



EDITORIAL

En su reunión celebrada el 6 de febrero, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. La información disponible confirma que la moderada recuperación de la economía de la zona del euro sigue avanzando en línea con la valoración anterior del Consejo de Gobierno. Al mismo tiempo, las presiones subyacentes sobre los precios en la zona del euro siguen siendo débiles y la evolución monetaria y la del crédito siguen contenidas. Las expectativas de inflación para la zona del euro a medio y a largo plazo siguen firmemente ancladas en línea con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en niveles inferiores, aunque próximos, al 2%. Como ya se ha señalado en anteriores ocasiones, la economía de la zona del euro está experimentando un período prolongado de baja inflación, al que seguirá una evolución ascendente gradual hacia tasas de inflación inferiores, aunque próximas, al 2%. En lo que se refiere a las perspectivas a medio plazo para los precios y el crecimiento, nuevos datos y análisis estarán disponibles a principios de marzo. La evidencia más reciente confirma íntegramente la decisión del Consejo de Gobierno de mantener la orientación acomodaticia de la política monetaria durante el tiempo que sea necesario, lo que contribuirá a la recuperación gradual de la economía en la zona del euro. El Consejo de Gobierno reitera con firmeza sus indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*). El Consejo de Gobierno sigue esperando que los tipos de interés oficiales del BCE se mantengan en los niveles actuales o en niveles inferiores durante un período prolongado. Esta expectativa se basa en el mantenimiento a medio plazo de unas perspectivas de inflación en general contenidas, dada la debilidad generalizada de la economía y la atonía de la evolución monetaria. En lo que concierne a la reciente volatilidad observada en el mercado monetario y su posible influencia en la orientación de la política monetaria, el Consejo de Gobierno sigue atentamente su evolución y está dispuesto a considerar todos los instrumentos disponibles. En conjunto, el Consejo de Gobierno reitera su firme determinación de mantener el alto grado de acomodación monetaria y su disposición para adoptar nuevas medidas decisivas si fuera necesario.

En lo que respecta al análisis económico, tras dos trimestres de crecimiento positivo del PIB real, la evolución reciente de los datos y los resultados de las encuestas sugieren que la recuperación ha seguido siendo moderada en el último trimestre de 2013. En cuanto al futuro, se ha confirmado la valoración anterior del Consejo de Gobierno respecto al crecimiento económico. Se espera que el producto de la zona del euro se recupere a ritmo lento. En particular, la demanda interna debería experimentar cierta mejora, respaldada por la orientación acomodaticia de la política monetaria, la mejora de las condiciones de financiación y los progresos realizados en materia de saneamiento presupuestario y reformas estructurales. Además, las rentas reales se están beneficiando del descenso de la inflación de los precios de la energía. Se espera que la actividad económica se beneficie también de un fortalecimiento progresivo de la demanda de exportaciones de la zona del euro. Al mismo tiempo, aunque el desempleo en la zona del euro está estabilizándose, sigue siendo elevado y los ajustes que aún se necesitan en los balances de los sectores público y privado continuarán lastrando el ritmo de la recuperación económica.

Los riesgos para las perspectivas económicas de la zona del euro continúan siendo a la baja. La evolución de las condiciones de los mercados monetarios y financieros mundiales y las incertidumbres conexas, notablemente en economías emergentes, podrían afectar negativamente a las condiciones económicas. Otros riesgos a la baja están relacionados con un crecimiento de la demanda interna y de las exportaciones más débil de lo esperado y una aplicación lenta o insuficiente de reformas estructurales en los países de la zona del euro.

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 0,7% en enero de 2014, frente al 0,8% registrado en diciembre. Este descenso se debió principalmente a la evolución de los precios de la energía. Al mismo tiempo, la tasa de inflación

registrada en enero de 2014 fue inferior a la generalmente esperada. Teniendo en cuenta la información disponible y los precios actuales de los futuros sobre la energía, se prevé que las tasas de inflación interanual medida por el IAPC se mantengan en torno a los niveles actuales durante los próximos meses. A medio plazo, se espera que las presiones subyacentes sobre los precios en la zona del euro sigan contenidas. Las expectativas de inflación para la zona del euro a medio y a largo plazo siguen firmemente ancladas en línea con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en niveles inferiores, aunque próximos, al 2 %.

Los riesgos tanto al alza como a la baja para las perspectivas sobre la evolución de los precios siguen siendo limitados y, en general, equilibrados a medio plazo.

En lo que respecta al análisis monetario, los datos de diciembre de 2013 confirman la valoración de que el crecimiento subyacente del agregado monetario amplio (M3) y del crédito es contenido. El crecimiento interanual de M3 se moderó hasta el 1,0 % en diciembre, desde el 1,5 % registrado en noviembre. Los flujos de salida de depósitos de diciembre reflejaron las importantes ventas de valores del sector público y privado realizadas por las IFM de la zona del euro que, en parte, podrían estar relacionadas con los ajustes realizados por las entidades de crédito con vistas a la evaluación global de los balances de las entidades de crédito que el BCE está llevando a cabo. Lo anterior afectó también al crecimiento interanual de M1, que se moderó hasta situarse en el 5,8 % en diciembre aunque siguió siendo fuerte. Al igual que en los meses anteriores, el factor principal del crecimiento interanual de M3 fue un incremento de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM, que ha seguido reflejando el creciente interés de los inversores internacionales en los activos de la zona del euro. La tasa de variación interanual de los préstamos al sector privado siguió contrayéndose. El crecimiento interanual de los préstamos a hogares (ajustados de ventas y titulaciones) se mantuvo en el 0,3 % en diciembre, prácticamente sin variación desde principios de 2013. La tasa de variación interanual de los préstamos a sociedades no financieras (ajustada de ventas y titulaciones) se situó en el -2,9 % en diciembre, frente al -3,1 % registrado en noviembre. La encuesta sobre préstamos bancarios de enero de 2014 ofrece indicios de un cierto avance en la estabilización de las condiciones de concesión de préstamos a empresas y hogares y de un menor descenso neto de demanda de préstamos por parte de las empresas. En conjunto, la débil evolución de los préstamos a sociedades no financieras sigue reflejando su desfase con respecto al ciclo económico, el riesgo crediticio y el ajuste en curso de los balances de los sectores financiero y no financiero.

Desde el verano de 2012 se han logrado progresos importantes en la mejora de la situación de financiación de las entidades de crédito. Con el fin de garantizar una transmisión adecuada de la política monetaria a las condiciones de financiación de los países de la zona del euro, es esencial que la fragmentación de los mercados de crédito de la zona siga reduciéndose y que la capacidad de resistencia de las entidades de crédito se refuerce donde resulte necesario. Este es el objetivo de la evaluación global del BCE, mientras que la aplicación oportuna de medidas adicionales para la creación de una unión bancaria contribuirá también a restablecer la confianza en el sistema financiero.

En síntesis, el análisis económico confirma la expectativa del Consejo de Gobierno de un período prolongado de baja inflación, seguido de una evolución ascendente gradual hacia tasas de inflación inferiores, aunque próximas al 2 %. El contraste con las señales procedentes del análisis monetario confirma el escenario de atonía de las presiones subyacentes sobre los precios en la zona del euro a medio plazo.

En lo que se refiere a las políticas fiscales, los países de la zona del euro deberían mantener los esfuerzos de saneamiento del pasado y reconducir las elevadas ratios de deuda pública hacia una senda descendente

a medio plazo. Las estrategias fiscales deberían ser acordes al Pacto de Estabilidad y Crecimiento y garantizar un conjunto de medidas de saneamiento favorables al crecimiento, que combinen la mejora de la calidad y la eficiencia de los servicios públicos con la reducción al mínimo de los efectos distorsionadores de los impuestos. Si se acompañan de la aplicación decidida de reformas estructurales, estas estrategias supondrán un apoyo adicional para la recuperación, todavía débil, de la economía de la zona del euro.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos: En el primero se examinan las recientes extensiones de los modelos utilizados en el análisis monetario amplio del BCE. En el segundo, se analizan los patrones de desapalancamiento del sector de sociedades no financieras de la zona del euro.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA RESÚMENES DE LAS SECCIONES



I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La economía mundial está mejorando gradualmente, pero el crecimiento sigue siendo moderado y se aprecian diferencias entre regiones. Aunque la dinámica del crecimiento se está afianzando de forma sostenida en la mayoría de las economías avanzadas, respaldada por factores tales como una política monetaria acomodaticia y una menor carga fiscal, en las economías emergentes ha perdido cierta intensidad, como consecuencia de los persistentes obstáculos estructurales, de la incertidumbre sobre las políticas económicas y de la volatilidad imperante en los mercados financieros. Los últimos indicadores de opinión apuntan a la continuación de una moderada expansión de la economía mundial a principios de 2014 y a un fortalecimiento progresivo del comercio internacional. La inflación mundial sigue siendo reducida, debido a la menor contribución de los precios de las materias primas y a la elevada capacidad productiva sin utilizar, mientras que las expectativas de inflación están firmemente ancladas en la mayor parte de los países.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

El crecimiento subyacente del agregado monetario amplio y del crédito continuó siendo débil. El crecimiento interanual de M3 descendió hasta situarse en el 1% en diciembre de 2013, como consecuencia de las salidas registradas en los depósitos minoristas. Por lo que respecta a los componentes, el crecimiento interanual de M1 continuó siendo el que más contribuyó al avance interanual de M3. En cuanto a las contrapartidas, el crecimiento interanual del agregado monetario amplio siguió respaldado por los acusados incrementos intermensuales de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM, que fueron atribuibles, en cierta medida, al interés de los inversores internacionales por los activos de la zona del euro y a la reducción de los pasivos financieros a más largo plazo. Las salidas de depósitos de M3 observadas en diciembre reflejan ventas significativas de deuda pública y de valores distintos de acciones del sector privado por parte de las IFM. La tasa de variación interanual del crédito otorgado por las IFM al sector privado (ajustado de ventas y titulizaciones) se situó en niveles algo más negativos, principalmente como resultado de la disminución de los valores distintos de acciones emitidos por el sector privado mantenidos por las IFM. Mientras que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares (ajustados de ventas y titulizaciones) se mantuvo estable, en el 0,3%, la tasa de descenso del crédito concedido a las sociedades no financieras parece haberse estabilizado, aunque en niveles negativos. El crédito concedido por las IFM a las Administraciones Públicas experimentó una caída, como reflejo de la relajación de las condiciones en los mercados de deuda soberana, en un entorno de mejora de la confianza en la zona del euro.

2.2 EMISIONES DE VALORES

En noviembre de 2013, la emisión de valores distintos de acciones por parte de residentes en la zona del euro continuó disminuyendo en términos interanuales. El crecimiento interanual de los valores

distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras siguió siendo intenso, aunque no compensó totalmente la persistente tasa de crecimiento negativa de la emisión de valores distintos de acciones por las IFM. Este último sector continuó siendo el que más contribuyó a la emisión de acciones cotizadas por parte de residentes en la zona.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

En enero y principios de febrero de 2014, los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario experimentaron un ligero incremento y fueron relativamente volátiles, en un contexto de descenso del exceso de liquidez. Los tipos a largo plazo se mantuvieron prácticamente sin cambios.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

Los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro y de Estados Unidos descendieron en enero y principios de febrero de 2014, como consecuencia de la publicación de datos económicos dispares sobre la economía mundial, así como de las turbulencias registradas en varias economías emergentes. Dentro de la zona del euro, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana se redujeron en la mayoría de los países. La incertidumbre acerca de la evolución futura de los mercados de renta fija aumentó a ambos lados del Atlántico. Por último, los indicadores financieros de las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro retrocedieron levemente, aunque siguieron siendo plenamente acordes con la estabilidad de precios.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En diciembre de 2013, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras registraron un descenso, principalmente los correspondientes a los préstamos con períodos de fijación del tipo inicial de hasta un año y más de cinco años, y en particular en el caso de los préstamos de hasta un millón de euros. Por otra parte, los tipos aplicados por este sector a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda no experimentaron variación en ninguno de los dos períodos de fijación inicial mencionados. Los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a largo plazo de las sociedades no financieras y de los hogares se redujeron en diciembre, mientras que los de los depósitos a corto plazo permanecieron básicamente inalterados. Los diferenciales entre los tipos de interés de los préstamos y los tipos de interés de mercado se estrecharon, especialmente en el caso de los préstamos a largo plazo.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre finales de 2013 y el 5 de febrero de 2014, las cotizaciones bursátiles experimentaron una caída de alrededor del 4 %, en la zona del euro y en torno al 5 % en Estados Unidos. La evolución de los mercados de renta variable se vio afectada principalmente por la publicación de datos económicos dispares y por las tensiones registradas en los mercados emergentes. En general, la incertidumbre en los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, aumentó tanto en la zona del euro como en Estados Unidos.

3 PRECIOS Y COSTES

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 0,7% en enero de 2014, frente al 0,8% de diciembre. Este descenso se debió principalmente a la evolución de los precios de la energía. Al mismo tiempo, la tasa de inflación de enero fue, en general, inferior a lo esperado. Tomando como base la información disponible actualmente y los precios vigentes en los mercados de futuros de energía, se prevé que las tasas de inflación interanual medidas por el IAPC se mantengan en torno a los niveles actuales en los próximos meses. Se espera que las presiones inflacionistas subyacentes permanezcan contenidas a medio plazo. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo en la zona del euro continúan estando firmemente ancladas en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, aunque próximas a este valor. Tanto los riesgos al alza como a la baja para las perspectivas de evolución de los precios siguen siendo limitados y, en general, continúan estando equilibrados en el medio plazo.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Después de dos trimestres de crecimiento positivo del PIB real, la evolución de los últimos datos y encuestas sugiere, en líneas generales, que en el cuarto trimestre de 2013 continuó la moderada recuperación. De cara a los próximos años, se ha confirmado la valoración anterior sobre el crecimiento económico. Se espera que el producto de la zona del euro se recupere a un ritmo lento. En particular, debería materializarse cierta mejora de la demanda interna, respaldada por la orientación acomodaticia de la política monetaria, la mejora de las condiciones de financiación y los avances logrados en la consolidación fiscal y en las reformas estructurales. Además, las rentas reales se han visto favorecidas por una menor tasa de crecimiento de los precios de la energía. También se espera que la actividad económica se beneficie de un fortalecimiento gradual de la demanda de exportaciones de la zona del euro. Al mismo tiempo, aunque el desempleo en la zona se está estabilizando, se mantiene en niveles elevados, y los necesarios ajustes de los balances de los sectores público y privado seguirán afectando al ritmo de la recuperación económica. Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro continúan situándose a la baja.

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



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 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.](#)