

Resumen

La actual crisis sigue afectando a mercados financieros —el crédito, en particular— que son clave para el funcionamiento adecuado de las economías de la zona euro. Los últimos datos económicos y los resultados de las encuestas más recientes parecen mostrar algunos indicios de estabilización. Sin embargo, el sistema financiero internacional sigue acusando los efectos de la incertidumbre sobre la solidez de las entidades financieras y bancarias, y sobre su capacidad de resistencia ante nuevas perturbaciones negativas en la actividad económica. Por ello, es imprescindible progresar con rapidez en la aplicación de reformas en la arquitectura financiera internacional y en los marcos reguladores y supervisores, que son necesarias para reforzar los fundamentos del sistema financiero mundial y evitar la repetición de episodios similares.

Palabras clave: crisis financiera, Eurosistema, Banco Central Europeo, reformas financieras.

Abstract

The financial markets — the credit market in particular — which are crucial for the correct functioning of Euro Zone economies, are still hard hit by the current crisis. Recent economical data and the outcome of the last surveys seem to show some evidence of economic stabilization. The international financial system, however, is still under the influence of the uncertainty which affects the solidity of financial and banking entities and their capacity to resist new negative disturbances of the economic activity. For that reason, the implementation of reforms in the international financial architecture and of the regulatory and supervisory frameworks is vital to strengthen the foundations of the global financial system and to avoid similar incidents to happen again.

Key words: financial crisis, Eurosystem, European Central Bank, financial reforms.

JEL classification: E58, E65, G21.

LA DINÁMICA DE LAS TENSIONES FINANCIERAS: CAUSAS Y CONSECUENCIAS

José Manuel GONZÁLEZ-PÁRAMO

Banco Central Europeo

I. INTRODUCCIÓN

TRANSCURRIDOS ya dos años desde el comienzo de las turbulencias, y pese a cierta mejoría registrada desde la primavera de 2009, el sistema financiero internacional sigue atravesando un período de corrección. Los mercados financieros de todo el mundo siguen acusando los efectos de la incertidumbre sobre la solidez de las entidades financieras y bancarias, y sobre su capacidad de resistencia ante nuevas perturbaciones negativas en la actividad económica.

Un motivo de especial preocupación para el Banco Central Europeo (BCE), y para otros bancos centrales, ha sido la persistencia de tensiones en los mercados monetarios, en los que la liquidez ha estado sometida a fuertes desajustes. Los diferenciales de tipos de interés a plazos de unos pocos meses continúan en niveles que, aunque muy inferiores a los registrados tras la quiebra de Lehman Brothers, siguen siendo históricamente elevados.

La naturaleza de la crisis ha evolucionado sustancialmente desde su inicio en el verano de 2007. Durante el primer año se manifestó como un episodio prolongado de fuertes turbulencias financieras que afectó a ciertos segmentos del mercado crediticio y a los mercados monetarios, y se tradujo en fuertes minusvalías en las tenencias de productos estructurados complejos mantenidas

por un número relativamente pequeño de entidades estadounidenses y europeas.

De forma progresiva, y especialmente acelerada desde mediados de septiembre de 2008, las turbulencias financieras han degenerado en una crisis mundial. En un contexto de sistemas financieros internacionales muy integrados y de creciente globalización de las economías, las primeras perturbaciones sufridas por un sector relativamente pequeño del mercado financiero estadounidense —el mercado de las llamadas «hipotecas basura»— acabaron transmitiéndose a diversos mercados financieros y a la actividad real de economías tanto avanzadas como emergentes. El desplome de la actividad económica en todo el mundo vino acompañado de un colapso del comercio internacional —uno de los pilares de la reciente ola de globalización—, empeorando con ello aún más las perspectivas para la economía global, que sólo desde mediados de 2009 ha empezado a mostrar signos de estabilización.

Un elemento clave de la crisis actual es la interacción de refuerzo mutuo entre, por una parte, el proceso de desapalancamiento y saneamiento de los balances de las entidades de crédito y, por otra, el empeoramiento de las condiciones económicas y del mercado de trabajo. De hecho, desde la intensificación y generalización de la crisis en el otoño de 2008, los efectos de las turbulen-

cias financieras sobre la actividad real se agudizaron sustancialmente hasta el primer trimestre de 2009. Ello dio lugar a un marcado deterioro de las perspectivas de crecimiento y a una disminución de las presiones inflacionistas y de los riesgos para la estabilidad de precios. Desde comienzos de la primavera se observan indicios de una cierta estabilización, aunque la incertidumbre que rodea los escenarios macroeconómicos es todavía elevada.

II. CAUSAS DE LA CRISIS ACTUAL

En la génesis de la crisis encontramos una combinación singular de factores que han afectado tanto al entorno «macro» del sistema financiero como al comportamiento «micro» de instituciones y segmentos específicos del mercado. Pero la aparición de riesgos sistémicos de la magnitud observada en los últimos años no puede explicarse sin tener en cuenta, además, las deficiencias en la regulación financiera y la supervisión.

Por lo que se refiere a los *factores macroeconómicos*, a finales de los noventa comienzan a observarse los llamados «desequilibrios globales» (1). En esos años, algunas economías emergentes, principalmente asiáticas, con productividad muy dinámica pero sistemas financieros y de protección social poco desarrollados, comenzaron a acumular un exceso de ahorro y elevados superávits por cuenta corriente. Ello fue, en parte, resultado de la disciplina presupuestaria y de un descenso de la inversión interna en los años posteriores a la crisis asiática.

Al mismo tiempo, en algunas economías avanzadas, especialmente en Estados Unidos, las tasas de ahorro privado cayeron

fuertemente, al tiempo que el dinamismo de la innovación y la liberalización financieras facilitaban la financiación con deuda de una demanda interna en rápida expansión, lo que se tradujo en déficits crónicos por cuenta corriente.

La persistencia de grandes desequilibrios financieros durante un período prolongado, junto con unas condiciones monetarias y fiscales relativamente laxas en un entorno de baja inflación, fomentaron un incremento significativo del apalancamiento, un aumento considerable del apetito por el riesgo y una desviación creciente de los precios de los activos respecto de sus valores fundamentales. Con perspectiva, parece indiscutible que los desequilibrios internos y externos fueron exacerbados por un déficit de disciplina macroeconómica.

Pasando a examinar los *factores microeconómicos*, la causa principal de la crisis se puede encontrar en la notoria infravaloración del riesgo en un contexto de rápida innovación financiera, lo que facilitó la aparición de productos opacos y «sistemas financieros en la sombra». En el entorno macroeconómico descrito, los tipos de interés y las primas de riesgo descendieron a niveles excepcionalmente bajos en términos históricos, fomentando la «búsqueda de rendimientos» por parte de los inversores.

El sector financiero internacional acomodó la vibrante demanda de activos con mayor rendimiento creando productos de creciente complejidad, y en especial formas muy sofisticadas y poco transparentes de titulización (2), con riesgos muy difíciles de evaluar. En parte debido a esto, no existían mercados secundarios activos para muchos de los nuevos instrumentos, lo que dio lu-

gar a riesgos de valoración y de liquidez considerables, al tiempo que la opacidad de la distribución del riesgo de crédito hizo, y sigue haciendo, difícil conocer y evaluar las exposiciones de las entidades financieras (3).

De esta forma, la titulización, que en principio debería haber favorecido la diversificación y la distribución del riesgo, permitiendo al mismo tiempo economizar capital a las entidades de crédito, pervirtió los incentivos de emisores, intermediarios e inversores, dando lugar a una notable relajación de los criterios de concesión de crédito y a una sorprendente concentración de riesgos en el sector bancario.

El modelo «originar y distribuir» se basó en la titulización para posibilitar a las entidades de crédito vender préstamos, o sacarlos del balance, inmediatamente después de originarlos, permitiéndoles ampliar sus operaciones y economizar capital. Sin embargo, este modelo de negocio también redujo los incentivos de los prestamistas para realizar un análisis prudente y una vigilancia constante de los prestatarios, lo que terminó llevando a una merma en los estándares para la concesión de crédito (Banco Central Europeo, 2008).

La falta de incentivos para analizar a los prestatarios explica que muchos inversores hayan adquirido activos de mala calidad. A esta circunstancia se ha unido el hecho de que los intermediarios que compraron créditos para titularizarlos se centraron en maximizar comisiones y corretajes, más que en proporcionar combinaciones de riesgo y rendimiento adecuadas a los perfiles de los inversores.

Una pregunta clave es por qué los inversores no prestaron mayor atención a los riesgos que asumían.

Sin duda, éstos cayeron en una cierta dejación en su obligación de análisis previo del riesgo y confiaron excesivamente en la valoración de las agencias de calificación, actitud a la que no han sido ajenas las prácticas de algunos reguladores financieros. Con frecuencia, se ha ignorado que la calificación de las agencias ofrece tan sólo una referencia parcial de los riesgos implícitos en los valores. Y a todo ello se añade que estas agencias estaban sujetas a potenciales conflictos de intereses que podrían haber condicionado tanto las propias calificaciones de los productos estructurados como el momento del anuncio de reajustes en la calificación (Banco Central Europeo, 2009a).

En términos más generales, podemos decir que los sistemas de remuneración e incentivos centrados en los beneficios a corto plazo tendieron a enseñorearse del sector financiero animando la toma de un nivel de riesgo excesivo, a menudo en detrimento de la solidez a largo plazo de las instituciones financieras.

Como ya se ha dicho, la explicación de la crisis financiera como una combinación de desequilibrios macroeconómicos y una cierta degeneración del modelo de titulación de activos sería incompleta sin traer a colación las deficiencias de los *marcos de regulación y supervisión*. Una de las lecciones de la crisis es que, en muchos casos, los mecanismos tradicionales de supervisión microprudencial han demostrado ser insuficientes para identificar a tiempo la naturaleza y la magnitud de los riesgos, así como para imponer medidas preventivas y correctoras. De hecho, a pesar de las repetidas y serias advertencias de algunas organizaciones internacionales y de algunos bancos centrales (por ejemplo, Banco Central

Europeo, 2006 y 2007), hechas con años de adelanto al verano de 2007, acerca de la intensificación de los desequilibrios financieros y de la infravaloración del riesgo como posibles causas de la inestabilidad financiera, ni los participantes en el mercado ni buena parte de las autoridades responsables de la vigilancia de las instituciones financieras o de segmentos específicos del mercado adoptaron medidas adecuadas y suficientes.

Dos largos años de profunda crisis han confirmado la necesidad de reforzar el marco de supervisión macroprudencial del sistema financiero y su relación con el marco tradicional de supervisión de entidades, sectores y mercados. El creciente papel de los factores macrofinancieros, la intensidad de las relaciones entre mercados e instituciones, así como el elevado grado de integración financiera internacional, requieren de forma urgente un refuerzo de la normativa de supervisión macroprudencial.

En este contexto, el Informe del Grupo De Larosière (2009) recomendó establecer un nuevo organismo —Consejo Europeo de Riesgo Sistémico— encargado de la supervisión macroprudencial en la UE, con acceso a información macro y microprudencial relevante, bajo los auspicios y con el apoyo logístico, analítico y estadístico del BCE. El Eurosistema ha manifestado su disposición para contribuir, sin perjuicio de sus funciones de banca central y de su independencia, a garantizar que el nuevo organismo pueda llevar a cabo sus cometidos de forma efectiva. Merece la pena recordar que las recomendaciones del Informe del Grupo De Larosière fueron plenamente respaldadas por el Consejo de la UE de marzo como «bases para la acción». Las correspondientes propuestas legislativas se

publicaron a finales de septiembre de 2009.

Otra de las enseñanzas de estos años es que la prevención y gestión efectivas de las crisis requieren una estrecha cooperación y un intercambio de información eficiente: 1) entre las autoridades supervisoras de diversas jurisdicciones, y también 2) entre los bancos centrales, cuyas competencias incluyen la salvaguarda de la estabilidad financiera, y los supervisores. La eficacia de dicha cooperación, necesaria a escala nacional e internacional, depende fundamentalmente del intercambio puntual y efectivo de la información relevante.

Asimismo, supervisores y reguladores han de prestar más atención a los retos derivados del arbitraje regulatorio. De hecho, muchos procesos de innovación financiera y todo un sistema financiero «en la sombra» florecieron, en gran medida, con la finalidad de eludir el cumplimiento de la normativa, en particular la referida a las exigencias de capital. Abordar este problema es urgente en el contexto actual, en el que instituciones financieras complejas y de gran tamaño operan en distintos países con diferentes regímenes nacionales de regulación y supervisión.

En el futuro, en la elaboración de las políticas de regulación será necesario redefinir el ámbito de las actividades financieras atendiendo a criterios más estrictos que los empleados en los últimos años. Tenemos pruebas más que suficientes de que la naturaleza del riesgo sistémico ha dejado de estar relacionada exclusivamente con la falta de liquidez o la insolencia de grandes entidades de crédito. Sin duda, debido a la existencia de vínculos directos e indirectos, también las actividades de

grandes instituciones no bancarias (por ejemplo, fondos de inversión libre y vehículos de inversión estructurada) y de ciertos mercados (por ejemplo, algunos mercados de derivados crediticios), sometidos actualmente a una vigilancia escasa o nula, pueden representar serios riesgos para el sistema.

Además, es imprescindible hacer un esfuerzo para mitigar los efectos procíclicos desestabilizadores que están presentes en el marco regulatorio vigente. Ejemplos que reclaman atención especial son los requerimientos de capital, las normas contables para la valoración de los activos y los regímenes de provisiones. Asimismo, las reglas prudenciales vigentes han permitido una infravaloración de los riesgos bancarios, al no reflejar adecuadamente los riesgos relacionados con los vehículos fuera de balance ni los riesgos de liquidez. Otro factor adicional es el peso posiblemente excesivo que el marco de Basilea asigna a las agencias de calificación crediticia a efectos regulatorios.

III. LAS INTERVENCIONES DE LOS BANCOS CENTRALES Y OTRAS AUTORIDADES PÚBLICAS PARA ESTABILIZAR LAS CONDICIONES FINANCIERAS Y ECONÓMICAS

Las turbulencias de los dos últimos años han llevado a los bancos centrales y a otras autoridades a adoptar medidas para estabilizar los mercados y la economía que no tienen precedentes históricos en cuanto a magnitud, rapidez y frecuencia (4). No podía ser de otra forma, dada la especificidad compleja de la crisis, su profundidad y su carácter global.

Un rasgo fundamental de la respuesta a la crisis, novedoso y enormemente positivo, ha sido el alto grado de coordinación tanto entre las autoridades nacionales, dentro de sus ámbitos de responsabilidad, como en el terreno internacional. La intensificación de la cooperación constituye una señal importante del compromiso pleno de la comunidad internacional y de las autoridades nacionales para mitigar los efectos de la crisis y afrontar sus causas de manera efectiva y duradera.

Otra característica clave de las medidas adoptadas es su naturaleza temporal, bien diferente de la vocación de permanencia de las medidas de reforma del marco regulador y supervisor. La sostenibilidad de la recuperación pasa por aplicar con diligencia «estrategias de salida» adecuadas.

Pueden distinguirse principalmente tres líneas de defensa desplegadas por las autoridades contra la crisis. La primera ha consistido en el aumento de la provisión de liquidez por parte de los bancos centrales; la segunda incluye las múltiples medidas destinadas a garantizar y reforzar la estabilidad financiera, y, de modo coincidente en el tiempo, la tercera ha sido el ajuste de las políticas macroeconómicas de estímulo de la demanda agregada.

1. Primera línea de defensa: medidas de provisión de liquidez

La crisis financiera arrancó como una crisis de liquidez en los mercados internacionales ligada a las necesidades de financiación a corto plazo de posiciones en dólares. El BCE y el Eurosistema dieron prueba cumplida de entender la situación desde el primer momento, y también pudieron acre-

ditar la versatilidad y la eficacia de sus instrumentos de intervención desde el mismo 9 de agosto de 2007. Las medidas de gestión activa de la liquidez en euros vinieron acompañadas por una intensificación de la comunicación con el mercado y por un reforzamiento de la cooperación con otros bancos centrales. Fruto de ésta fue, ya a fines de 2007, el acuerdo de *swap* con la Reserva Federal norteamericana para facilitar dólares a los bancos de la zona euro a través de la ventanilla del Eurosistema.

Los objetivos prioritarios de la gestión de liquidez durante esta primera fase fueron: primero, estabilizar los tipos de interés a corto plazo, alterando las modalidades de actuación pero no el volumen total de liquidez inyectado al sistema, y en segundo lugar, garantizar el buen funcionamiento del mercado monetario también en vencimientos a plazos más largos, facilitando de este modo el acceso a la liquidez a entidades de crédito solventes.

Con perspectiva, es indudable que las actuaciones desplegadas en torno a estos objetivos contribuyeron a restablecer un cierto grado de confianza entre los agentes del mercado y a salvaguardar la estabilidad financiera, al tiempo que preservaban el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Con el transcurso de los meses, las tensiones financieras comenzaron a adoptar formas diferentes y mucho más preocupantes, que se manifestaron con nitidez en el rescate de Bear Stearns por JP Morgan, con apoyo de la Reserva Federal, en marzo de 2008. Este caso ilustra dos enseñanzas de la crisis. Primera, que un período prolongado de iliquidez del mercado puede dañar irreversiblemente

te la capacidad de financiación y, en última instancia, la solvencia de una institución financiera que depende significativamente del modelo bancario de «originar y distribuir». Y segunda, que no sólo las grandes entidades tradicionales de depósito, sino también instituciones que no admiten depósitos, pueden desempeñar un papel sistémico en el mantenimiento de la liquidez en muchos mercados.

En septiembre de 2008 la crisis del mercado financiero entró en una fase crítica tras la quiebra de Lehman Brothers. En respuesta al recrudecimiento de las tensiones y a la elevación del riesgo sistémico, el Eurosistema redobló sus esfuerzos para aliviar las necesidades de financiación en euros y en dólares estadounidenses de las entidades de la zona adop-

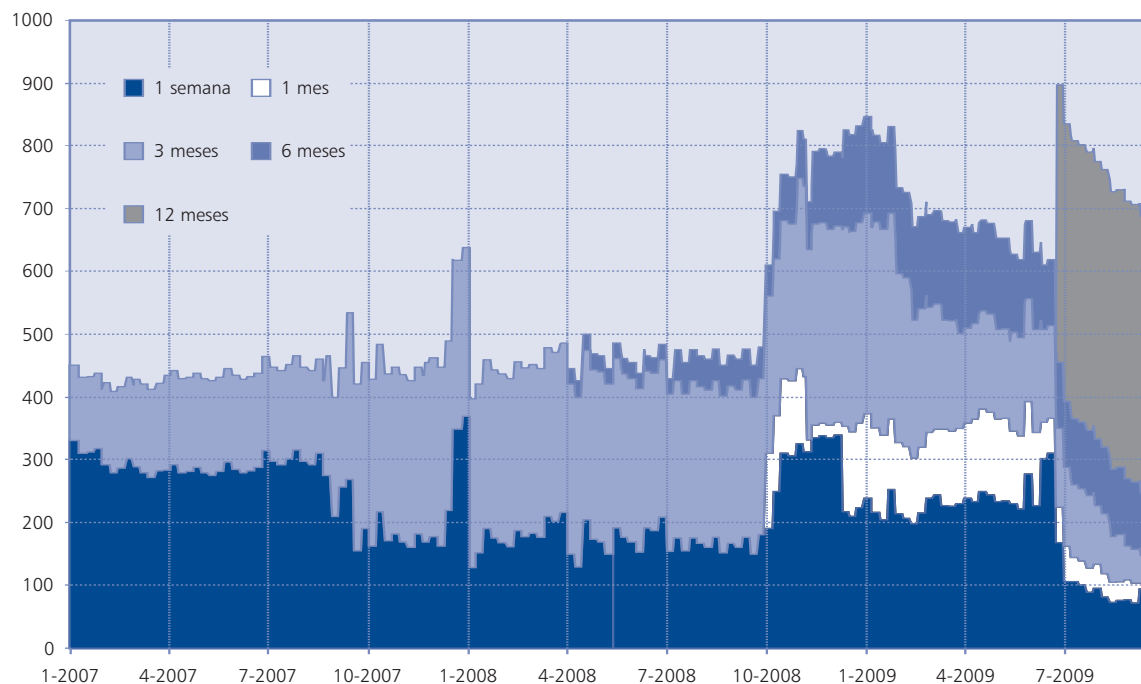
tando medidas no convencionales de gestión de la liquidez (véanse gráficos 1 y 2).

El Eurosistema comenzó ofreciendo un nivel de financiación muy superior al que las entidades de crédito necesitaban para cumplir las exigencias de reservas en tiempos de normales. Su preocupación principal era facilitar la disponibilidad de crédito para familias y empresas, a tipos accesibles, a través de una reducción del riesgo sistémico de liquidez. A este efecto, se decidió introducir subastas a tipo fijo y con adjudicación plena de las peticiones. Como resultado de estas medidas excepcionales, las entidades de la zona del euro pudieron tomar prestada tanta liquidez en euros como desearan, tanto en plazos semanales como en plazos más largos, de tres, seis y, a

partir de junio de 2009, doce meses, contra una lista de activos admitidos como garantía que también se ha ampliado temporalmente. El BCE se ha comprometido a mantener estas medidas mientras sea necesario, y como mínimo hasta después del final de 2009.

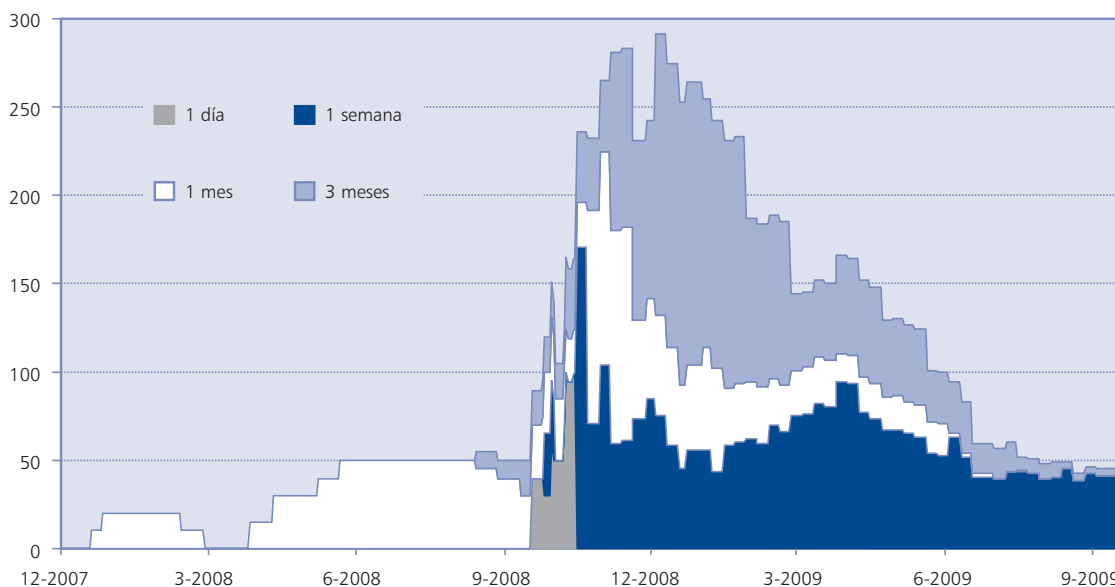
Entre tanto, el BCE ha seguido intensificando su cooperación con otros bancos centrales para facilitar el acceso de las entidades bancarias de la zona euro a liquidez en dólares y también en francos suizos, con operaciones a tipo interés fijo y con adjudicación plena. Paralelamente, el Eurosistema ha establecido acuerdos con los bancos centrales de varios países europeos no miembros del euro para mejorar la provisión de liquidez en euros de sus sectores bancarios.

GRÁFICO 1
OPERACIONES DE FINANCIACIÓN EN EUROS DEL EUROSISTEMA (mm. de euros)



Fuente: Banco Central Europeo.

GRÁFICO 2
OPERACIONES DE FINANCIACIÓN EN DÓLARES DE LOS EE.UU. DEL EUROSISTEMA (mm. de dólares)



Fuente: Banco Central Europeo.

2. Segunda línea de defensa: medidas de estabilización financiera

A partir de octubre de 2008, los gobiernos europeos comienzan a adoptar iniciativas decisivas y coordinadas para estabilizar el sector bancario. Se trataba de garantizar la estabilidad financiera y mitigar el riesgo de una severa contracción del crédito. A este fin, los gobiernos han facilitado un respaldo financiero sustancial mediante rescates, recapitalizaciones y prestación de garantías a las entidades europeas.

Así, a septiembre de 2009, los gobiernos han puesto a disposición de las entidades de crédito de la zona del euro hasta 130 mm. de euros en inyecciones de capital, 1,7 billones en garantías para la emisión de bonos y unos 240 mm. en esquemas de protección de activos. Por distintos motivos, su utilización efectiva es todavía reduci-

da, si bien su volumen total parece adecuado a las potenciales pérdidas derivadas de préstamos fallidos y activos dañados. Debe decirse, al mismo tiempo, que el diseño de estas medidas no debería ser un obstáculo para la necesaria reestructuración en los casos de sobredimensionamiento o de debilidad del modelo de negocio.

Las medidas adoptadas deben aplicarse de forma que se mantenga una situación de igualdad de condiciones en el mercado financiero único de la UE y se minimice la carga para las finanzas públicas. Estos principios se han incorporado a una serie de recomendaciones efectuadas por el BCE, a petición de la Comisión, en relación, por ejemplo, con la fijación de los precios de la recapitalización y de las garantías de los gobiernos (Petrovic y Tutsch, 2009).

Resulta aún prematuro determinar con precisión la efectividad

de dichas medidas para mejorar la financiación a largo plazo de las entidades de crédito y fomentar el crédito al sector privado. Es difícil disociar los efectos positivos de tales medidas de los efectos negativos sobre la provisión de crédito derivados del proceso de desapalancamiento de las entidades o del debilitamiento de la economía. No obstante, es indiscutible que, a grandes rasgos, estas actuaciones han sido efectivas para estabilizar el sistema bancario, reforzando el balance de las entidades, mejorando las condiciones del mercado mayorista de financiación y fortaleciendo la confianza en el sistema financiero.

3. Tercera línea de defensa: ajuste de las políticas macroeconómicas

Frente a la intensificación de la crisis económica a partir del verano de 2008, y sin necesidad de me-

medidas específicas de las autoridades, los denominados estabilizadores automáticos han contribuido significativamente a la expansión fiscal. Dadas las perspectivas de una grave recesión, los gobiernos de la zona del euro anunciaron en otoño una serie de medidas discrecionales coordinadas de estímulo a la actividad. Según las estimaciones de la Comisión Europea, el impulso presupuestario representará cerca de un 5 por 100 del PIB acumulado para 2009 y 2010. Se trata de una cifra muy elevada, también en comparación con otras grandes regiones económicas.

La magnitud del estímulo presupuestario como palanca para la recuperación económica está, ciertamente, justificada. Pero esa misma

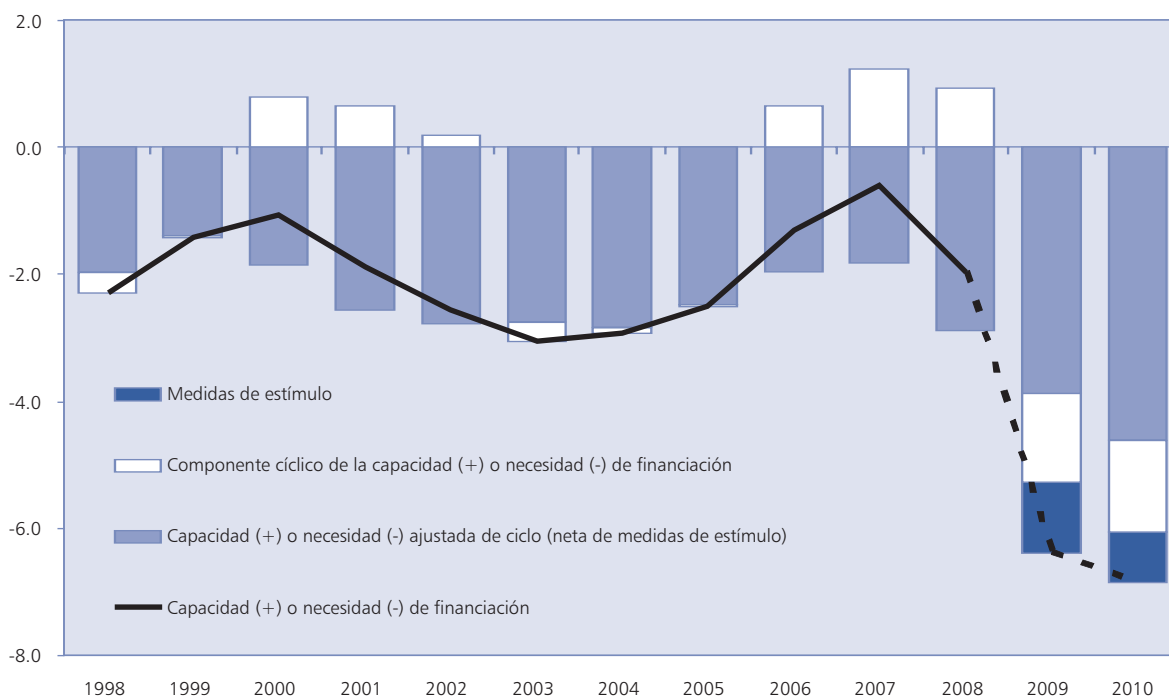
dimensión hace especialmente importante, primero, acertar en el diseño de las medidas, teniendo en cuenta la situación presupuestaria de cada país, a fin de garantizar que el dinero de los contribuyentes se gaste de manera adecuada y eficiente, y segundo, que los programas se entiendan y se diseñen como temporales.

Según las previsiones de otoño de la Comisión Europea, el déficit público de la zona del euro se situará en el 6,4 por 100 en 2009 y en el 6,9 por 100 en 2010, elevando la deuda pública hasta cerca del 84 por 100 del PIB (gráfico 3). Asimismo, en 2010 el déficit superará el valor de referencia del 3 por 100 del PIB en todos los países de la zona del euro. En momentos de

dificultad como el actual, los gobiernos deben asumir compromisos creíbles y coherentes con un pronto retorno a posiciones fiscales saneadas, en línea con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los paquetes de estímulo deben incluir, por tanto, una estrategia de salida creíble a fin de preservar la integridad del marco presupuestario de la UE y la confianza de los ciudadanos en la solidez de las finanzas públicas. De no ser así, el apoyo a la actividad económica a corto plazo puede verse contrarrestado por los efectos negativos a largo plazo asociados al aumento de las primas de riesgo y de los tipos de interés a largo plazo.

En el ámbito monetario, cabe recordar que desde el principio de

GRÁFICO 3
EVOLUCIÓN DE LAS CUENTAS PÚBLICAS DE LA ZONA EURO (PORCENTAJE DEL PIB)



Fuente: Comisión Europea.

la fase actual de la crisis el BCE ha ajustado significativamente su política monetaria en respuesta a la disminución de los riesgos para la estabilidad de precios en la zona del euro.

El 8 de octubre de 2008 el BCE anunció una reducción de 50 puntos básicos (hasta el 3,75 por 100) de su tipo de interés de referencia, en una acción coordinada con otros bancos centrales, incluida la Reserva Federal. Desde entonces, el BCE ha reducido los tipos en 325 puntos básicos, en un contexto de descenso de las presiones inflacionistas en los horizontes temporales relevantes para la política monetaria, como reflejo del recrudecimiento de la crisis financiera y del deterioro de las perspectivas económicas.

El 7 de mayo de 2009, el Eurosistema anunció un paquete adicional de medidas extraordinarias dirigidas a asegurar el buen funcionamiento del mecanismo de transmisión monetaria, en el marco de su política de apoyo reforzado al crédito. Abundando en la línea de las medidas adoptadas desde octubre de 2008, y en reconocimiento del papel fundamental desempeñado por el sistema bancario en la financiación de familias y empresas, el BCE decidió ampliar a doce meses el plazo de vencimiento de sus operaciones de financiación de inyección de liquidez, efectuadas mediante subasta a tipo fijo con adjudicación plena. En las dos primeras operaciones, llevadas a cabo en junio y septiembre de 2009, se adjudicó al sistema bancario de la zona del euro un importe de 442 mm. y 76 mm. de euros, respectivamente, a un tipo de interés del 1 por 100.

El Banco también decidió, en principio, que el Eurosistema adquiriría instrumentos de renta fi-

ja como las «cédulas», siempre que estén denominados en euros y se emitan en la zona del euro, hasta unos 60 mm. de euros en total, lo que viene a representar un 5 por 100 de los bonos admisibles en el mercado. A mediados de noviembre de 2009, el Eurosistema había realizado compras de cédulas por un importe de 23,7 mm. de euros. El efecto de este programa de compras está siendo muy positivo: ha estimulado nuevas emisiones de bonos garantizados y ha resultado en una reducción significativa de los diferenciales de rendimiento.

Este paquete de medidas tiene por objeto apoyar el descenso de los tipos de interés a plazo del mercado monetario, animar a las entidades de crédito a mantener e incrementar sus préstamos a clientes, contribuir a mejorar la liquidez en importantes segmentos del mercado de renta fija privada, y suavizar las condiciones de financiación para las entidades de crédito y las empresas. Tras casi medio año, sus resultados son, sin duda, positivos.

IV. LAS LECCIONES DE LA CRISIS

Más de dos años después del comienzo de la crisis, podemos extraer algunas lecciones en relación con la eficacia de las medidas adoptadas para garantizar y restablecer la estabilidad y la solidez de nuestros sistemas financieros y económico.

Hay que comenzar reconociendo que, en general, la combinación de un estímulo macroeconómico significativo, la provisión ilimitada de liquidez del banco central y una amplia gama de medidas gubernamentales dirigidas a reforzar el balance de las entidades de crédito está contribuyen-

do ya, de forma efectiva, a la recuperación de la economía y de la confianza, y a la suavización de las tensiones del sistema financiero. Este apoyo seguirá notándose durante los próximos trimestres incluso en mayor medida.

No obstante, a más largo plazo, estas medidas sólo podrán demostrar su utilidad para sentar las bases de un crecimiento y una prosperidad sostenidos si se aplican de forma consistente con los objetivos a largo plazo de estabilidad de precios, de estabilidad financiera y de sostenibilidad presupuestaria; esto es, si se entiende que las medidas adoptadas son necesariamente temporales. Por eso, su éxito a medio y largo plazo dependerá tanto de su contenido como, especialmente, de la definición y comunicación de una estrategia apropiada de salida de la crisis.

Asimismo, es posible identificar algunos elementos generales que se han demostrado de valor inestimable durante la crisis para garantizar la estabilidad de la zona euro. Cabe subrayar tres de ellos:

1) Primero, una moneda única sólida, basada en una política monetaria orientada de modo creíble a garantizar la estabilidad de precios a medio plazo, representa un activo en tiempos de incertidumbre y crisis financiera. La credibilidad del euro ha permitido al BCE reaccionar firmemente, ajustando los tipos de interés oficiales con prontitud y eficacia cuando, como ocurrió a comienzos del otoño de 2008, la crisis financiera comenzó a trasladarse a la economía real.

2) Otro de los principales activos europeos es el marco de política macroeconómica orientado al medio plazo, un marco que mi-

nimiza el riesgo de que reaparezcan desequilibrios como los que encontramos en el inicio de la crisis. En la zona del euro, el firme compromiso del BCE con la estabilidad de precios a medio plazo y la rigurosa aplicación del Pacto de Estabilidad para afianzar la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas han contribuido durante la pasada década a contener la intensidad de los desequilibrios macroeconómicos y a fomentar la creación de empleo.

3) El tercer activo es el compromiso europeo con la apertura externa y la competitividad, con el equilibrio y el dinamismo de las estructuras empresariales, y con la necesidad de fomentar la preparación y cualificación de la población activa. Últimamente ha habido cierta tendencia a hablar de la apertura de las economías de la zona euro como causa de posibles dificultades, más que como una fuente de oportunidades. Sin embargo, cabe recordar que la apertura exterior dinamiza las estructuras económicas, fomenta la reforma y da a Europa un gran peso en la dirección de la economía global.

En otro orden de cosas, como ilustran las iniciativas del Eurogrupo, el ECOFIN, el Consejo de Estabilidad Financiera o las recientes cumbres del G 20, la respuesta a la naturaleza global y compleja de la crisis actual se ha traducido en un incremento sin precedentes del grado de coordinación internacional de las políticas económicas y financieras, tanto entre los países europeos como a escala mundial. La crisis ha demostrado que una mayor colaboración entre las autoridades, en ámbitos como gestión de liquidez, política monetaria, política fiscal y regulación financiera, es crucial para garantizar la coherencia de los objetivos y para optimizar la eficacia de las medidas.

Asimismo, la crisis ha puesto de manifiesto que algunos elementos de la estructura y las instituciones de nuestras economías han demostrado ser perjudiciales y deben reformarse a fondo. ¿Cuáles son estos pasivos?:

a) En primer lugar, la crisis ha demostrado que la estabilidad y la capacidad de resistencia de los sistemas financieros pueden verse gravemente afectadas si los reguladores y los supervisores carecen de los instrumentos para vigilar o abordar adecuadamente los fallos de funcionamiento del mercado derivados de la falta de transparencia, los incentivos corruptoristas en las remuneraciones y el control de riesgos y la orientación procíclica de algunas normas prudenciales y contables. Los compromisos del G 20 en estos ámbitos deben aplicarse sin dilación.

b) En segundo lugar, la crisis ha evidenciado que, en un entorno caracterizado por la rápida innovación financiera y por mercados financieros internacionales altamente integrados y poblados por instituciones grandes, complejas y con presencia en distintos países, el principio de regulación y supervisión nacional está abocado al fracaso. Los pilares de un sistema financiero internacional viable y sostenible sólo pueden asentarse en marcos de regulación y supervisión nacionales, pero internacionalmente coordinados y en los que la supervisión macroprudencial debe recibir una atención adecuada.

c) Asimismo, la crisis ha mostrado que el crecimiento de un sistema financiero «en la sombra», diseñado para aprovechar las oportunidades de arbitraje regulatorio y obtener beneficios a corto plazo, no es coherente con el objetivo de garantizar la estabilidad fi-

nanciera a largo plazo. El perímetro regulatorio debe abarcar a toda entidad, bancaria o no, sistémicamente relevante, así como a todos los productos y mercados de importancia sistémica.

d) Por último, la crisis ha confirmado que, a fin de aumentar la flexibilidad y la resistencia de la economía de la zona del euro, es importante seguir avanzando en las reformas estructurales de los mercados de bienes, servicios y trabajo. Las reformas de los mercados de bienes y servicios deben fomentar la competencia y acelerar una reestructuración efectiva, y las de los mercados de trabajo deben tener tres objetivos: mejorar el proceso de fijación de salarios, potenciar la empleabilidad de la mano de obra y facilitar la movilidad laboral (geográfica y sectorial), que es esencial en momentos de ajuste. La situación actual debe servir de catalizador para la aplicación de la estrategia de Lisboa y para completar el mercado interior, por ejemplo, en el sector de los servicios.

V. CONCLUSIONES

La actual crisis sigue afectando a mercados financieros —el crédito, en particular— que son clave para el funcionamiento adecuado de las economías de la zona euro. Aunque durante la primera fase se limitó al ámbito financiero, desde el otoño de 2008 tomó fuerza una espiral negativa de realimentación entre el sistema financiero y la economía real que se tradujo en un severo empeoramiento de las perspectivas para la actividad económica y para el empleo de la zona del euro.

Los últimos datos económicos y los resultados de las encuestas más recientes parecen mostrar algunos indicios de estabilización.

Sin embargo, la economía mundial, incluida la de la zona del euro, continúa atravesando un período de incertidumbre elevada. Se prevé que algunas economías registrarán en 2009 la contracción más acusada desde el final de la Segunda Guerra Mundial. Aunque se espera que la recuperación comience durante el curso de 2010, ésta será probablemente gradual y moderada.

No obstante, si bien no cabe determinar con precisión el «cuándo», sí se pueden identificar las premisas para la estabilización y la recuperación sostenida de nuestras economías. Éstas son las siguientes: 1) un diagnóstico claro de la crisis y de sus causas; 2) la adopción de políticas adecuadas de estabilización; 3) un acuerdo sobre los principios de actuación entre todas las autoridades nacionales e internacionales interesadas, y 4) una aplicación pronta e íntegra de las medidas requeridas, incluido el diseño de estrategias de salida.

Se puede afirmar que las autoridades públicas han llegado a un consenso sobre las causas de la crisis y la forma de afrontarlas, y también se ha avanzado sustancialmente en el diseño de una respuesta concertada. Con todo, cabría progresar con más rapidez en la apli-

cación de reformas en la arquitectura financiera internacional y los marcos reguladores, a fin de evitar la repetición de episodios similares. De manera particular, es primordial redoblar los esfuerzos para aplicar con urgencia las reformas regulatorias y supervisoras que son tan necesarias para reforzar los fundamentos del sistema financiero mundial, y sin cuya pronta aplicación la confianza no retornará.

NOTAS

(1) La expresión «desequilibrios globales» hace referencia a los mercados desequilibrados existentes en y entre distintos países sistemáticamente importantes, insostenibles desde una perspectiva a medio y largo plazo.

(2) El proceso de titulación consiste en la transformación de activos tradicionalmente ilíquidos, como los préstamos hipotecarios, en valores negociables.

(3) Véase BRUNNERMEIER (2009) y ASHCRAFT y SCHUERMANN (2008) para un análisis de los factores microeconómicos que han favorecido la transmisión y ampliación de las tensiones financieras durante la crisis.

(4) Véase COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM (2008), BANCO CENTRAL EUROPEO (2009b), CECCHETTI (2009) y GONZÁLEZ-PÁRAMO (2009) para un análisis de las intervenciones de los bancos centrales y otras autoridades públicas durante la crisis financiera.

BIBLIOGRAFÍA

ASHCRAFT, A., y T. SCHUERMANN (2008), «Understanding the securitization of subprime mortgage credit», *Foundations and Trends in Finance*, 2(3): 191-309.

BANCO CENTRAL EUROPEO (2006), *Informe de Estabilidad Financiera*, diciembre.

— (2007), *Informe de Estabilidad Financiera*, junio.

— (2008), *The Incentive Structure of the «Originate and Distribute» Model*, Informe del Banco Central Europeo en colaboración con el Comité de Supervisión Bancaria del SEBC, diciembre.

— (2009a), «Credit rating agencies: developments and policy issues», *Boletín Mensual*, mayo.

— (2009b), «The implementation of monetary policy since August 2007», *Boletín Mensual*, julio.

BRUNNERMEIER, M. (2009), «Deciphering the liquidity and credit crunch 2007–2008», *Journal of Economic Perspectives*, 23(1): 77–100.

CECCHETTI, S. (2009), «Crisis and responses: The Federal Reserve in the early stages of the financial crisis», *Journal of Economic Perspectives*, 23(1): 51-75.

COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM (CGFS) (2008), «Central bank operations in response to the financial turmoil», *CGFS Publications*, no. 31.

GONZÁLEZ-PÁRAMO, J. M. (2009), «Financial market failures and public policies: A central banker's perspective on the global financial crisis», *Hacienda Pública Española. Revista de Economía Pública*, pendiente de publicación.

Grupo De Larosière (2009), «Informe del grupo de alto nivel sobre supervisión financiera en la UE presidido por Jacques de Larosière», febrero.

PETROVIC, A., y R. TUTSCH (2009), «National rescue measures in response to the current financial crisis», *ECB Legal Working Paper*, número 8.