas de las pensiones son un determinante a largo plazo del tipo de interés real de equilibrio, que una política monetaria orientada a la estabilidad de precios ha de tener en cuenta.

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