

Fragmentación financiera y ruptura de la transmisión de la política monetaria en la eurozona

Vicente Esteve* y María A. Prats**

La crisis financiera y los problemas derivados de su posterior agravamiento, del deterioro de las condiciones fiscales y de la situación de fragilidad de los sistemas bancarios de algunos países europeos, contribuyeron a incrementar el grado de fragmentación de los principales mercados financieros europeos, la ruptura de la transmisión monetaria, y el deterioro de las variables macroeconómicas en la eurozona.

En este contexto comenzó a cobrar fuerza la posibilidad de reversibilidad del euro, que alimentó la escalada de las primas de riesgo de los países bajo tensión y abrió la fase sistémica de la crisis. Para atajar este escenario de retroalimentación de la crisis ha sido necesario acometer un intenso proceso de ajuste económico y de reformas estructurales por parte de los Gobiernos con economías muy afectadas; una acción firme del Banco Central Europeo en defensa de la moneda única; y finalmente, el impulso de las autoridades europeas para avanzar hacia una auténtica Unión Económica y Monetaria.

Riesgo sistémico y acción del Banco Central Europeo frente a la crisis

Han pasado ya más de seis años desde la gestación en Estados Unidos de la actual crisis internacional. En agosto de 2007, BNP Paribas tuvo que acudir al rescate de tres de sus principales fondos de inversión afectados por una elevada exposición a activos de titulización de hipotecas de alto riesgo (*subprime*) que comenzaron a revelar síntomas de una intensa carencia de liquidez en los mercados

financieros. En septiembre de 2007 se producía el rescate de Northern Rock en el Reino Unido y en marzo de 2008 el colapso de Bear Stearns, uno de los bancos de inversión más importantes de EE.UU. Desde entonces, y como consecuencia de la burbuja inmobiliaria americana que alentó una feroz comercialización financiera mundial de paquetes estructurados con una elevada presencia de hipotecas *subprime*, comenzaron a registrarse y a hacerse patentes a nivel internacional los efectos de la propagación de riesgos que alcanza-

* Universidad de Valencia, Universidad de La Laguna y Universidad de Alcalá.

** Universidad de Murcia.

ría su punto máximo cuando, en septiembre de 2008, se produjo la quiebra de Lehman Brothers.

Con el fin de visualizar el efecto explosivo de las turbulencias financieras de estos primeros momentos y su desarrollo posterior, el gráfico 1 recoge la evolución del indicador de riesgo sistémico CISS (*Composite Indicator of Systemic Stress*). Este nuevo índice, elaborado por el Banco Central Europeo (BCE), constituye una herramienta de trabajo para que la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), encargada de la supervisión macroprudencial, pueda identificar, evaluar y realizar un seguimiento del nivel de fricciones, tensiones y presiones existentes en el sistema financiero europeo.

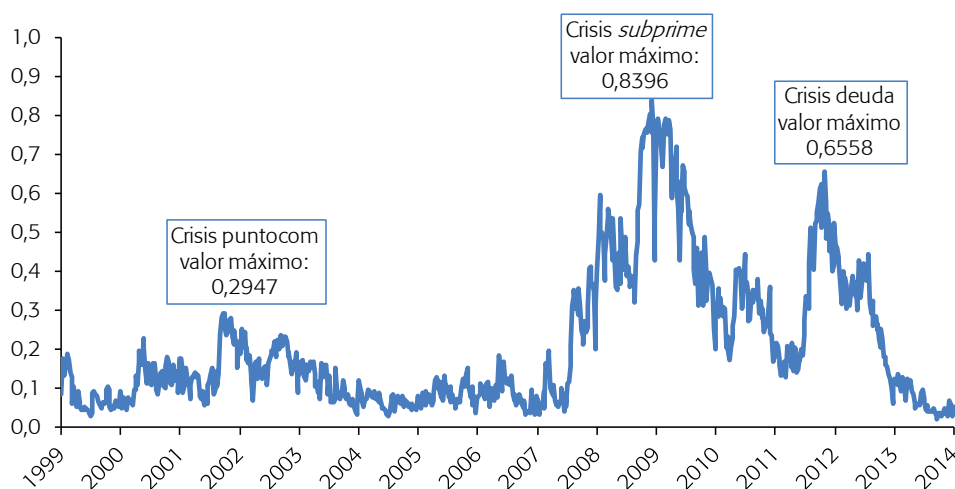
Como se observa en el gráfico, el indicador captura el estrés derivado de la crisis *subprime* y alcanza el valor máximo de inestabilidad global en diciembre de 2008 (0,84) y su mínimo histórico en el inicio de 2014. El valor máximo del indicador no tiene parangón con ninguna de las crisis anteriores ni posteriores; este momento marca el inicio de la Gran Recesión, caracterizada por una ausencia total de la liquidez mundial y una escalada galopante de los riesgos financieros. A partir de

aquí la crisis comenzó a propagarse rápidamente a la economía real. En la eurozona, la crisis financiera devino en una crisis de deuda soberana con connotaciones muy específicas en los países del área en situación más vulnerable: Grecia, Irlanda, Portugal pero también España e Italia, dos de las principales economías de la eurozona. El valor del indicador refleja a partir de mayo de 2010, con el inicio de la crisis de la deuda griega, una elevada inestabilidad que alcanza su punto álgido en noviembre de 2011 (0,66).

Los problemas derivados del agravamiento de la crisis financiera, del deterioro de las condiciones fiscales y de la situación de fragilidad de los sistemas bancarios de algunos países europeos, contribuyeron a incrementar el grado de fragmentación de los principales mercados financieros europeos y el deterioro de las variables macroeconómicas en la eurozona. En este contexto comenzó a cobrar fuerza la posibilidad de reversibilidad de la moneda única, que alimentó la escalada de las primas de riesgo de los países bajo tensión y abrió la fase sistémica de la crisis. Para atajar este escenario nefasto de retroalimentación de la crisis ha sido necesaria una acción decidida desde tres frentes: un intenso proceso de ajuste económico

Gráfico 1

Evolución del indicador de riesgo sistémico CISS



Nota: Última observación 03/01/2014.

Fuente: BCE.

y de reformas estructurales desarrollado por los Gobiernos de los países con economías afectadas; una acción firme del Banco Central en defensa de la moneda única; y finalmente, el impulso que desde la Comisión y el Consejo Europeo se ha dado para la materialización de la unión bancaria europea, que descansará en tres pilares: un Mecanismo Único de Supervisión (MUS), en el que el BCE asumirá en otoño de 2014 sus nuevas funciones de supervisión bancaria; un fondo garantía depósitos común; y un Mecanismo Único de Resolución de entidades de crédito (MUR) (Malo de Molina, 2013).

La brecha entre países no sometidos a estrés, como Alemania, Finlandia, Holanda o Luxemburgo, y la de aquellos en situación más comprometida, como España, Italia, Portugal, Grecia o Irlanda, tardará probablemente un largo tiempo en cerrarse definitivamente.

La crisis no ha concluido, pero parece que la fase más aguda ya ha remitido aunque los problemas latentes requerirán todavía mucho tiempo, especialmente la ruptura del mecanismo de transmisión monetaria y la fragmentación financiera provocada por la combinación de riesgos bancarios y soberanos. La brecha entre países no sometidos a estrés, como Alemania, Finlandia, Holanda o Luxemburgo, y la de aquellos en situación más comprometida, como España, Italia, Portugal, Grecia o Irlanda, tardará probablemente un largo tiempo en cerrarse definitivamente.

La respuesta del Banco Central Europeo a la crisis internacional

El BCE ha ido adaptando su respuesta frente a la crisis, combinando el manejo de los instrumentos ordinarios de política monetaria con la introducción de medidas extraordinarias, también denominadas medidas no convencionales. En términos generales la estrategia del BCE coincide con la adoptada por la Reserva Federal de EE.UU. (RF) y por el Banco de Inglaterra (BI) —para mayor deta-

lle sobre las medidas adoptadas por la Reserva Federal de EE.UU. y el Banco de Inglaterra véase Esteve y Prats (2011) y L'Hotellerie-Fallois y Vallés (2013)—. Las diferencias en la aplicación de los instrumentos se explican por las limitaciones que impone al BCE el Tratado de Lisboa y su propio estatuto, y se concretan en los siguientes aspectos:

- El BCE tiene un objetivo único de estabilidad de precios, mientras que la RF y el BI tienen un objetivo adicional de empleo.
- El BCE es la única autoridad competente en política monetaria, mientras que el ámbito de la política económica recae en diecisiete Estados soberanos, con sus respectivos Tesoros y Parlamentos, con lo que las interacciones monetaria y fiscal son más complejas que en EE.UU. y en el Reino Unido.
- El BCE tiene prohibido financiar al sector público, con lo que no puede adquirir deuda en los mercados primarios y tampoco puede ejercer funciones de prestamista de último recurso de los Estados.
- El BCE no puede actuar como prestamista de última instancia de una entidad de crédito con problemas. La provisión urgente de liquidez (Programa ELA, *Emergency Liquidity Assistance*) se tiene que llevar a cabo a través del banco central nacional correspondiente.
- Las únicas contrapartidas válidas para las operaciones de política monetaria del BCE son las entidades de crédito de la eurozona, con lo que no es posible inyectar liquidez directamente a familias o empresas no financieras.
- Todas las operaciones de inyección de liquidez tienen que estar respaldadas por activos de garantía (colaterales).

La estrategia global del BCE se resume en dos grandes acciones:

- La disminución del tipo oficial hasta alcanzar una cota fija y muy próxima a cero. Esta

acción ha reducido el margen de actuación de la política monetaria, basada exclusivamente en una política de tipos de interés, y por tanto la capacidad del BCE de introducir nuevos estímulos con este instrumento cuando el tipo oficial alcanza valores muy bajos.

El gráfico 2 muestra el perfil de los tipos oficiales del BCE, la RF y el BI entre enero de 2007 y enero de 2014. La posibilidad de una fuerte recesión y el aumento del riesgo de deflación originaron un recorte del tipo oficial, entre octubre de 2008 y mayo de 2009, de 325 puntos básicos, hasta situarlo en el 1%. Desde noviembre de 2013 está situado en el 0,25%, su mínimo histórico; el mismo nivel que el fijado en EE.UU. en diciembre de 2008, y por debajo del vigente en el Reino Unido desde marzo de 2009.

- La introducción de instrumentos no estándar (medidas no convencionales de política monetaria) ha permitido el desarrollo de una política de cantidades superando los límites de la política de tipos de interés en entor-

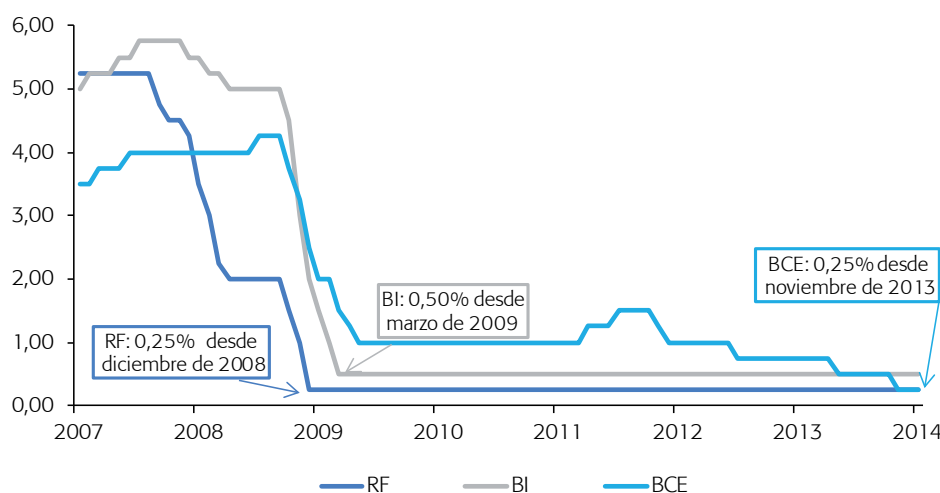
nos de tipos cero. Las acciones que engloba esta vía han provocado una expansión del balance del BCE, así como un cambio en su composición y en su perfil de riesgo.

El gráfico 3 muestra la trayectoria de los tres bancos centrales en el período que va de enero de 2007 a enero de 2014. Claramente se puede apreciar el efecto que han tenido las medidas no convencionales de política monetaria sobre los balances de los bancos centrales y las diferentes trayectorias seguidas. El Banco Central Europeo ha registrado el menor aumento de los tres balances. Desde enero de 2007, la RF y el BI han multiplicado su balance por 4,6 y 4,7, respectivamente, como consecuencia de una clara, contundente y decidida política de compra de activos. La expansión del balance del BCE alcanzó su punto máximo cuando su balance se multiplicó por 2,7 en junio de 2012 debido al fuerte impulso de las inyecciones masivas de liquidez. Desde entonces, las amortizaciones de los programas de compras de activos públicos y privados, la disminución de la partida del programa ELA, y las amortizaciones

Gráfico 2

Evolución de los tipos oficiales

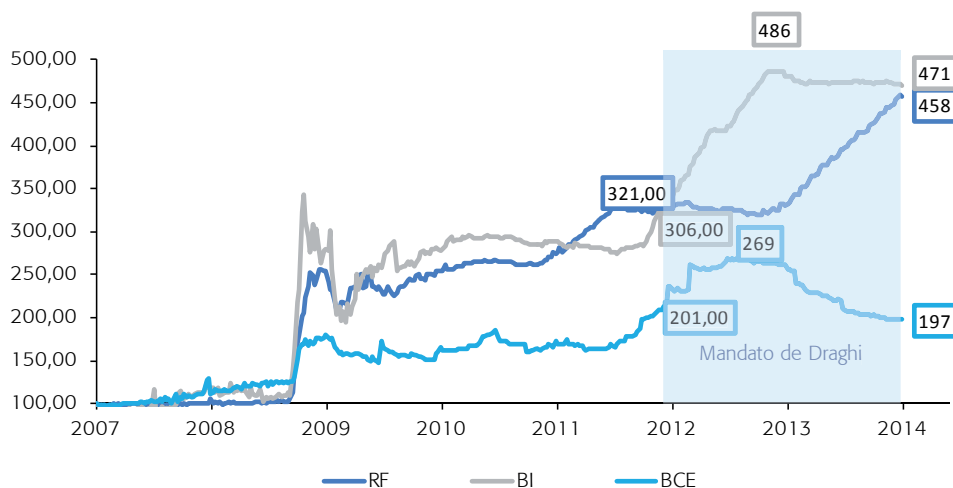
Porcentaje



Nota: Última observación 03/01/2014.

Fuentes: BCE, RF, y BI.

Gráfico 3

Expansión del Balance Bancos Centrales Activo=Pasivo, 1 enero 2007=100

Nota: Última observación 01/01/2014.

Fuente: BCE y cálculos.

anticipadas de la liquidez inyectada masivamente explican la trayectoria de contracción del balance del BCE.

Con el fin de abordar el conjunto de acciones emprendidas por el BCE frente a la crisis internacional vamos a dividir el espacio temporal en el que se aplican en dos etapas, la crisis financiera y la crisis de deuda soberana, como se resume en el cuadro 1. Esta división no quiere decir que la crisis financiera se haya dado por concluida sino que además de ella surgen factores relacionados con el deterioro de las economías periféricas que

se van añadiendo a los anteriores, generando una espiral de deterioro de las condiciones macroeconómicas, en el que el fantasma de la deflación e incluso la posibilidad de ruptura del euro pusieron de manifiesto la necesidad de introducir avances más firmes y decididos en el ámbito de la Unión Económica y Monetaria (UEM).

Fase primera o fase inicial de la crisis financiera (agosto 2007-septiembre 2008)

Hasta septiembre de 2008, las medidas adoptadas en esta fase fueron de dos tipos: medidas

Cuadro 1

Fases en el desarrollo de la crisis internacional

Crisis financiera	Fase primera o fase inicial de la crisis financiera	agosto de 2007 - septiembre de 2008
	Fase segunda o de agudización de la crisis financiera	octubre de 2008 - diciembre de 2009
Crisis de deuda soberana	Fase tercera o de inicio de la crisis de deuda soberana	enero de 2010 - junio de 2011
	Fase cuarta o fase sistémica de la crisis de deuda soberana	julio de 2011- febrero de 2012
	Fase quinta o de agravamiento de la fase sistémica	marzo de 2012 - noviembre de 2012
	Fase sexta o de impulso hacia una auténtica Unión Económica y Monetaria	desde diciembre de 2012 - actualidad

Fuente: Elaboración propia.

de gestión de liquidez y medidas adoptadas en colaboración con otros bancos centrales.

Las medidas de gestión de liquidez tuvieron un triple objetivo: disminuir las tensiones en los mercados mayoristas de liquidez aumentando el volumen y el número de operaciones de financiación a plazos más largos (OFPML) con operaciones complementarias a tres y seis meses; conseguir que el EONIA, que es el tipo de interés a un día de las operaciones interbancarias de depósito no garantizadas (Euro OverNight Index Average) se mantuviera en el entorno del tipo de intervención oficial para seguir garantizando la transmisión de la política monetaria; y mejorar la distribución de la liquidez en el sistema con la ampliación de garantías y contrapartidas. Por otro lado, también se incorporaron líneas de inyección de liquidez en moneda extranjera, fundamentalmente en dólares, realizadas mediante operaciones *swap* y pactadas entre los bancos centrales.

Todas las medidas implementadas por el BCE se realizaron sin necesidad de modificar ni el marco operativo para la instrumentación de la política monetaria ni el tamaño de su balance. El tipo

oficial permaneció constante, incluso con algún ligero repunte al alza en julio de 2008.

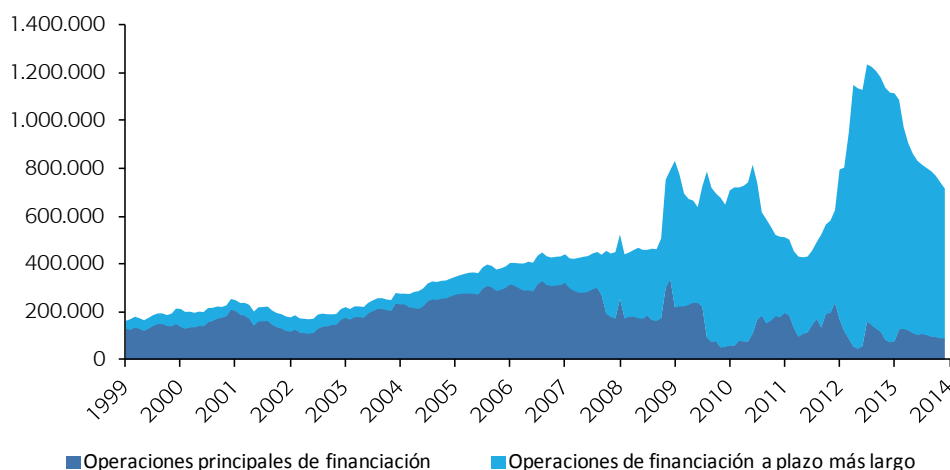
Fase segunda o de agudización de la crisis financiera (octubre 2008-diciembre 2009)

A partir de este momento, las acciones de política monetaria tienen un calado mayor y los tipos oficiales comienzan a precipitarse hacia mínimos históricos. En octubre de 2008, el BCE puso en marcha un conjunto de medidas excepcionales, denominadas Medidas de Apoyo Reforzado al Crédito. Con estas medidas se inicia la implementación de una política monetaria no convencional que tiene como objetivo conseguir que el flujo de crédito a la economía se mantenga muy por encima de los niveles que se alcanzarían mediante los instrumentos convencionales con rebajas del tipo oficial (tipo de interés de las operaciones principales de financiación, OPF) y el estrechamiento de las bandas de fluctuación de las facilidades permanentes de crédito y depósito. En mayo de 2009 el tipo oficial se situó en el 1% y la banda entre el tipo de interés de las OPF y el tipo de la facilidad de depósito se redujo de 100 a 75 puntos básicos. Las medidas no convencionales

Gráfico 4

Operaciones de inyección de liquidez: OPF y OFPML

Volúmenes en millones de euros



Nota: Última observación diciembre de 2013.

Fuente: BCE.

conlleven la expansión del balance del BCE y se concretan en las siguientes acciones:

- El suministro ilimitado de liquidez a las entidades de crédito: las OPF y las OFPML pasan a adjudicarse mediante subastas a tipo fijo con adjudicación plena.
- La ampliación de la lista de activos aceptados como garantía y la reducción de las exigencias de *rating*.
- La prolongación del plazo de vencimiento de las OFPML mediante inyecciones adicionales a 6 meses y a 12 meses (desde junio de 2009), con lo que este instrumento se convierte en la principal vía de atención de las necesidades de liquidez de las entidades de crédito de la eurozona. En el gráfico 4 se aprecia su potenciación frente a las OPF que habían sido, hasta ese momento, el instrumento básico de inyección de liquidez.
- La provisión de liquidez en moneda extranjera mediante operaciones *swap* fundamentalmente en dólares.
- La realización de adquisiciones directas en el mercado de bonos garantizados o *covered bonds* (tipo cédulas hipotecarias en España). En julio de 2009, se introduce el primer programa de adquisición de bonos garantizados emitidos en la eurozona y denominados en euros, con una duración de un año, por un importe de 60 mil millones de euros y con el objetivo de mejorar la liquidez en este importante segmento de los mercados europeos de deuda privada. Los activos fueron adquiridos por el BCE a vencimiento, con plazos entre 3 y 7 años. Este programa consiguió aumentar la amplitud y profundidad de este mercado, con un significativo incremento del número de emisores y de saldos vivos en algunos mercados nacionales.

A finales de 2009, el resultado satisfactorio de la aplicación de las medidas adoptadas y la mejora observada en las condiciones de financiación en la eurozona, llevó al Consejo de Gobierno del BCE

a anunciar el inicio de la retirada gradual de las medidas no convencionales a partir del primer trimestre de 2010.

Fase tercera o de inicio de la crisis de deuda soberana (enero 2010-junio 2011)

A principios de 2010, cuando ya se estaba diseñando la estrategia de salida de la crisis, comenzaron a manifestarse las primeras tensiones en Grecia. Desde entonces, la desconfianza de los mercados sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas de los países periféricos de la eurozona (Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia) fue en aumento, alcanzando su punto crítico el 23 de abril de 2010 con la petición de rescate a la UE y al FMI por parte del Gobierno griego.

La respuesta del BCE, a la llamada desde entonces crisis de deuda soberana, fue la introducción de una nueva medida extraordinaria: el Programa para el Mercado de Valores (PMV), con el que se pretendía evitar el contagio a otros países de la UEM y mejorar la transmisión monetaria.

El PMV permite a los bancos centrales del Eurosistema: comprar en el mercado secundario deuda pública emitida por los Estados miembros en euros; y adquirir en los mercados primario y secundario, instrumentos de renta fija negociables emitidos por entidades privadas constituidas en la eurozona. Este programa introduce dos limitaciones: en primer lugar que las compras del PMV sean neutrales, lo que implica que las intervenciones se han de esterilizar con la captación de depósitos a plazo fijo que permitan reabsorber la liquidez inyectada por el programa de compras. En segundo lugar, que las compras de deuda soberana no vayan dirigidas a financiar a los Estados miembros, de lo contrario se vulneraría el artículo 123 Tratado de Lisboa y el artículo 21 del Estatuto del BCE (donde expresamente se prohíbe que el BCE sea prestamista de último recurso de los Estados miembros). El PMV no pudo evitar la petición de rescate de Irlanda en noviembre de 2010, ni de Portugal en abril de 2011.

Además, en octubre de 2010 y con el fin de aumentar las líneas complementarias de inyección

de liquidez el BCE introdujo el Segundo Programa de Bonos Garantizados, con una duración también de un año y una dotación de 40.000 millones de euros, de los que solo se cubrieron una pequeña parte debido al impulso que tomó el mercado primario de estos títulos. El tipo de interés oficial fue elevado en dos ocasiones hasta situarlo al finalizar esta fase en el 1,5%.

Fase cuarta o fase sistémica de la crisis de deuda soberana (julio 2011-febrero 2012)

A partir del verano de 2011, en un contexto de gran deterioro macroeconómico, se intensificó la inestabilidad por la interacción entre los riesgos soberanos y bancarios. A partir de julio de 2011 comienza la reactivación, con mayor intensidad, del programa de compras de deuda soberana, fundamentalmente de Italia y España y se produce la solicitud del segundo rescate de Grecia.

El PMV alcanzó su punto álgido en el mes de marzo de 2012 con compras de deuda por valor de 219.500 millones de euros. Desde esa fecha, el BCE no volvió a realizar más compras con este programa que quedó paralizado. Las adquisiciones masivas de deuda soberana en los mercados secundarios por parte del BCE estaban afectando indirecta y positivamente, en términos de rentabilidad y prima de riesgo, al país titular de la deuda adquirida con lo que el PMV comenzó a ser interpretado por los mercados como un instrumento de rescate encubierto, que podría tener consecuencias reputacionales para el BCE, quien finalmente determinó su paralización.

En este clima de intensificación de la crisis soberana cundió la preocupación sobre el grado de afectación de los bancos al riesgo soberano. Esto supuso que los mercados comenzaran a repercutir a las entidades bancarias de los países periféricos el riesgo-país, independientemente de que sus balances estuvieran afectados. El número de entidades bancarias a las que se les vedaba el acceso a la financiación mayorista fue cada vez mayor y la discriminación alcanzó también a las entidades italianas y españolas. Pese a la disminución del tipo oficial al 1,25%, en noviembre de

2011, la necesidad de introducir nuevas medidas para paliar esta grave situación de deterioro de las condiciones de liquidez y de fraccionamiento del sistema financiero europeo culminó con la puesta en marcha de las siguientes acciones anunciadas en diciembre de 2011:

- La reducción del tipo oficial al 1%.
- El aumento de las garantías aceptadas como colateral en las operaciones de inyección de liquidez continuando con la política de flexibilización del *rating* iniciada en octubre de 2008.
- La modificación a la baja del coeficiente mensual de reservas mínimas, un instrumento que desde el inicio de la eurozona no había sufrido ningún cambio en su composición ni en su nivel. La reducción desde el 2% al 1% implicó una inyección de liquidez de 103.695 millones de euros.
- La realización de dos inyecciones masivas de liquidez con OFPML mediante un procedimiento de subasta a tipo fijo, con vencimiento a tres años y posibilidad de amortización anticipada al año. Las inyecciones de liquidez se realizaron en diciembre de 2011 y febrero de 2012 por un valor total superior a un billón de euros. En el gráfico 4 se observa la magnitud de la intervención.

El efecto de estas medidas si bien logró aliviar temporalmente las tensiones en el sector bancario no consiguió acabar con ellas, ni tampoco que el dinero aumentara el crédito al sector privado.

Fase quinta o de agravamiento de la fase sistémica (marzo 2012-noviembre de 2012)

Todas las medidas anteriores contribuyeron temporalmente a relajar las tensiones, pero la creciente fragmentación de los mercados financieros dentro del área continuó. La presión sobre la prima de riesgo volvió a emerger con fuerza y con ello los problemas de España e Italia. En marzo se paralizó el PMV, en abril Grecia solicitó el segundo

programa de asistencia y, finalmente el 9 de junio España pidió el rescate bancario y tras ella, el 25 de junio Chipre solicita también el rescate de su economía. La firme sospecha de reversibilidad de la moneda única se había apoderado de los mercados financieros provocando una inestabilidad difícil de revertir, en la que otros países como Francia y Bélgica también daban muestras notables de una elevada tensión.

En julio de 2012, en una cumbre empresarial organizada en Londres con motivo de la inauguración de los Juegos Olímpicos, Mario Draghi, presidente del BCE, afirmó estar dispuesto a hacer todo lo que fuera necesario para preservar el euro. Con esa frase se enviaba una señal inequívoca de la irreversibilidad del euro, que se reflejó en los mercados con un alivio de las tensiones. En ese mismo mes el tipo oficial se rebajó hasta el 0,75%.

Finalmente, en septiembre de 2012, el BCE introdujo un nuevo programa de compra de deuda basado en Operaciones Monetarias Directas (OMD) y canceló definitivamente el PMV. Este programa introduce condiciones más severas para que un país de la eurozona pueda acogerse al mismo y se resumen en los siguientes principios:

- Condicionalidad: el país deberá solicitar al Fondo Europeo de Estabilidad Financiera/ Mecanismo Europeo de Estabilidad (FEEF/ MEDE) un rescate total (programa completo de ajuste macroeconómico) o parcial (programa preventivo basado en una Línea de Crédito con Condicionalidad Reforzada).
- Cobertura: se realizarán compras de deuda soberana entre uno y tres años sin límites cuantitativos.
- El BCE renuncia a su condición de acreedor preferente.
- Las compras de deuda deberán ser esterilizadas.
- Política de transparencia: se publicarán semanalmente el volumen global de las compras y mensualmente la distribución por países.

Las OMD también podrán ser tenidas en consideración en aquellos Estados miembros que estén sometidos a un programa de ajuste macroeconómico y hayan recuperado el acceso a los mercados de bonos. Hasta la fecha, ningún país ha apelado a este recurso, aunque los mercados financieros descontaron rápidamente todo su potencial. Tras la puesta en marcha del programa, la escalada de la rentabilidad de la deuda soberana se revirtió en todos los países, especialmente en España e Italia aunque también en Francia y Bélgica que habían manifestado tensiones de cierta importancia.

Fase sexta o de impulso hacia una auténtica UEM (desde diciembre de 2012)

Afrontar la resolución duradera de la crisis requiere una acción firme y concertada por parte de los gobiernos nacionales más afectados por la crisis, del BCE y de las autoridades europeas. La acción de los gobiernos de las economías sometidas a tensiones severas se ha basado en la implementación de programas de ajuste macroeconómico y la aprobación de importantes reformas estructurales.

La acción del Banco Central Europeo, a lo largo de 2013, se ha dirigido hacia una política claramente expansiva, con nuevas rebajas de tipos de interés. En mayo de 2013 el tipo oficial se fijaba en el 0,5% y en noviembre se alcanzaba la cota mínima actual del 0,25%. También se anunció el mantenimiento prolongado de operaciones *swap* con la Reserva Federal, el Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra, el Banco de Japón y el Banco de Suiza. Y, finalmente, el BCE ha afirmado estar preparado para realizar, si fuera necesario, nuevas inyecciones masivas de liquidez.

Paralelamente, el BCE introducía una nueva estrategia de comunicación o estrategia *forward guidance* basada en el anuncio explícito de la evolución futura de los tipos oficiales. Esta nueva medida no convencional, adoptada por el BCE desde julio de 2013, persigue clarificar su visión de la situación económica, anclar firmemente las expectativas de los mercados y reafirmar el com-

promiso con la estrategia monetaria expansiva. De este modo, se intenta afectar, vía expectativas, a la estructura temporal de los tipos de interés, en la que los tipos de interés a largo plazo son los realmente relevantes para las decisiones de consumo e inversión de los agentes económicos. Un anclaje firme de las expectativas de tipos de interés oficiales permitiría, en última instancia, la reactivación económica de la eurozona. Esta política de *forward guidance* del BCE es de tipo cualitativo frente a la política *forward guidance* cuantitativa de la Reserva Federal o el Banco de Inglaterra que explicita los niveles de paro e inflación a partir de los cuales darán comienzo las subidas de tipos de interés. Sin embargo, El BCE no puede tener otro mandato que no sea la estabilidad de precios y no puede vincular su política monetaria a otra variable que no sea la inflación.

La crisis actual ha sustanciado la necesidad de abundar en el fortalecimiento y la aplicación de una nueva gobernanza económica en Europa y por ello, la acción de las autoridades europeas reviste un cariz determinante.

La crisis actual ha sustanciado la necesidad de abundar en el fortalecimiento y la aplicación de una nueva gobernanza económica en Europa y por ello, la acción de las autoridades europeas reviste un cariz determinante. La reunión del Consejo Europeo se cerró el 14 de diciembre de 2012 con una nueva hoja de ruta para la realización de una nueva UEM basada en una integración más estrecha y en una mayor solidaridad¹. Este proyecto propone que se avance, durante la próxima década, hacia una arquitectura de la UEM más sólida, basada en cuatro pilares: un marco financiero integrado (unión bancaria), un marco presupuestario integrado (unión fiscal), un marco integrado de política económica (unión económica) y el refuerzo de la legitimidad y responsabilidad democráticas. Evidentemente estas

cuestiones deberán ser aunadas por todos los frentes: el BCE, el Eurogrupo, la Comisión y el Consejo Europeo.

La unión bancaria, que tiene como objetivo la creación de un marco financiero integrado para salvaguardar la estabilidad financiera y minimizar los costes de las quiebras bancarias, comprende un sistema único de regulación del que se encarga la Autoridad Bancaria Europea (ABE) y tres mecanismos: el Mecanismo Único de Supervisión (MUS) del que se encargará el BCE; un fondo de garantía de depósitos común; y un Mecanismo Único de Resolución de entidades de crédito (MUR). La asunción del papel de supervisor único del sistema bancario europeo por parte del BCE, el 4 de noviembre de 2014, representará un hito decisivo en el proceso de creación de la unión bancaria y de una UEM más auténtica.

La ruptura del mecanismo de transmisión monetaria y el problema de la fragmentación financiera en la UEM

La crisis internacional ha provocado un alto grado de fragmentación financiera derivado de los problemas de balance de las entidades de crédito y, a su vez, la crisis soberana ha incorporado nuevas dosis de fragmentación derivada de la divergencia en los costes de financiación nacionales. La fragmentación en estos dos frentes fue creciendo explosivamente por la interacción del círculo vicioso de deterioro macroeconómico, crisis bancaria, crisis soberana y por la crisis de confianza general hacia el euro. Actualmente, pese a que ha habido un alivio en la divergencia en la formación de costes de financiación bancaria y en el coste de financiación soberana, el grado de fragmentación todavía es palpable. Vamos a analizar estas dos fuentes de fragmentación de modo separado.

¹ Véase el informe de los cuatro presidentes (Consejo Europeo, Eurogrupo, Comisión y Banco Central Europeo) titulado hacia una auténtica Unión Económica y Monetaria (<http://www.ecb.europa.eu/ssm/pdf/report/ReportbyPresidentofEuropeanCouncil2012-06-26ES.pdf>), las conclusiones del Consejo de Europa en: (<http://www.ecb.europa.eu/ssm/pdf/Conclusions/ConclusionsoftheEuropeanCouncil2012-12-14ES.pdf>).

Fragmentación financiera por riesgo bancario

Las tensiones financieras, que comenzaron en agosto de 2007, se fueron agudizando a lo largo de 2008 dificultando el funcionamiento de los mercados interbancarios y con ello los procesos de gestión de liquidez a escala mundial. El gráfico 5 muestra el desplome del mercado y especialmente del segmento sin garantías del mercado interbancario (operaciones de depósito) que es el núcleo de referencia de los mercados interbancarios y el que facilita con mayor rapidez la gestión de liquidez a las entidades de crédito. A día de hoy este segmento no ha recuperado su fortaleza fruto del nivel de riesgo latente, mientras que el segmento garantizado de operaciones repo sí lo ha hecho.

Si las entidades de crédito no prestan dinero en el mercado interbancario como consecuencia del incremento de la percepción de riesgo de contrapartida se produce la ruptura del mecanismo de transmisión monetaria: el vínculo entre el tipo oficial de referencia para la política monetaria y los tipos del mercado monetario desaparece y es a partir de este momento cuando los tipos interban-

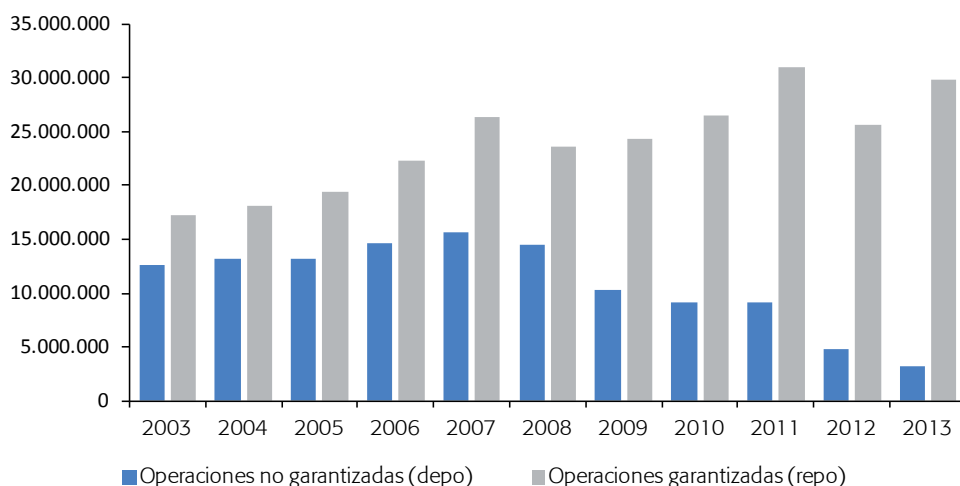
carios, que representan el primer eslabón del proceso de transmisión monetaria, se alejan del nivel compatible con el tipo oficial. En este contexto, la transmisión de las variaciones del tipo oficial al sector real se vuelve más errática e impredecible y la capacidad de la política monetaria para alcanzar su objetivo de estabilidad de precios, basada en ajustes de tipos de interés, pierde virtualidad, lo que justifica que el BCE comenzara a introducir medidas no convencionales de expansión de su balance que permitieran garantizar el objetivo inflación a medio plazo y atender la demanda de liquidez de las entidades de crédito, asumiendo el papel de redistribución de fondos que hasta entonces había ejercido el mercado interbancario.

El gráfico 6 muestra la evolución de los tipos oficiales (el de las OPF y las facilidades permanentes) y el del tipo de interés interbancario a un día EONIA (segmento sin garantías). Como se puede observar el EONIA fluctuaba alrededor del tipo oficial (tipo de las OPF) y tras la irrupción de la crisis el EONIA se separa de éste evidenciándose la ruptura del mecanismo de transmisión monetaria pues el EONIA ya no se forma a partir de la señal dada desde la autoridad monetaria, sino que

Gráfico 5

Mercado interbancario del euro

Volumen en millones de euros



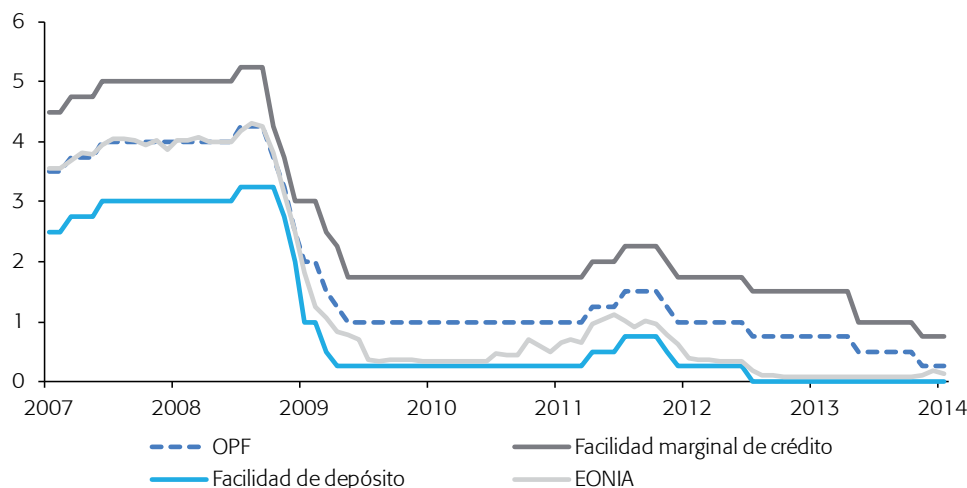
Nota: Datos a partir de un panel de 104 instituciones de crédito europeas.

Fuente: BCE (2013) *Euro Money Market Survey*, noviembre.

Gráfico 6

Tipos oficiales y del mercado monetario

Porcentaje



Nota: Última observación 08/01/2014.

Fuentes: Banco de España y BCE.

va acercándose paulatinamente al de la facilidad de depósito. La razón fundamental estriba en que la política monetaria del BCE, desde el inicio de la crisis y especialmente desde las inyecciones masivas, ha provocado en la eurozona una holgura en las condiciones de liquidez que ha producido que el EONIA deje de estar vinculado al tipo oficial para hacerlo al de la facilidad de depósito, que se ha convertido en la principal referencia de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario.

La ruptura del mecanismo de transmisión de la política monetaria junto a una fragmentación muy acusada de las entidades de crédito ha empeorado todavía más las asimetrías en la eurozona. La crisis ha ido fragmentado a las entidades bancarias agrupándolas en función de su riesgo, de su país y de que tengan necesidades de liquidez o que no las tengan:

a) Las entidades crediticias con necesidades de liquidez y que no tengan posibilidad de acceso al interbancario (por riesgo de contrapartida o por contagio del riesgo soberano) pasarán a financiarse exclusivamente a través del BCE que se convierte en la única fuente de provisión de liqui-

dez. Estas entidades tendrán un coste marginal de financiación determinado por el tipo de interés de las OPF.

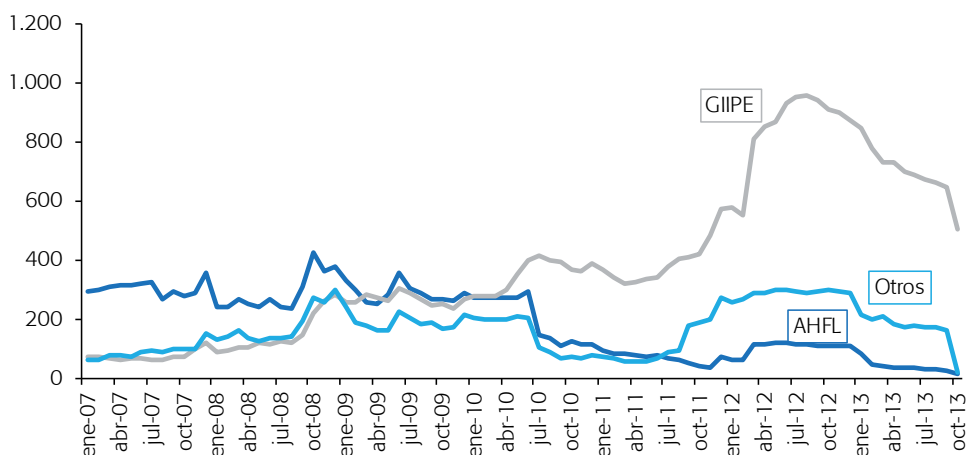
El gráfico 7 muestra la apelación al BCE de las entidades de crédito por grupos de países para resaltar la fragmentación financiera existente. Si bien es cierto que, en general se observa desde 2013 una menor dependencia del BCE y una reducción de la fragmentación financiera, tras la introducción de las Operaciones Monetarias Directas (OMD), también es cierto que los avances en integración financiera han sido fructíferos en aquellos países con menores problemas (Francia, Bélgica, fundamentalmente) y sin embargo, en aquellos sometidos a graves tensiones la fragmentación financiera sigue siendo una realidad, con costes de financiación mucho más elevados, este es el caso especial de España e Italia.

b) Las entidades crediticias con necesidades de liquidez y posibilidad de acceso al interbancario (no hay riesgo de contrapartida o no hay riesgo soberano) tendrán un coste marginal de financiación determinado por el tipo de interés del EONIA, que desde la crisis es el más cercano al tipo mínimo representado por la facilidad de depósito.

Gráfico 7

Préstamos del BCE a las entidades de crédito por grupos

Volumen en miles de millones de euros



Notas: GIPE (Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España); AHFL (Alemania, Holanda, Finlandia y Luxemburgo) y otros (Francia, Bélgica y Chipre).

Fuentes: BCE y bancos centrales nacionales.

En conclusión, esta situación implica una transmisión monetaria muy diferente en los países que tienen un sector bancario en mala situación y una repercusión muy desigual a sus respectivas economías.

c) Por último, las entidades de crédito sin necesidades de liquidez, y como consecuencia del riesgo latente, han dejado claro que prefieren aparcarse sus excesos de liquidez en el propio BCE, apelando al recurso que ofrece la facilidad de depósito, que prestarlo en el interbancario a tipos más favorables. Esta situación, como se observa en el gráfico 8, se agudizó con las intervenciones masivas de liquidez a tres años, en la fase de agravamiento de la crisis sistémica: a comienzos de marzo la apelación a la facilidad de depósito registró su valor récord.

En mayo de 2012 el tipo oficial se fijó en el 0,75% y se estableció, por primera vez en la historia, que el tipo de interés de la facilidad de depósito disminuyera hasta el 0% (al establecer la amplitud de banda de las facilidades en +/- 0,75pp). Esta rebaja determinó el cese de la apelación masiva al

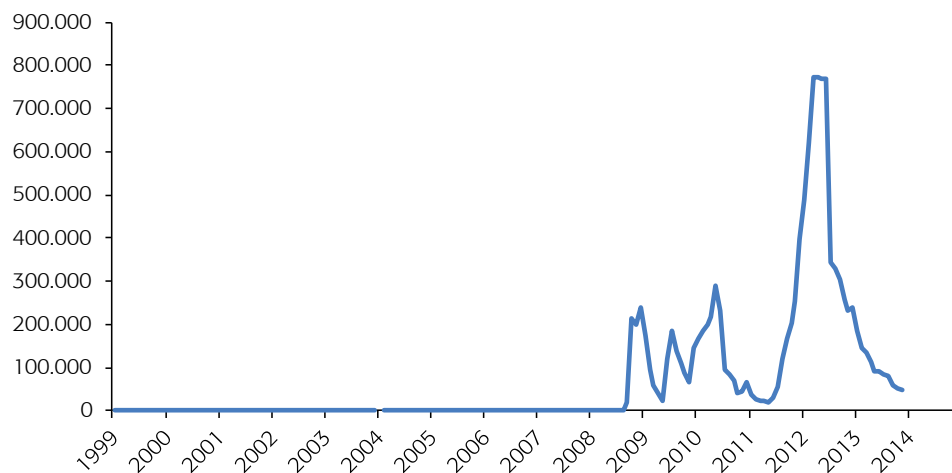
instrumento y la vuelta de los fondos a la cuenta de reservas de las entidades de crédito en el banco central; esta cuenta se compone de las reservas mínimas obligatorias, remuneradas al tipo de interés de las OPF, y el exceso de reservas, que carece de remuneración. En el gráfico 9 se presenta la evolución de la cuenta de reservas mínimas y el exceso de reservas mantenidas por las entidades de crédito en el BCE. Podemos observar cómo, tras la rebaja del coeficiente de reservas mínimas al 1% y la fijación de la remuneración de la facilidad de depósito en el 0%, el exceso de reservas alcanza un máximo histórico por el cese de la apelación a la facilidad y el trasvase posterior a la cuenta de reservas.

Con el fin de tratar de reconducir los excedentes de liquidez hacia los mercados interbancarios y de mejorar la transmisión monetaria se introdujeron nuevas rebajas del tipo oficial (0,5% en mayo y 0,25% desde noviembre) y el estrechamiento de la amplitud de la banda a +/- 0,50 pp., con lo que el recurso a la facilidad de depósito se mantenía en el 0%. La fijación del tipo oficial en el 0,25% obligaba a que la facilidad tuviera un tipo negativo,

Gráfico 8

Facilidad de depósitos

Volumen en millones de euros



Nota: Última observación diciembre 2013.

Fuente: BCE.

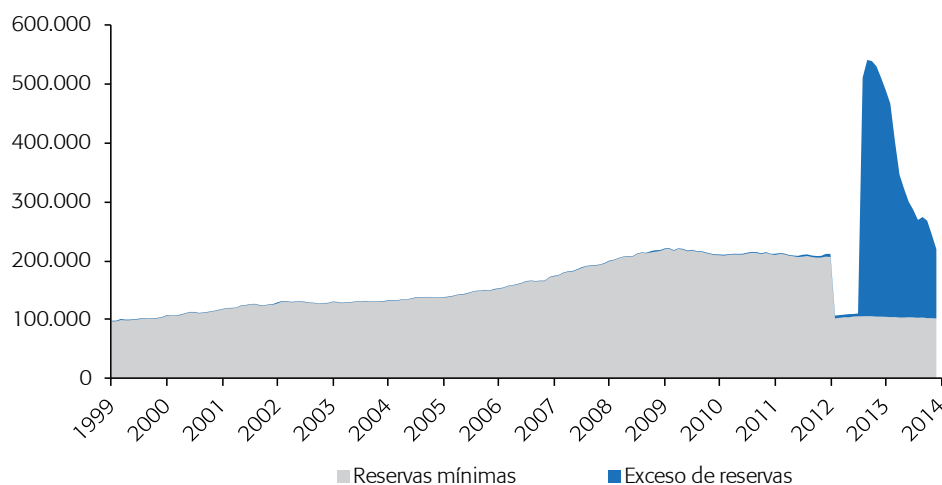
es decir, por fin se penalizaría a las entidades de crédito por dejar la liquidez a un día en el BCE. Sin embargo esto, de momento, no ha sucedido y el BCE mantiene abierta la posibilidad de aplicar un tipo negativo a este instrumento, como ya se hiciera en los casos de Dinamarca y Suecia.

Pese a todo, el flujo de recursos inmovilizado en el BCE, tanto en la cuenta de reservas como en la facilidad de depósito, a lo largo de 2013 todavía es demasiado alto y por tanto persistirá la fragmentación financiera y con ella la divergencia en los costes financieros.

Gráfico 9

Reservas mínimas y exceso de reservas en el BCE

Volumen en millones de euros



Nota: Última observación diciembre 2013.

Fuente: BCE.

Fragmentación financiera por riesgo soberano

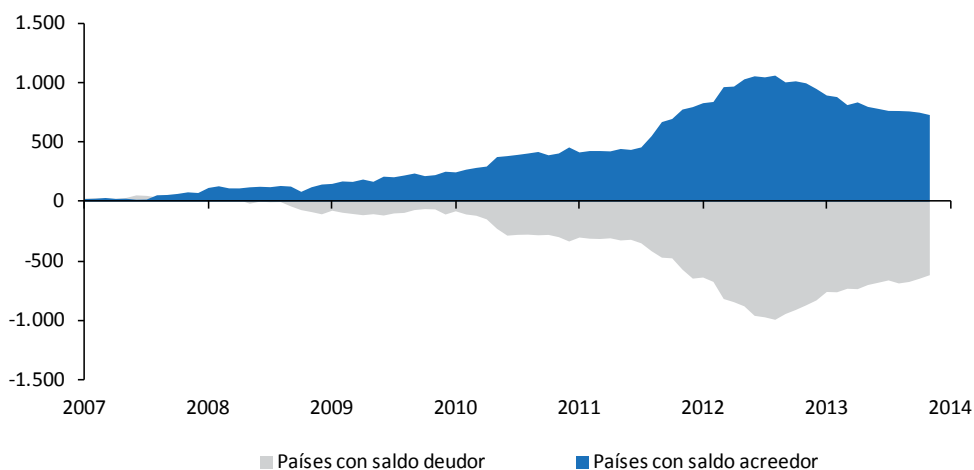
Desde 2010 y, sobre todo, desde la petición de rescate de Grecia se desató la crisis de la deuda soberana y con ella una importante fragmentación financiera por riesgo soberano.

Como podemos observar en el gráfico 10, que recoge la posición agregada de los saldos de los países acreedores y deudores en TARGET2 la fragmentación es muy evidente. La posición de España, Italia, Grecia, Portugal e Irlanda contrasta con el sistemático saldo acreedor de Alemania, y

Gráfico 10

Saldo agregado en TARGET2 de los Bancos Centrales Nacionales

Miles de millones de euros



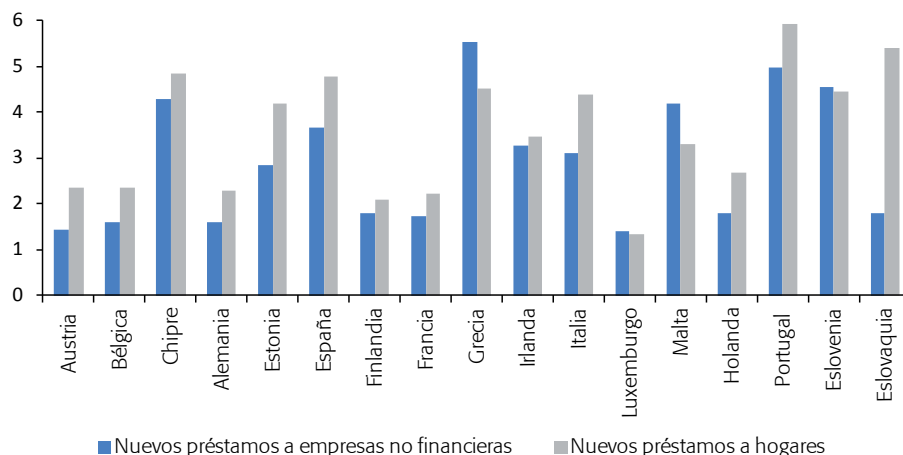
Notas: Países con saldo deudor (Grecia, Irlanda, Portugal, Italia y España); Países con saldo acreedor (Alemania, Luxemburgo, Holanda y Finlandia). Último dato noviembre de 2013.

Fuentes: BCE, bancos centrales naciones y cálculos de los autores.

Gráfico 11

Diferenciales de préstamos de las entidades de crédito. Préstamos a empresas y hogares

Datos en % anual, referidos a noviembre de 2013



Notas: Diferencial ponderado entre el tipo de interés aplicado por las entidades de crédito a nuevas operaciones y el tipo *swap* con un vencimiento igual a la categoría del préstamo.

Fuente: ECB (2013) *ESRB Risk Dashboard*, septiembre.

en menor medida de Holanda, Luxemburgo y Finlandia.

De nuevo, esta situación implica una transmisión monetaria muy diferente en los países más afectados por la crisis. El problema es más notable si tenemos en cuenta que la pérdida de transmisión monetaria y la fragmentación provocan que el sector privado no financiero soporte costes de financiación muy desiguales, en función del país de la eurozona al que pertenezcan.

El gráfico 11 presenta los diferenciales de tipos de interés de los nuevos préstamos a hogares y empresas no financieras. Es muy llamativo que en financiación a empresas, de los 17 países de la eurozona tan solo están en peores condiciones que España cinco economías: Chipre, Grecia, Portugal, Malta y Eslovenia. Si consideramos la financiación a hogares, la situación todavía es peor ya que tan solo Eslovaquia, Portugal y Chipre quedan por detrás de España.

Conclusión

La resolución de la crisis actual requiere una acción firme y conjunta desde tres frentes. En primer lugar, la acción del BCE. La extensión de las tensiones soberanas a partir de 2010, provocó que el BCE dirigiera su atención hacia los problemas de refinanciación y de asimetrías en los costes de financiación nacionales mediante el Programa para el Mercado de Valores y las OMD, a partir de septiembre de 2012. Si bien las OMD tuvieron un efecto disuasorio importantísimo y permitió el descenso de las primas de riesgo y la vuelta a la financiación a los mercados financieros de muchas de estas economías (España e Italia, fundamentalmente), todavía persiste un alto grado de fragmentación como se refleja en los gráficos anteriores.

En segundo lugar, la acción de los Gobiernos de las economías en grave estado de tensión. Los canales por los que se había consolidado esta fragmentación soberana son tres: el alto nivel de deuda pública acumulada, el bajo crecimiento económico y la debilidad de los balances del sistema bancario. Estos problemas han requerido, de los Gobiernos afectados, medidas concretas en materia de consolidación fiscal, un conjunto de reformas estructurales que permitan impulsar el crecimiento a medio plazo y, finalmente, afrontar la recapitalización y reestructuración de las entidades bancarias con problemas.

En tercer y último lugar, la acción de las autoridades europeas ha sido fundamental para solventar de una manera definitiva el problema de la fragmentación mediante un compromiso firme de avanzar en la creación de una auténtica UEM basada en cuatro pilares: una unión económica, una unión bancaria, una unión fiscal y una unión política. La puesta en marcha de los mecanismos para conseguir la unión bancaria se han concretado con la designación del BCE como supervisor bancario único, a partir de noviembre de 2014.

Referencias

- ESTEVE, V. y M.A. PRATS (2011), "La utilización de medidas de política monetaria no convencional frente a la crisis financiera internacional", *Revista Principios. Estudios de Economía Política*, 19: 5-34.
- L'HOTELLERIE-FALLOIS, P. y J. VALLÉS (2013), "Las políticas monetarias de las economías avanzadas frente a la crisis", *Cuadernos de Información Económica*, 234, mayo-junio: 47-62.
- MALO DE MOLINA, J.L. (2013), "La respuesta del Banco Central Europeo a la crisis", *Banco de España, Boletín Económico*, julio-agosto: 115-124.