

---

# Análisis de las magnitudes monetarias dentro de la UEM

## 1. INTRODUCCIÓN

La incorporación de España a la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM) y la ejecución de una política monetaria única para el conjunto de la zona del euro han supuesto que el análisis de las variables monetarias y financieras que venía realizando el Banco de España haya cambiado sustancialmente. El enfoque tradicional basado en el seguimiento de un agregado amplio de liquidez, como ALP, y en la realización de un completo ejercicio de programación monetaria, en el que se trataba de buscar la coherencia entre ese agregado monetario y sus contrapartidas, ha perdido actualmente su validez, ya que la política monetaria única no se guía por criterios nacionales, sino por las condiciones del conjunto de países que integran la UEM. En este sentido, los únicos agregados monetarios y crediticios relevantes para la conducción de la política monetaria europea son los que se definen para el conjunto de la UEM. Además, para conseguir que la política monetaria sea eficaz, es necesario que sus mensajes y señales sean claros, lo que, en el ámbito europeo, exige que el análisis de la política monetaria esté coordinado entre los bancos centrales nacionales y el Banco Central Europeo.

Aunque no va a ser objeto de estudio en este artículo, también el análisis de los tipos de interés de los mercados financieros nacionales se ha modificado significativamente a partir de 1999. En efecto, la creación de la moneda única ha supuesto eliminar una de las barreras que impedía la completa integración de los mercados financieros y ha conducido a que los tipos de interés negociados en los mercados financieros mayoristas de los distintos países de la UEM se hayan aproximado extraordinariamente. De esta forma, el análisis que la política monetaria realiza sobre los tipos de interés de los mercados monetarios y de deuda pública —y sobre la curva de rendimientos que esos mercados definen— también puede prescindir, en gran medida, de las particularidades nacionales.

Sin embargo, al mismo tiempo, persiste el interés por conocer mejor la forma en que los agentes económicos residentes en el propio país adoptan sus decisiones financieras y las repercusiones que estas tienen sobre la situación económica. También resulta relevante evaluar la manera en que la política monetaria única afecta a los incentivos que tienen los agentes nacionales para ahorrar, invertir, endeudarse o gastar, entre otras cosas, con el fin de que las otras vertientes de la política económica que quedan bajo el control de las autoridades nacionales puedan ejercer el correspon-

diente papel estabilizador. La información sobre los activos financieros y los pasivos de los principales sectores económicos del país permite examinar, además, la estructura financiera de la nación y detectar la existencia de riesgos de desequilibrio en las cuentas sectoriales. Finalmente, este análisis de base nacional también contribuye a enriquecer el que el Eurosistema —esto es, los bancos centrales nacionales de los países que han adoptado el euro como moneda única y el BCE— debe realizar de la situación económica en el conjunto de la UEM.

Este artículo resume los principales cambios que se han producido en la forma de realizar el análisis monetario y financiero tras el paso al área monetaria común. Para ello, en el apartado 2 se describen brevemente qué agregados monetarios y crediticios sigue regularmente la autoridad monetaria europea y qué papel desempeñan las contribuciones nacionales en la evaluación de los mismos, y termina examinando las razones por las que esas contribuciones no resultan adecuadas para realizar un análisis puramente nacional de la situación financiera. Las variables alternativas que ha construido el Banco de España para poder producir ese análisis se presentan en el apartado 3. Finalmente, se incluyen unas breves conclusiones.

## 2. EL ANÁLISIS DE LAS CONDICIONES MONETARIAS Y CREDITICIAS EUROPEAS

En los últimos meses de 1998, el Consejo de Gobierno del BCE decidió los elementos de la estrategia de política monetaria que iba a adoptar a partir de 1999. En primer lugar, definió cuantitativamente la estabilidad de precios —cuyo mantenimiento es, de acuerdo con el Tratado de la UE, el objetivo primordial de la política monetaria— como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) por debajo del 2 %. En segundo lugar, acordó que este objetivo se persiguiera mediante el análisis sistemático y la evaluación global de un conjunto amplio de indicadores económicos, monetarios y financieros. Entre estos indicadores, la cantidad de dinero, más concretamente, un agregado monetario amplio, que es M3, constituye el denominado «primer pilar» de la política monetaria. El Consejo de Gobierno del BCE convino en establecer un valor de referencia para el crecimiento de este agregado monetario, que se fijó en un nivel del 4,5 %, en términos de su tasa interanual. El «segundo pilar» de la estrategia de política monetaria está formado por un conjunto amplio de indicadores, entre los que se encuentran indicadores monetarios (como otros agregados monetarios —M1 y M2—), crediti-

cios (como el crédito al sector privado), financieros (como los tipos de interés a largo plazo, la curva de rendimientos o el tipo de cambio) e indicadores económicos (como los relativos a costes laborales, política fiscal, actividad real, índices de precios, etc.), cuyo seguimiento minucioso permite realizar una valoración de las perspectivas inflacionistas de la zona del euro en su conjunto. Por tanto, el análisis monetario del Eurosistema se va a centrar en el seguimiento regular de M3 y, además, en la evaluación de la trayectoria de un conjunto de indicadores, entre los que se encuentran otros agregados monetarios y de crédito.

La información sobre agregados monetarios y crediticios que analiza el Eurosistema se basa en los estados contables que las Instituciones Financieras Monetarias (IFM) —en la actualidad, entidades de crédito y fondos de inversión del mercado monetario— remiten regularmente a los bancos centrales de los países donde están localizadas y que estos envían, a su vez, al BCE para que acumule y consolide los datos nacionales. Dado que esa información es la base del análisis de las condiciones monetarias y financieras de la UEM, se exige a las IFM que informen de los activos y pasivos financieros que mantienen, no solo frente a los residentes nacionales, sino frente a los residentes de todos los países de la UEM.

También es importante señalar que, para calcular las tasas de crecimiento de los agregados monetarios y crediticios, el Eurosistema no considera los saldos brutos de los que informan las IFM, sino que ajusta esos saldos para tener en cuenta solo las variaciones de los saldos que son reflejo de operaciones efectivas y no de otros factores, como reclasificaciones de activos y pasivos financieros, cambios en la población de IFM declarante, o modificaciones en el valor de los instrumentos financieros por fluctuaciones del tipo de cambio o del precio de los títulos en los mercados financieros. Las variaciones de las series de saldos brutos se depuran de esos ajustes y se obtienen unos flujos financieros efectivos. Estos son los que se utilizan para calcular las tasas de crecimiento de los distintos agregados monetarios y crediticios. Así, por ejemplo, las tasas interanuales de crecimiento se calculan como el cociente de la suma de los flujos en los últimos doce meses y el saldo bruto registrado doce meses antes.

En cuanto a los agregados monetarios, M3, que es el más relevante para el Eurosistema, es una variable que recoge una parte importante de los activos líquidos de los agentes económicos. No debe confundirse con la definición tradicional que tenía M3 en España anteriormente. En el cuadro 1, se resumen las

CUADRO 1

## Definiciones de los agregados monetarios en la zona del euro

	España antes de la UEM			Zona del euro		
<b>SECTORES EMISORES</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Entidades de crédito españolas</li> </ul>			<ul style="list-style-type: none"> <li>Entidades de crédito de la zona del euro</li> <li>Fondos del Mercado Monetario (FMM) de la zona del euro</li> </ul>		
<b>SECTORES TENEDORES</b>	<p><b>Residentes en España:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Empresas no financieras y familias</li> <li>Instituciones privadas sin fines de lucro</li> <li>Empresas de seguros</li> <li>Fondos de pensiones</li> <li>Fondos de inversión</li> <li>Sociedades y agencias de valores</li> <li>Otros organismos públicos</li> </ul>			<p><b>Residentes en la zona del euro:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Empresas no financieras y familias</li> <li>Instituciones privadas sin fines de lucro</li> <li>Empresas de seguros</li> <li>Fondos de pensiones</li> <li>Fondos de inversión (excepto FMM)</li> <li>Sociedades y agencias de valores</li> <li>Administraciones Públicas, excepto la Administración Central</li> </ul>		
<b>ACTIVOS FINANCIEROS</b>	<b>M1</b>	<b>M2</b>	<b>M3</b>	<b>M1</b>	<b>M2</b>	<b>M3</b>
Efectivo en circulación	X	X	X	X	X	X
Depósitos a la vista	X	X	X	X	X	X
Depósitos a plazo						
Hasta dos años			X		X	X
Superior a dos años			X			
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses		X	X		X	X
Cesiones temporales			X			X
Participaciones en Fondos del Mercado Monetario (FMM) e instrumentos del mercado monetario						X
Valores distintos de acciones						
Hasta dos años			X			X
Superior a dos años			X			

Nota: «X» significa conceptos incluidos en la definición respectiva.

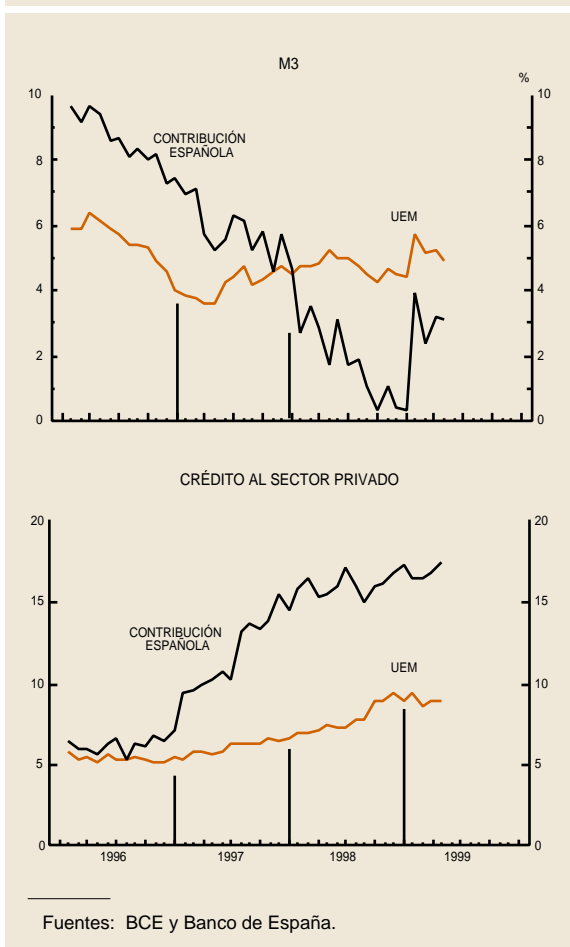
principales diferencias entre la definición de ese y otros agregados monetarios, como M1 y M2, en la UEM, en comparación con las definiciones que existían de esos agregados en España antes de 1999. En todos estos casos existen diferencias en los sectores que se consideran emisores y tenedores de dinero: así, los emisores de dinero —que, en España, eran las entidades de crédito— en la UEM son las denominadas IFM, que incluyen, además de las entidades de crédito, los fondos de inversión del mercado monetario; por otra parte, los sectores tenedores en el caso de la UEM incluyen las Administraciones Públicas, salvo la Administración Central, mientras que ese sector se excluía completamente de las definiciones de agregados monetarios en España. Además, la composición por instrumentos también es diferente: en la definición de M3 del Eurosistema se incluyen los depósitos a plazo solo si este es inferior a dos años y los valores

bancarios con vencimiento hasta dos años, además de considerarse las participaciones de los fondos del mercado monetario; por el contrario, la antigua definición de M3 en España incluía todos los depósitos a plazo y los valores bancarios, con independencia de su vencimiento, y no tenía en cuenta las participaciones en FIAMM.

Con la información recogida y procesada por el Banco de España, procedente de las IFM españolas, es posible calcular cuál es la evolución de la contribución española al crecimiento de los agregados monetarios y crediticios europeos. En el gráfico 1 se representan, por ejemplo, la tasa interanual de variación del agregado M3 de la UEM y de la contribución española, y la trayectoria del crédito al sector privado en el conjunto de la UEM y la evolución del crédito concedido por las IFM españolas. Este desglose por países de los agregados monetarios y

GRÁFICO 1

**Evolución del M3 y del crédito al sector privado en la UEM y contribución española**  
Tasas de crecimiento interanual



crediticios en la UEM puede tener cierto interés para evaluar las tendencias monetarias de los países de la zona del euro y compararlas entre sí, y para examinar, a la luz de las mismas, la evolución de otras variables económicas o financieras relevantes. Sin embargo, ese análisis no es esencial desde el punto de vista del Eurosistema, que, como se mencionó antes, debe orientar y adaptar su política monetaria a las condiciones del conjunto de la zona del euro.

Además, desde el punto de vista nacional, esa información no resulta la más idónea para valorar las condiciones monetarias y financieras nacionales, por las siguientes razones:

- En primer lugar, hay que considerar que el marco de análisis de un banco central nacional, que parte tradicionalmente del estudio del balance del sistema crediticio, no es la mejor aproximación para examinar la forma en que la política monetaria afecta a la economía de una región de una zona monetaria. Por el contrario, este objetivo exige conocer

la respuesta de los agentes económicos más relevantes —en particular, las familias y las empresas— a los impulsos monetarios, y esa respuesta puede manifestarse por vías distintas a la que se refleja en el balance de las IFM.

- En segundo lugar, las definiciones de agregados monetarios y crediticios de la UEM se basan en una sectorización y en una delimitación de instrumentos financieros que nace del acuerdo entre los bancos centrales del Eurosistema y el BCE, y que, aun siendo adecuada para analizar la situación monetaria en el conjunto de la zona del euro, es susceptible de mejorarse para fines de análisis puramente nacional. Así, por ejemplo, el hecho de que un agregado monetario europeo presente una relación estrecha con las principales variables de gasto no significa que todas las contribuciones nacionales a dicho agregado conserven esa relación respecto al gasto nacional.
- Finalmente, debe tenerse en cuenta que, por ejemplo, en nuestro caso, las contribuciones españolas al crecimiento de los agregados monetarios y crediticios incluyen componentes que, en principio, no están relacionados con las variables económicas nacionales, pues esa información se basa en la actividad de las IFM españolas con los sujetos residentes en la UEM. De esta forma, en la contribución española a M3 se incluyen los activos líquidos en poder de agentes que residen en otros países de la zona del euro y, de la misma manera, en la contribución española al crédito al sector privado se incluyen los préstamos concedidos a dichos agentes por las IFM españolas.

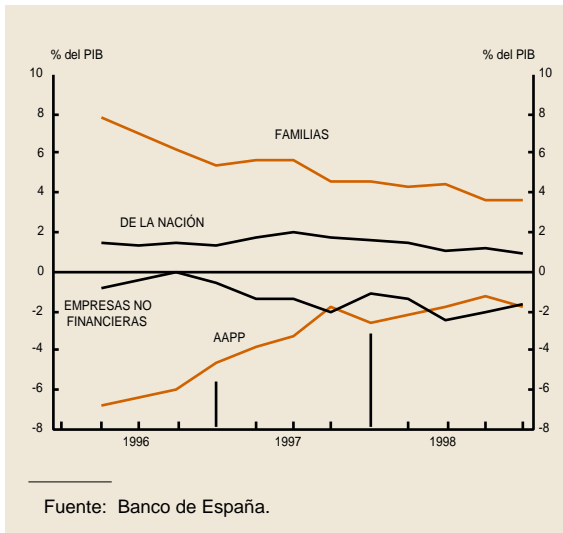
Estos inconvenientes han llevado al Banco de España a tratar de identificar otras variables financieras que fueran relevantes para evaluar la situación económica nacional. Estas variables no tienen, en ningún caso, la consideración de agregados monetarios ni de sus contrapartidas, porque la existencia de una política monetaria única exige que los indicadores a los que el Eurosistema debe prestar atención sean también únicos.

### 3. UN ANÁLISIS MONETARIO Y FINANCIERO NACIONAL EN EL ÁMBITO DE LA U.E.M.

En el apartado anterior se describió por qué las contribuciones nacionales a las definiciones de los agregados monetarios y crediticios europeos pueden no ser plenamente satisfactorias para organizar en torno a ellas un análisis

GRÁFICO 2

### Ahorro financiero neto (acumulado cuatro últimos trimestres)

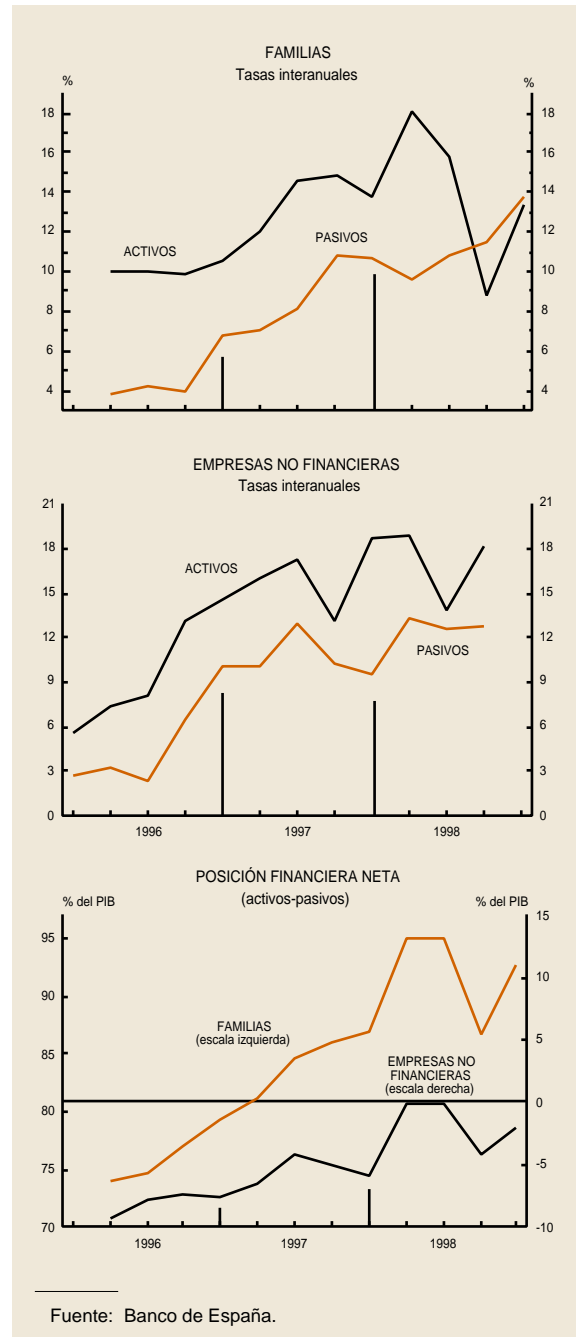


monetario y financiero de carácter nacional. Al mismo tiempo, la ausencia de una política monetaria nacional autónoma permite superar el análisis tradicional anclado en el balance del sistema crediticio, como instrumento de creación de liquidez y de capacidad de gasto, y pasar a un esquema en el que el conjunto de decisiones financieras de los agentes económicos adquiere relevancia para el análisis monetario. Este esquema más amplio permite vincular más estrechamente la evolución de las variables financieras con las reales y hace posible evaluar los efectos que las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema tienen sobre los agentes nacionales.

La información que permitiría un análisis más exhaustivo de la situación monetaria y financiera sería la referente a los activos y pasivos financieros mantenidos por todos los sectores de la economía española. En el pasado, esta información solo se examinaba en su totalidad en el *Informe anual* del Banco de España, y se publicaba, también anualmente, en las *Cuentas financieras de la economía española*. Sin embargo, desde comienzos de este año se han empezado a publicar en Internet unas cuentas financieras trimestrales de la economía española, un resumen de las cuales se recoge en el *Boletín estadístico* del Banco de España. Esta versión trimestral de las cuentas financieras, si bien no presenta el mismo detalle que las correspondientes anuales, muestra las rúbricas más relevantes desde el punto de vista del análisis. Al considerarse que estas cuentas trimestrales constituyen una base adecuada para realizar una evaluación regular de la situación monetaria y financiera de la economía es-

GRÁFICO 3

### Activos y pasivos financieros totales de empresas no financieras y familias



pañola, ya en abril de este año, el *Boletín económico* del Banco de España presentó, dentro de su informe trimestral, el primer examen de la evolución reciente de los flujos financieros de la economía española (véanse los gráficos 2 y 3).

La cantidad, complejidad y diversidad de fuentes de la información recogida en estas cuentas financieras trimestrales hacen imposible aumentar su frecuencia de publicación. Por ello, para complementar este análisis trimestral

## Composición de las definiciones de liquidez

A) Definición de los sectores emisor y tenedor	Contribución española a M3		Activos financieros líquidos (AFL)	
	Residentes en España	Residentes en el resto de la zona del euro	Residentes en España	Residentes en el resto de la zona del euro
<b>Sector emisor</b>	IFM (Entidades de crédito y FIAMM)		Entidades de crédito y fondos de inversión FIAMM y FIM renta fija	
<b>Sector tenedor</b>	Residentes en la zona del euro (véase cuadro 1)		Empresas no financieras y familias	
<b>B) Definición de los instrumentos financieros</b>	Contribución española a M3		Activos financieros líquidos (AFL)	
Efectivo en circulación				
Depósitos a la vista				
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses				
Depósitos a plazo				
Hasta un año				
De uno a dos años				
A más de dos años				
Cesiones temporales				
Valores bancarios				
Hasta un año				
De uno a dos años				
A más de dos años				
Participaciones en fondos de inversión				
FIAMM				
FIM de renta fija				

más exhaustivo y sistemático, el Banco de España ha elaborado unos indicadores mensuales que recogen una parte de la información financiera de las familias y de las empresas, que se encuentra disponible con un desfase muy corto, porque, en buena medida, proceden de los datos proporcionados por las IFM en sus balances mensuales. Estos indicadores son, por el lado del activo, un conjunto de activos financieros líquidos de las familias y de las empresas españolas y, por el lado del pasivo, la financiación captada por esos sectores en el sistema crediticio y en los mercados de valores de renta fija. En diciembre de 1998, los activos financieros líquidos de las familias y empresas representaban el 46 % del total de los activos financieros de esos sectores, mientras que la variable de financiación constituía el 64 % de los pasivos totales.

Los activos financieros líquidos de las empresas y familias se componen de un conjunto de instrumentos financieros que se consideran realizables con pérdidas de capital reducidas y

ciertas, y que guardan una relación estable con el gasto nominal. Estos instrumentos son los denominados medios de pago (efectivo, depósitos a la vista y de ahorro) y otros activos que tienen unas características próximas a los medios de pago en cuanto a su liquidez, como los depósitos a plazo, las adquisiciones temporales, los valores bancarios y las participaciones en fondos de inversión monetarios (FIAMM) y de renta fija nacionales. En los balances bancarios mensuales, que son la fuente principal de información para construir estas variables, las empresas y las familias aparecen englobadas con otros agentes, como las empresas de seguro o los fondos de inversión, dentro de la categoría denominada «Otros sectores residentes», por lo que debe estimarse qué parte del total corresponde efectivamente a familias y a empresas. Para esto, existe información trimestral que permite aproximar esa desagregación a nivel mensual.

Estos activos financieros líquidos muestran importantes diferencias con la contribución es-

CUADRO 3

## Composición de las definiciones de financiación

A) Definición de los sectores que otorgan y reciben la financiación	Contribución española al crédito UEM		Financiación nacional		
	Residentes en España	Residentes en el resto de la zona del euro	Residentes en España	Residentes en el resto de la zona del euro	Resto del mundo
<b>Sectores que conceden la financiación</b>	IFM		Todos los sectores		
<b>Sectores que reciben la financiación</b>	* AAPP de la zona del euro * Sectores distintos de IFM de la zona del euro		* AAPP * Empresas no financieras y familias		
<b>B) Definición de los instrumentos de financiación</b>	Contribución española al crédito UEM		Financiación nacional		
	Crédito a las AAPP de la zona del euro		Crédito a las AAPP españolas		
Préstamos Valores					
	Crédito a los sectores distintos de IFM de la zona del euro (excepto AAPP)		Crédito a empresas y familias residentes en España		
Préstamos Valores distintos de acciones Acciones y participaciones					

pañola a la M3 de la UEM (véase cuadro 2). En concreto, los activos financieros líquidos solo incluyen los activos financieros de las familias y empresas residentes en España, de forma que los residentes en otros países de la UEM no se consideran. Además, la composición por instrumentos de este indicador es más amplia, pues se incluyen todos los depósitos a plazo y los valores bancarios (mientras que la M3 europea solo considera los que presentan un vencimiento hasta dos años) y, junto con las participaciones en fondos del mercado monetario (recogidas en la definición de la UEM), se incluyen las mantenidas en fondos de renta fija. Los activos financieros líquidos de familias y empresas se publican mensualmente en el *Boletín económico* (véase gráfico 4).

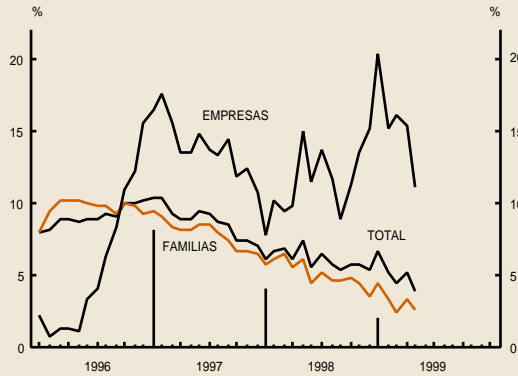
También mensualmente se calcula un indicador que recoge la financiación que reciben las empresas y las familias residentes de las entidades de crédito —ya sean nacionales o extranjeras— y de los mercados de valores de renta fija. La parte del crédito bancario de este agregado también procede de los estados mensuales de las IFM, por lo que hay que proceder, como en

el caso de los activos financieros líquidos, a aproximar la parte correspondiente a empresas y a familias. El cuadro 3 muestra que, también en este caso, el indicador de financiación presenta diferencias relevantes respecto al crédito al sector privado que considera el Eurosistema. Además, se construye una variable de financiación a las Administraciones Públicas que incluye el saldo vivo de valores públicos y créditos concedidos a este sector, del que se deducen los depósitos, normalmente a la vista, que las Administraciones Públicas mantienen en el Banco de España o en otras IFM (véase gráfico 5).

Estos indicadores permiten obtener información rápida y fiable sobre la evolución financiera de los principales agentes de la economía española, ayudan a analizar otras cuestiones financieras y complementan la evaluación que se hace de la situación económica desde el punto de vista de la coyuntura real. En todo caso, como se mencionó anteriormente, representan un avance del análisis más completo e integrado que se realiza trimestralmente en el marco del informe que con esa periodicidad elabora el Banco de España.

GRÁFICO 4

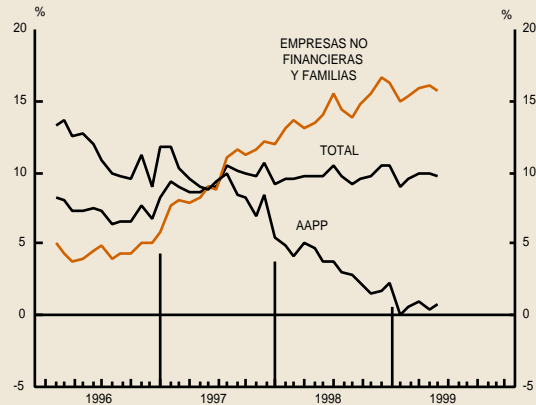
**Activos financieros líquidos de las familias  
y de las empresas no financieras  
Tasas interanuales**



Fuente: Banco de España.

GRÁFICO 5

**Financiación de las familias, de las empresas no  
financieras y de las Administraciones Públicas  
Tasas interanuales**



Fuente: Banco de España.

#### 4. CONCLUSIONES

La presencia de España en el área monetaria común que se ha creado en Europa en enero de este año ha tenido repercusiones importantes sobre la forma en que el Banco de España venía realizando su análisis monetario. Por un lado, es evidente que la política monetaria ya no puede evaluarse atendiendo a los indicadores tradicionales, puesto que dicha política debe estar orientada a la situación del conjunto de la zona del euro y no a las perspectivas de ningún país específico. Por otro lado, los datos monetarios y financieros nacionales siguen constituyendo una fuente de informa-

ción rápida, fiable y esencial para evaluar nuestra situación económica. Por ello, el Banco de España ha establecido un nuevo marco de análisis monetario y financiero, que se basa en las cuentas financieras de los sectores económicos y que tiene su traslación práctica en la publicación mensual de información y de comentarios sobre un conjunto relevante de activos y pasivos financieros de las empresas no financieras y de las familias españolas, y en la publicación trimestral de un informe más amplio sobre los flujos financieros entre los principales sectores económicos.

24.6.1999.