

Ahora toca lo difícil: retirada de las políticas monetarias no convencionales del Banco Central Europeo

Erik Jones*

El debate en torno a la necesidad de un cambio en las políticas monetarias no convencionales aplicadas por el Banco Central Europeo (BCE) tiene que ver no tanto con la dirección de dicho cambio, sino con la utilización de los tiempos. Para salvaguardar la recuperación europea auspiciada por dichas políticas, las autoridades deben ser cuidadosas acerca de cómo y cuándo retiran las medidas excepcionales. El BCE debería empezar a retirar su postura no convencional en materia de política monetaria en un futuro cercano, a medida que las expectativas de inflación en la eurozona retornan a su nivel objetivo compatible con la estabilidad de precios. No obstante, ello resultará más complicado de lo que fue la adopción de dichas políticas monetarias no convencionales. Parte del desafío radica en evitar crear perturbaciones en los mercados de deuda soberana; aunque una estrategia “arrolladora” funcionó en el momento de implantar las políticas, el objetivo ahora es evitar una innecesaria volatilidad. Gestionar los diferentes impactos producidos por un cambio de política en los distintos países del euro revestirá aún más importancia.

Los responsables de los bancos centrales respondieron a la crisis económica y financiera global mediante el recurso a la innovación, lo que les llevó a desarrollar un sinfín de nuevos instrumentos de política monetaria con el propósito de restablecer la confianza en los mercados interbancarios y sostener la fe en los balances de los bancos y las finanzas públicas. Esta ola de innovación culminó en Europa con una serie de anuncios:

- la declaración de que el Banco Central Europeo (BCE) haría “lo que hiciera falta” para

restaurar el mecanismo de transmisión de la política monetaria en aquellos países que habían adoptado el euro,

- la decisión de aplicar un tipo de interés negativo a los depósitos mantenidos por los bancos en los bancos del eurosistema por encima del coeficiente de reservas mínimas exigibles,
- el anuncio de un programa de compras a gran escala de instrumentos de deuda

* Professor of European Studies and International Political Economy en la Johns Hopkins School of Advanced International Studies y *senior research fellow* en el Nuffield College, Oxford.

pública, bonos de titulización de activos y bonos garantizados, y

- la intención de reinvertir los recursos procedentes de los activos que vencieran con el fin de mantener el tamaño del balance.

En cada uno de los pasos de este proceso, el objetivo que se perseguía con las medidas no convencionales tenía, además de un elemento técnico, otro psicológico. Tomando prestada una expresión de la jerga militar, los bancos centrales buscaban inspirar en los participantes del mercado “*shock and awe*”, es decir, una mezcla de intimidación y respeto, para evitar de ese modo un estado de pánico generalizado que pudiera hacer colapsar el sistema¹.

Ahora que las consecuencias de la crisis están remitiendo, el desafío es diferente: los responsables monetarios deben retirar los estímulos y desmontar las posiciones creadas por la aplicación de su política no convencional. De nuevo, los motivos para ello son psicológicos tanto como técnicos. En lugar de intentar infundir un halo de respeto entre los participantes del mercado para prevenir el pánico, las autoridades monetarias pretenden evitar generar confusión que pueda dar al traste

La retirada de la postura actual del BCE se está volviendo necesaria aunque no sea más que para ampliar su margen de maniobra.

con la recuperación. Esta es una operación delicada que requiere de una señalización transparente y se basa en una secuencia de actuaciones coherentes. El peligro es que los participantes del mercado se precipiten en sus conclusiones y malinterpreten las declaraciones de la autoridad monetaria, provocando movimientos de precios antes incluso de que el giro de política tenga lugar.

El BCE no puede permitirse el lujo de fallar. Aunque su presidente Mario Draghi ha reiterado en varias ocasiones que disponen de muchos más instrumentos dentro del arsenal de política, el margen para realizar nuevas actuaciones “arrolladoras” es cada vez más limitado². La retirada de la postura actual se hace necesaria aunque solo sea para conseguir algo de margen de maniobra. Incluso si esto no fuera motivo suficiente, la presente posición tiene consecuencias no intencionadas que se van acumulando cuanto más tiempo se mantenga. Por tanto, el BCE debe iniciar la operación de retirada pese a que las circunstancias no sean las ideales. Los próximos doce meses serán cruciales para el éxito del cambio de política. Los banqueros centrales podrían descubrir que blindar la recuperación es aún más difícil de lo que fue responder a la crisis.

La recuperación empieza a consolidarse

La buena noticia es que la economía europea se está recuperando tras la crisis (Comisión Europea, 2017). Las previsiones económicas de primavera de 2017 de la Comisión Europea (véase el cuadro 1) estiman para este año un crecimiento agregado del 1,9% en los países que forman la Unión Europea (UE), y del 1,7% en el conjunto de la eurozona. Estas cifras no son espectaculares, pero sí consistentes. Como se subraya en dicho informe, es el quinto año consecutivo en el que la economía registra un crecimiento positivo. Además, ello queda patente en muy diferentes indicadores macroeconómicos. El desempleo de la UE debería caer hasta el 8%, en tanto que el crecimiento del empleo sigue adelante y la inflación empieza a repuntar. El mismo patrón de recuperación se pone de manifiesto si observamos los datos para la eurozona. No está claro si la razón que está detrás de la recuperación son los estímulos monetarios no convencionales o la mejora de

¹ La referencia a *shock and awe* se ha tomado del contexto estadounidense (véase Geithner, 2015).

² Estas referencias a Draghi se encuentran en sus conferencias de prensa mensuales, que pueden consultarse en la dirección <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2017/html/index.en.html>. No creo que Draghi estuviera de acuerdo con que el margen para medidas arrolladoras adicionales sea limitado. Su argumento sería que las autoridades monetarias no pueden hacerlo todo por sí solas.

Cuadro 1

Previsiones económicas de la Comisión Europea

Previsiones de primavera	2016	2017	2018
Crecimiento real del PIB			
Unión Europea	1,9	1,9	1,9
Eurozona	1,8	1,7	1,8
Tasa de paro			
Unión Europea	8,5	8,0	7,7
Eurozona	10,0	9,4	8,9
Índice de precios de consumo			
Unión Europea	0,3	1,8	1,7
Eurozona	0,2	1,6	1,3

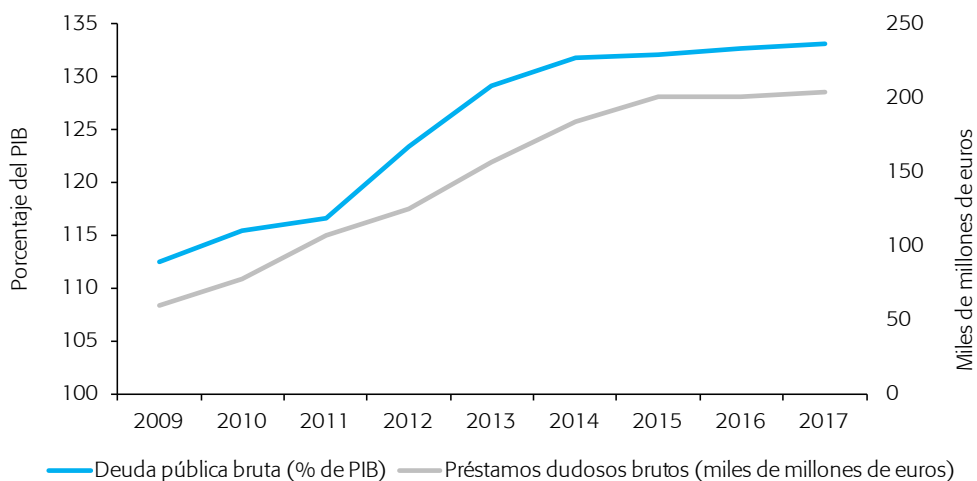
Fuente: Comisión Europea (2017).

las condiciones externas. El BCE no ha dejado de atribuir el repunte al éxito a sus políticas de acomodación monetaria; pero los datos de crecimiento de la demanda exterior y de la balanza por cuenta corriente sugieren que el crecimiento en el resto del mundo también juega un papel. Si el crecimiento de la demanda exterior disminuyese, los indicadores económicos de Europa se resentirían. Este es uno de los riesgos "a la baja" que mencionan los expertos de la Comisión Europea

en su informe. Pero existe un consenso general en que las condiciones están mejorando, sea cual sea la razón.

La mala noticia es que el progreso no es homogéneo. Algunas economías, como España, están mejorando con rapidez. Su crecimiento es considerablemente superior al de la media europea. Su tasa de desempleo es elevada, del 19,6% en 2016, pero está descendiendo rápidamente

Gráfico 1

Deuda pública bruta y préstamos dudosos en Italia


Fuente: Banco de Italia.

y debería reducirse en cuatro puntos porcentuales en un plazo de dos años. En cambio, el crecimiento de Italia es mucho más lento que el de la media europea o el de la eurozona. Si bien su tasa de desempleo no es tan alta como, por ejemplo, la de España, el crecimiento del empleo está estancado y el desempleo es persistente. No es sencillo encontrar la razón de esta discrepancia. Una parte puede explicarse por las diferencias en los programas de reformas aplicados: España ha implementado cambios más profundos que Italia, tanto en el mercado de bienes como en el de trabajo. Otra parte es atribuible al legado de la debilidad financiera: mientras el gobierno de España se enfrentaba a la necesidad de reformar sus entidades financieras ya en 2012 y 2013, los sucesivos gobiernos italianos han esperado hasta noviembre de 2015 para hacerlo. En dicho intervalo, el volumen de préstamos dudosos en el sistema bancario italiano aumentó, lo que ejerció presiones sobre la disponibilidad de crédito en el país y, por tanto, sobre la inversión. A día de hoy, Italia parece atrapada en una espiral negativa por la que los bancos no pueden deshacerse de sus activos improductivos, al menos en parte, debido a la debilidad de los datos económicos, y la economía continúa débil por la fragilidad de los bancos. El nivel relativamente alto de endeu-

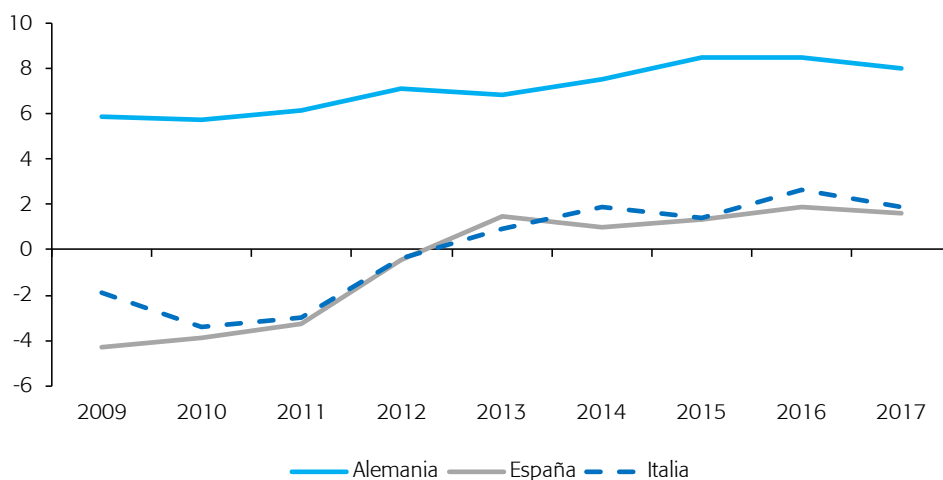
damiento público en Italia es un factor agravante. Pese a los esfuerzos europeos por cortar el vínculo de retroalimentación entre las finanzas públicas y las entidades financieras del país, la simbiosis en Italia sigue siendo evidente y negativa (gráfico 1).

El contraste entre la periferia del sur de Europa y Alemania es aún más acusado que el contraste entre los distintos países periféricos. La economía alemana se encuentra cerca de una situación de pleno empleo, si es que no la ha alcanzado. Aunque el ritmo de crecimiento de Alemania se frenará algo este año, lleva un periodo considerable creciendo a tasas iguales o superiores a la media de la eurozona. Mientras, acumula un superávit por cuenta corriente de más del 8% del PIB. Ello no obedece a que Alemania sea más competitiva en los mercados españoles o italiano que los propios países periféricos en sus mercados nacionales. Al contrario, tanto España como Italia muestran también sendos superávits por cuenta corriente (gráfico 2). Puede que existan diferencias de competitividad, pero estas ya no son la causa de desequilibrios macroeconómicos dentro de Europa. Por tanto, ello sugiere que Alemania está disfrutando de una penetración en el mercado mundial sin precedentes. El potencial de que un desequilibrio por cuenta corriente de tal mag-

Gráfico 2

Balanza por cuenta corriente

(Saldo en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

nitudo cree problemas, ya sea en Europa o el resto del mundo, no puede ignorarse.

Al margen del saldo por cuenta corriente de Alemania, lo importante para evaluar la pertinencia o no de un cambio de las condiciones monetarias es (según Italia) el nivel de crecimiento y (según el BCE) las expectativas de inflación en la eurozona.

La cuestión es si un cambio de las condiciones de la política monetaria sería una respuesta apropiada a esta situación. Estamos en uno de esos casos en los que la formulación de la pregunta es más importante que la respuesta. Al margen de lo fundadas que estén las críticas contra la posición por cuenta corriente de Alemania, es claro que el gobierno alemán cree (o está dispuesto a defender) que una política monetaria más restrictiva ayudaría. El gobierno alemán también sostiene la tesis de que un endurecimiento de la política monetaria sería útil para prevenir el sobrecalentamiento de su propia economía y para encauzar la recuperación en países como España (o Irlanda) hacia una senda más sostenible. Con este razonamiento, el gobierno alemán se sitúa parcialmente en oposición a las tesis defendidas por el gobierno italiano y por una mayoría sustancial de miembros del Consejo de Gobierno del BCE. Desde el lado opuesto del debate, se aduce que la cuestión sobre la pertinencia de un cambio de las condiciones monetarias debería vincularse al equilibrio interno, y no al equilibrio externo: con independencia del saldo por cuenta corriente de Alemania, lo importante es (según Italia) el nivel de crecimiento y (según el BCE) las expectativas sobre inflación en la eurozona. Aunque la inflación se ha acelerado recientemente como consecuencia del repunte de los precios de la energía y los alimentos, la inflación subyacente sigue sin aumentar de forma convincente y las evidencias de una mejora de las expectativas a medio plazo son ambiguas. Por tanto, en opinión del BCE, sigue habiendo margen para mantener la acomodación monetaria (véase Praet, 2017).

³ Esta cuestión ya es reconocida por el BCE, véase, por ejemplo Draghi (2017).

El necesario cambio de signo de la política monetaria

La discrepancia tiene más que ver con los tiempos que con la dirección. Nadie discute que la postura de política monetaria no convencional es insostenible a largo plazo por, al menos, tres motivos. Uno, de carácter político, es que las consecuencias distributivas de dichas medidas son transparentes y, al menos aparentemente, están sesgadas hacia un lado. El segundo tiene que ver con sus efectos no deseados, y es que el signo actual de la política monetaria distorsiona la distribución de liquidez y la disponibilidad de colateral de alta calidad. Un tercer motivo es autoimpuesto por el BCE, y estriba en que, con el tiempo, los distintos instrumentos monetarios no convencionales empiezan a entrar en conflicto entre sí.

El argumento político enfrenta a los acreedores con los deudores. Los primeros se quejan de que los tipos de interés ultrabajos que resultan de los tipos negativos aplicados al excedente de reservas mantenido por los bancos y de las compras masivas de instrumentos financieros por los bancos centrales imponen un coste al ahorro, al tiempo que brindan un aliciente a cualquiera que esté dispuesto a endeudarse³. Ciertamente, esa era una de las intenciones de la política, al menos a corto plazo. Cuando el BCE introdujo el tipo de interés negativo en la facilidad de depósito para las entidades financieras, el objetivo era precisamente crear un incentivo para que dichas entidades encontrasen algún otro uso para su liquidez. Los responsables de formular la política entendían que, al hacerlo, se generaría cierto flujo de salida de liquidez hacia el extranjero y ello impulsaría una depreciación del euro frente a las demás monedas principales; también confiaban en reforzar la concesión de crédito por los bancos a la economía real. Ambas influencias —el canal del tipo de cambio y el canal crediticio— ayudarían a estimular el nivel de actividad económica. En la medida en que el estímulo lograra el objetivo de reactivar la economía, sus beneficios serían disfrutados tanto por los acreedores como por los deudores.

Sin embargo, con el tiempo, las implicaciones distributivas se vuelven más evidentes. Los bancos a duras penas logran mantener la rentabilidad dado un perfil plano de la curva de tipos, y son reacios a repercutir a los clientes minoristas el coste de mantener las reservas depositadas en los bancos centrales. Lo que es más importante, los vehículos de ahorro a largo plazo utilizados por los fondos de pensiones o las compañías de seguros de vida empiezan a tener dificultades para casar activos y pasivos. Aunque, por un lado, estas empresas se benefician de las plusvalías a corto plazo en sus carteras de deuda soberana o de otros valores negociables de alta calidad admitidos en el programa ampliado de compras de activos del BCE, por el otro se ven perjudicadas por la reducción de los rendimientos a largo plazo y por los requisitos regulatorios que crean incentivos para comprar activos con rentabilidades hasta el vencimiento negativas. Dichos efectos no son inmediatos ni tampoco necesariamente mecánicos. Cuanto más tiempo dure el entorno de tipos de interés bajos resultante de unos precios de los bonos artificialmente altos, más fácil será que los ahorradores reconozcan la amenaza potencial que ello plantea para sus ahorros (véase Jones, 2016).

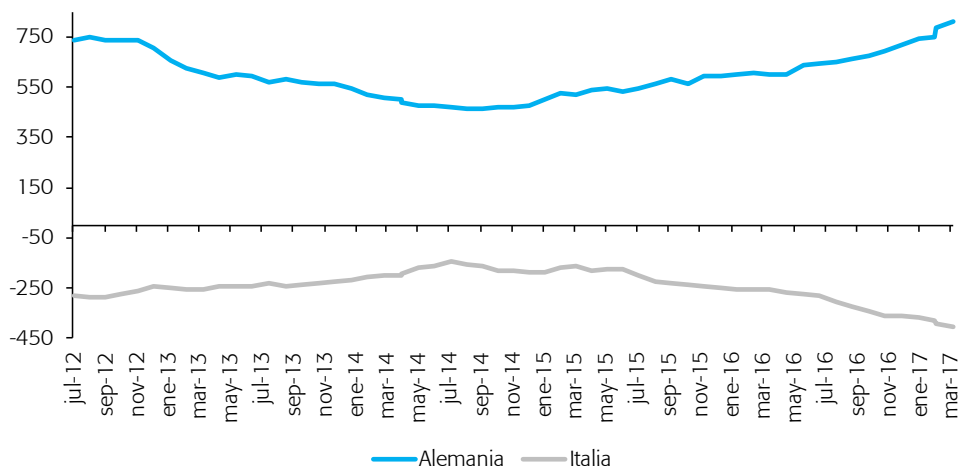
Entretanto, la presencia del BCE en el mercado de valores negociables de alta calidad crea dos clases de distorsiones diferentes. Primero, al retirar del mercado dichos activos, convierte el *stock* de colateral en cada vez más escaso; y, segundo, crea un incentivo para que los inversores transfronterizos liquiden su exposición a instrumentos de alta calidad y repatríen los fondos a sus mercados nacionales. Los responsables de las políticas anticiparon ambas consecuencias, aun cuando ninguna de ellas fuera deseada. El BCE creó una facilidad de préstamo con colateral para intentar reducir la carestía de activos de alta calidad. Dicha facilidad no funcionó tan bien como se preveía. Aunque el BCE consiguió prestar algunos de los activos que mantenía en su balance, la salida del colateral de calidad de los balances privados fue creando tensiones en el mercado interbancario⁴.

La transferencia transfronteriza de liquidez fue más problemática. Los extranjeros con exposición a deuda soberana italiana, por ejemplo, tenían pocos incentivos para buscar otras inversiones en activos italianos de mayor riesgo. Por tanto, una vez que hubieron liquidado su exposición al Banco de Italia como parte del programa de compras de

Gráfico 3

Saldos Target2 (julio 2012-marzo 2017)

(Miles de millones de euros)



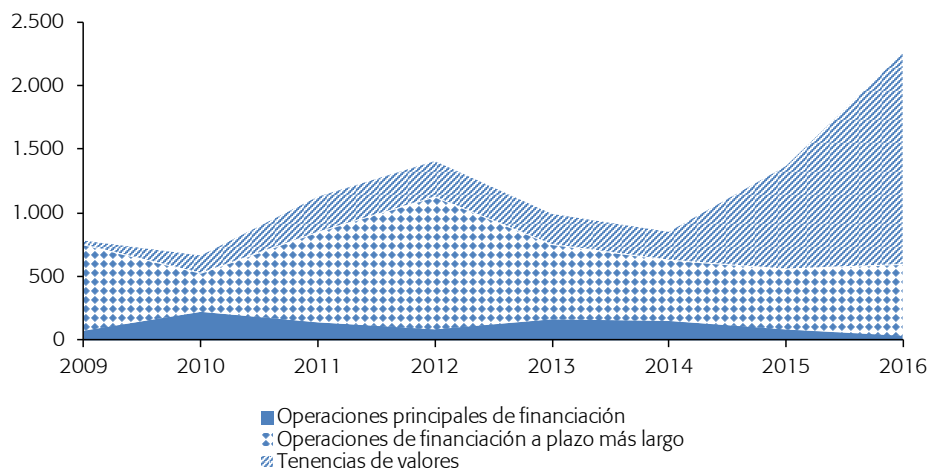
Fuente: BCE.

⁴ El BCE no fue el único actor que creó tensiones en el mercado monetario (véase Mersch, 2017).

Gráfico 4

Balance del BCE (Operaciones monetarias principales)

(Miles de millones de euros)



Fuente: BCE.

activos, optaron por repatriar dichos fondos. Esta transferencia transfronteriza de liquidez privada se reflejó en los saldos Target2, el sistema de liquidación bruta en tiempo real de la zona del euro: la posición deudora de Italia aumentó a medida que los inversores sacaban sus activos del país (véase el gráfico 3); la posición acreedora de Alemania creció, pues muchos de esos mismos activos volvieron a su lugar de origen. Aquí, nuevamente, existe un problema de percepción pública: muchos alemanes ven la repatriación de liquidez como un crédito neto frente a Italia, debido a la forma en que se reportan los saldos en Target2, y por tanto también como un activo potencialmente de riesgo para Alemania en el caso improbable de que el gobierno italiano saliese del euro.

El problema de las limitaciones autoimpuestas surge a raíz de las directrices operativas introducidas por el BCE para tranquilizar a diversos grupos de interés sobre la utilización responsable de sus instrumentos de política monetaria no convencionales. El compromiso de hacer «lo que hiciera falta» se plasmó en un esquema de operaciones monetarias de compraventa (*OMT*, *outright monetary transactions*), a través del que el BCE se comprometió a adquirir deuda soberana con vencimiento residual de hasta tres años, sin límite de cantidad,

de aquellos países que soportasen presiones, a condición de que el gobierno del país aceptase acogerse a un programa y solicitar la asistencia financiera del BCE. Por lógica, estas compras sin límite de cantidad están limitadas por el volumen de deuda a corto plazo que se encuentre disponible en el mercado. Cuantos más instrumentos de este tipo mantenga el BCE en su balance, menos podrá intervenir en el supuesto de que el país se vea sometido a presiones (y menor incentivo tendrá el gobierno en cuestión a aceptar la condicionalidad para poder recibir asistencia del BCE).

A la larga, el Consejo de Gobierno del BCE tendrá que elegir entre mantener el tamaño de su balance o mantener las proporciones por países de sus compras y tenencias de activos.

Las limitaciones autoimpuestas también proceden del programa de compras de activos del BCE. El Consejo de Gobierno se ha comprometido a adquirir activos originados en los países de la eurozona en una proporción prácticamente idéntica a la de la participación de cada uno de ellos en el capital del BCE —lo que se conoce como la “clave de capital”—. Esto significa que el programa

de compras de activos debe encontrar aproximadamente 1,46 euros de activos originados en Alemania por cada 1 euro de activos originados en Italia⁵. También debe encontrar activos admisibles para la compra de una larga lista de países mucho más pequeños, si bien en menores cantidades. Con el paso del tiempo, esta distribución de compras es más difícil de mantener, debido a las diferentes tasas de emisión neta de unos países y otros, sobre todo dado el reciente éxito de Alemania para registrar superávit presupuestarios. El hecho de que el BCE necesite reinvertir el principal de los activos que vencen en la misma proporción en que fueron adquiridos complica aún más la situación. A la larga, el Consejo de Gobierno tendrá que hacer frente a la elección entre mantener el tamaño de su balance o mantener las proporciones por países de sus compras y tenencias de activos.

El reto de la retirada de las medidas es psicológico, además de técnico

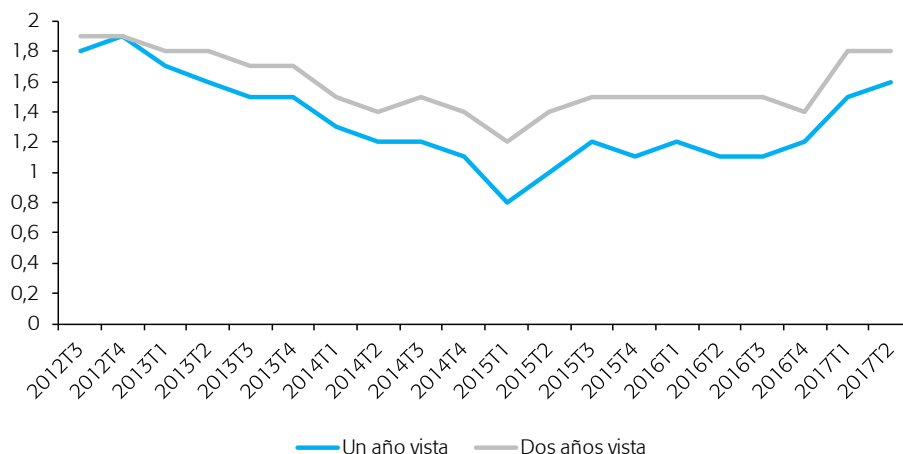
El Consejo de Gobierno del BCE siempre fue consciente de que tendría que dismantelar sus

posiciones monetarias no convencionales, y por ello definió una hoja de ruta precisa sobre la forma de llevarlo a cabo, tanto para los instrumentos individuales como para el conjunto de políticas. Algunas de estas notas indicativas están detalladas de manera más concreta y transparente en cuanto a contenido y plazo que otras, que son más generales y ambiguas. El BCE dejó claro desde el comienzo, por ejemplo, que el programa de compras de activos estaba limitado tanto en su plazo como en su alcance. El Consejo de Gobierno ha alargado la duración del programa y ha ampliado el objeto de las compras, pero siempre especificó que estas actuaciones eran asimismo temporales. Al igual que lo era la decisión de reinvertir el principal de los activos en balance del BCE a medida que vencían. Ahora llega el momento de dar marcha atrás. Entre marzo y abril, el BCE redujo el volumen de sus compras de 80.000 millones a 60.000 millones de euros al mes. Este nivel de compras se mantendrá hasta diciembre si fuera necesario. Después de esa fecha es probable un nuevo repliegue, siempre que las expectativas de inflación den señales de regresar a un nivel cercano, aunque inferior, al 2% anual, que es la definición del Consejo de Gobierno de "estabilidad de precios" (gráfico 5).

Gráfico 5

Expectativas de inflación de la eurozona

(En porcentaje)



Fuente: BCE.

⁵ La composición de la clave de capital puede consultarse aquí: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.en.html>

El Consejo de Gobierno solo empezará a subir el tipo de depósito una vez que haya reducido el ritmo de compras. La razón para ello es evitar crear sobresaltos en los precios de los activos⁶. Este riesgo de una variación brusca de los precios procede de otra limitación autoimpuesta en las compras del BCE. En circunstancias normales, el BCE no adquiriría activos que cotizaran a un rendimiento inferior al del tipo de interés de la facilidad de depósito. En la práctica, esto pone un techo a los precios de los activos que el BCE está dispuesto a pagar. Aunque podría realizar compras por encima de ese techo si fuera necesario para cumplir las otras restricciones, hasta ahora no lo ha tenido que hacer en un volumen considerable. Pero al subir el tipo de depósito, el Consejo de Gobierno estaría bajando de facto ese techo. Los participantes del mercado adaptarían en consecuencia sus propias estrategias de precios. Esto podría crear una discontinuidad en los mercados, lo que tendría un impacto negativo en cualquier entidad financiera con importantes carteras de deuda pública (que estarían obligadas a actualizar contablemente a valor de mercado). A medida que el BCE reduzca gradualmente su programa de compras de activos y su papel en el mercado vaya perdiendo protagonismo, el riesgo de que la subida del tipo de depósito cree un *shock* en los precios de los activos también disminuye. Esa es la razón de que cuando el gobernador del Banco Central de Austria, Ewald Nowotny, sugirió que el BCE incrementase el tipo de depósito antes de haber retirado el programa de compras de activos, su propuesta encontró escaso eco en el Consejo de Gobierno (Siebenhaar y Mallien, 2017).

Tarde o temprano, el BCE también tendrá que reducir su balance. Eso ocurrirá con el tiempo a medida que sus exposiciones vayan venciendo. Es probable que ello también requiera de cierta modulación mediante la reinversión parcial de los activos que venzan, debido a la concentración de vencimientos que presentan las actuales tenencias del BCE. Él ya cuenta con una considerable experiencia en esto. Mientras que otros grandes bancos centrales, como la Reserva Federal de EE.UU. o el

Banco de Inglaterra, aplicaron la expansión cuantitativa en gran medida a través de las compras simples de activos, el BCE se basó inicialmente en la acumulación de posiciones de colateral a través de sus operaciones de refinanciación a más largo plazo (LTRO). Ello tuvo como consecuencia lógica que el balance del BCE se contrajese al final del periodo de refinanciación cuando los préstamos se reembolsaban y el colateral se liberaba.

La mayoría de los miembros del Consejo de Gobierno parecen estar de acuerdo en que sería más fácil ajustarse a la secuencia de actuaciones prevista, utilizando las indicaciones de política monetaria respecto al momento de efectuar la reducción de las compras de activos, la elevación del tipo de interés de depósito y, finalmente, la reducción de la exposición en balance del BCE.

Los participantes del mercado europeo están familiarizados con este modelo de actuación y son conscientes de las indicaciones aportadas por el BCE. Cualquier desviación de ellas en este momento generaría incertidumbre en los participantes del mercado y deterioraría la credibilidad del Consejo de Gobierno. Dependiendo de las circunstancias, ello podría producir volatilidad innecesaria en el mercado. Puede que existan otras formas más rápidas para que el BCE retire su postura monetaria no convencional, pero sus ventajas no compensan los riesgos. En cambio, parece haber acuerdo entre la mayoría de los miembros del Consejo de Gobierno en que sería más fácil ajustarse a la secuencia de actuaciones prevista, utilizando las indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria para señalar el momento en que podrían tener lugar los cambios de políticas específicos, es decir, la ralentización en el ritmo de compras de activos, la elevación del tipo de interés de depósito y, finalmente, la reducción de la exposición en balance del BCE.

⁶ Esta idea procede de un miembro del Comité de Política Monetaria del BCE.

Los próximos doce meses serán cruciales

Pero incluso un enfoque ordenado no está exento de riesgos. Para explicar por qué, volvamos al caso de Italia, pese a que, sin duda, el problema no es exclusivo de este país. La variable clave a observar es la evolución del diferencial entre los instrumentos de deuda soberana italiana y alemana a largo plazo. Dicho diferencial se situó por encima de los 500 puntos básicos en el momento de máximo apogeo de la crisis de deuda soberana en el verano de 2012. Al inicio del programa de compras del BCE en marzo de 2015, bajó hasta situarse por debajo de los 100 puntos básicos. Sin embargo, a lo largo de los dieciocho meses siguientes, el diferencial aumentó, oscilando

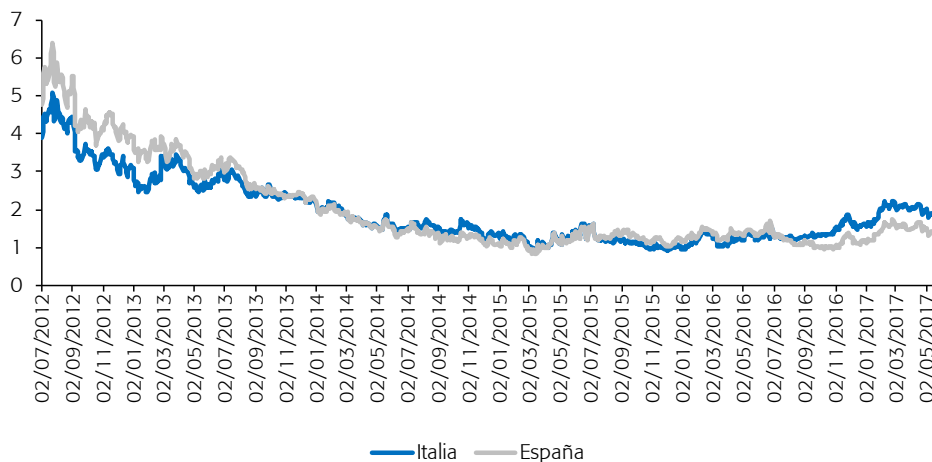
caso del referéndum constitucional con el que se buscaba reforzar la determinación y capacidad del gobierno para acometer reformas esenciales en las finanzas públicas y las estructuras de mercado (gráfico 6). Lo que es peor, el fracaso del referéndum constitucional en Italia ha dejado al país con dos sistemas electorales diferentes en las dos cámaras legislativas en las que se divide el parlamento, dotadas con iguales poderes. De ahí que exista el riesgo de que unas nuevas elecciones, previstas tras la disolución del parlamento actual en 2018, den lugar a una legislatura sin mayoría, incapaz de generar un gobierno de coalición coherente (Jones, 2017).

Esto no implica que Italia corra el riesgo de desplomarse, sino que los políticos italianos tienen

Gráfico 6

Diferencial de riesgo de Italia y España respecto a Alemania (Bono soberano a diez años)

(En puntos porcentuales)



Fuente: IHS Global Insight.

actualmente entre 180 y 200 puntos básicos. No ha ocurrido lo mismo en el caso de España, cuyo diferencial es considerablemente más bajo.

La explicación de por qué Italia está sufriendo presiones en los mercados de deuda es complicada. El doble problema de un crecimiento lento y un elevado volumen de activos bancarios dudosos tiene, obviamente, su importancia. Otra parte de la explicación es política, y hace referencia al fra-

ante sí un complicado programa de reformas, entre las que se incluye la conclusión de la reestructuración y el saneamiento del sector financiero, la reforma electoral y la reforma fiscal, por citar algunas de las prioridades principales. Todas estas son misiones posibles de lograr, pero su consecución requerirá tiempo y esfuerzo. En este contexto, una tentativa del BCE de retirar su postura monetaria no convencional antes de tiempo solo desviaría la atención de la agenda de prioridades políticas.

Lecciones que podemos aprender de la experiencia

El Consejo de Gobierno del BCE adoptó una amplia gama de medidas de política inéditas para responder a la crisis económica y financiera global. Durante dichas intervenciones, el Consejo de Gobierno también tuvo que actuar para fortalecer la integración de los mercados financieros europeos. Este reto no fue exclusivo de Europa. Otros bancos centrales se encontraron ante una situación similar y respondieron de un modo bastante parecido. El ritmo al que se sucedieron los cambios no tenía precedentes históricos, y el marco en el que se desarrolló la política era un terreno nunca antes explorado. Sin embargo, consiguieron su objetivo de estabilizar las condiciones económicas y financieras, sentando de esa forma las bases de la recuperación.

Ahora, el reto que afrontan los banqueros centrales es muy diferente. Desde un punto de vista técnico, deben considerar qué impacto tendrán los esfuerzos por devolver los instrumentos a un estado más normal sobre la cotización de los activos. Esto entra dentro de la lógica. Cualquier reducción de la abrumadora presencia que los bancos centrales han acumulado en los mercados de activos negociables de alta calidad requerirá un ajuste sustancial, tanto en términos de las actitudes de los agentes de mercado como de la composición de las carteras de activos en el sector privado.

Dicho ajuste es necesario a la vez que inevitable. Las políticas monetarias no convencionales no pueden mantenerse eternamente. No obstante, las implicaciones no son las mismas para todos los actores o países. Los responsables de los bancos centrales deben ser sensibles a los diferentes retos que afrontan; en ningún sitio resulta ello más evidente que en Europa. Si desean sostener la recuperación que fue posible gracias a su expe-

rimentación monetaria, tendrán que ser muy cuidadosos sobre cuándo y cómo retiran las medidas de apoyo no convencionales. Mirando hacia atrás, aumentar el tamaño de los balances empieza a parecer una tarea sencilla. Lo difícil es devolverlos a su posición original.

Referencias

- COMISIÓN EUROPEA (2017), *European Economic Forecast: Spring 2017*, Comisión Europea, Bruselas: 1. https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/ip053_en_1.pdf
- DRAGHI, M. (2017), "Introductory remarks at the House of Representatives of the Netherlands", La Haya.
- GEITHNER, T. (2015), *Stress Test: Reflections on Financial Crises*, Broadway Books, New York.
- JONES, E. (2010), "Reconsidering the Role of Ideas in Times of Crisis", en L. S. TALANI (ed.), *The Global Crash: Towards a New Global Financial Regime?*, Palgrave, Londres: 52-72.
- (2016), "The Political-Economy of Ultra-Low Interest Rates", *Bancni vestnik*, 65:11 (noviembre 2016): 7-11.
- (2017), "Europe in the Age of Popular Nationalisms", en GOLDSTEIN, A. E., y J. K. CULVER (eds), *Nomos & Khaos: 2017 Nomisma Economic and Strategic Outlook*, A.G.R.A., Roma: 41-52.
- MERSCH, Y. (2017), "Ructions in the repo market – monetary easing or regulatory squeezing?," Speech at the GFF summit, Luxemburgo, 26 enero, 2017.
- PRAET, P. (2017), "Ensuring price stability", Remarks at the *Belgian Financial Forum colloquium on "The low interest rate environment"*, Bruselas, 4 de mayo 2017.
- SIEBENHAAR, H-P., y J. MALLIEN (2017), "ECB Could Tighten Differently: Austrian Council Member", *Handelsblatt* (16 de marzo de 2017).