

FOCUS · Políticas monetarias expansivas y agregados monetarios

Desde el inicio de la crisis de deuda soberana europea, en 2011, el BCE ha implementado una política monetaria ultraexpansiva. En ese contexto, la liquidez inyectada en el sistema financiero ha alterado la estrecha relación que históricamente ha existido entre la evolución de los agregados monetarios y el crédito al sector privado. Mientras que el aumento del balance del BCE derivó en un incremento de la oferta monetaria (el M3 creció un 5% interanual en junio), el crédito bancario al sector privado se redujo notablemente y solo alcanzó crecimientos positivos el pasado mes de mayo. En este Focus analizamos los factores que explican la divergencia entre la evolución del dinero y del crédito durante la implementación de los programas expansivos.

Los agregados monetarios son una de las variables económicas que se encuentran bajo estricta vigilancia por parte de los bancos centrales, ya que informan sobre la cantidad de dinero en circulación en una economía y, por tanto, sobre las posibles presiones en los precios. Existen varios agregados monetarios, en función de la liquidez y el plazo de los instrumentos incluidos. El más amplio que publica el BCE es el M3, que incluye la moneda física en circulación y los depósitos bancarios más líquidos, desde cuentas corrientes comunes hasta cuentas de ahorro con vencimientos menores a dos años.

Históricamente, la evolución del crédito al sector privado y de la oferta monetaria ha sido muy similar, lo que parece razonable dado que son, respectivamente, las dos mayores partidas del activo y del pasivo en el balance de las instituciones financieras. Sin embargo, desde el inicio de la implementación de las medidas expansivas no convencionales, esta relación se debilitó. Puesto que los balances siempre cuadran, para explicar el aumento de la oferta monetaria (pasivo) sin que haya crecido el crédito bancario al sector privado (activo), debemos explorar el comportamiento del resto de partidas del balance de los bancos. En concreto, se observan dos dinámicas. La primera consiste en un cambio en la proporción de financiación al sector público respecto al sector privado en los balances de las instituciones financieras. Es decir, el aumento de la oferta monetaria, en vez de ir acompañado por un aumento del crédito al sector privado, se ha usado sobre todo para financiar al sector público, ya sea directamente, a través de la compra de bonos soberanos por parte del BCE, ya sea indirectamente, mediante la liquidez de las subastas LTRO que muchos bancos han utilizado para invertir en deuda pública. Además, durante las etapas de mayor incertidumbre, los bancos tuvieron que aumentar la proporción de activos líquidos en sus balances, tales como las reservas en el banco central, y, por tanto, disponían de menos recursos para la concesión de crédito.

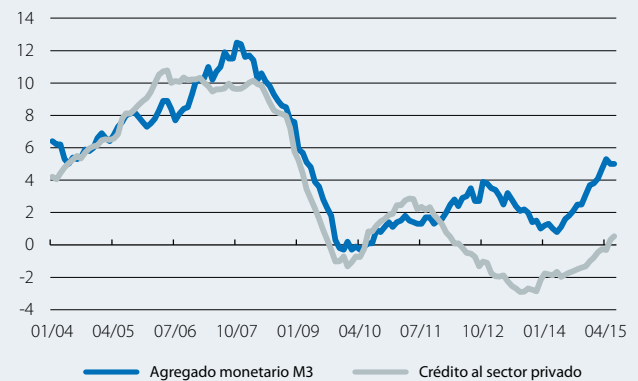
El segundo factor consiste en un efecto sustitución producido entre pasivos con distintos vencimientos. Es decir, la reducción de los tipos de interés de los pasivos a largo plazo tras la puesta en marcha del QE ha incentivado la recomposición de las carteras hacia productos a más corto

plazo. Así, se ha observado una reducción de los pasivos a más largo plazo, excluidos del M3, que, en parte, han sido reemplazados por pasivos de menor vencimiento, que sí se incluyen en el agregado monetario.

En definitiva, los factores que explican la divergencia entre los agregados monetarios y el crédito al sector privado son temporales. Es de esperar que, a medida que la recuperación económica vaya cogiendo fuerza y que el proceso de desapalancamiento del sector privado se complete, el crédito vuelva a crecer. Asimismo es de esperar que el sector público, que ha aumentado su nivel de endeudamiento para amortiguar el impacto de la recesión, sanee sus cuentas en los próximos años, lo cual debería reducir sus necesidades de financiación. En este contexto, los tipos de interés a más largo plazo también se deberían ir normalizando, más pronto que tarde. Unas dinámicas que ya empiezan a observarse y que son un síntoma más de que la situación económica de la eurozona, aunque lentamente, va volviendo a la normalidad.

Crédito al sector privado* y agregado monetario amplio (M3)

Variación interanual (%)



Nota: * Incluye crédito a empresas no financieras y a hogares.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del BCE.

Crédito a la Administración pública y pasivos financieros a largo plazo

Variación interanual (%)



Nota: * Incluyen depósitos con vencimiento mayor a 2 años, depósitos reembolsables con vencimiento mayor a 3 meses, títulos de deuda de las instituciones financieras con vencimiento mayor a 2 años, y capital y reservas de las instituciones financieras.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del BCE.