

Resumen

El artículo explica cómo el BCE, con sus medidas convencionales y no convencionales, cumplió con su mandato de mantener la estabilidad de precios a partir de 2007. Las medidas aseguraron al sector financiero y a la economía real frente a la dinámica adversa asociada a la crisis financiera global de 2007-2009, a la posterior crisis de deuda soberana en la zona del euro y al grave riesgo a la baja de la estabilidad de precios. El artículo enuncia la justificación económica de las medidas y demuestra que el BCE contribuyó activamente a las reformas destinadas a profundizar y fortalecer la Unión Económica y Monetaria (UEM), al tiempo que reconoce los límites de la política monetaria.

Palabras clave: política monetaria, Banco Central Europeo, crisis financiera, crisis de deuda soberana.

Abstract

The article explains how the ECB, with its standard and non-standard measures, fulfilled its mandate to maintain price stability after 2007. The measures insured the financial sector and the real economy against the adverse dynamics associated with the global financial crisis of 2007-2009, the subsequent euro area sovereign debt crisis and severe downside risks to price stability. The article articulates the economic rationale for the measures and shows that the ECB actively contributed to reforms aimed at deepening and strengthening Economic and Monetary Union (EMU), while recognising the limits of monetary policy.

Key words: monetary policy, European Central Bank, financial crisis, sovereign debt crisis.

JEL classification: E58, G01.

GARANTIZAR LA TRANSMISIÓN DE LAS SEÑALES DE POLÍTICA: UNA REVISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE DESDE 2007 HASTA 2013

Peter PRAET

Philippine COUR-THIMANN

Florian HEIDER

Banco Central Europeo

I. INTRODUCCIÓN

La crisis financiera global de 2008-2009 así como la posterior crisis de deuda soberana europea han supuesto dos retos fundamentales para la política monetaria. En primer lugar, la aguda recesión económica que siguió a la caída del engranaje de parte del sistema financiero seguida de una recuperación lenta hizo aún más difícil para el BCE poder cumplir con su mandato de mantener la estabilidad de precios. Desde mitad del año 2007 en adelante, la inflación mostró un nivel considerable de volatilidad (gráfico 1).

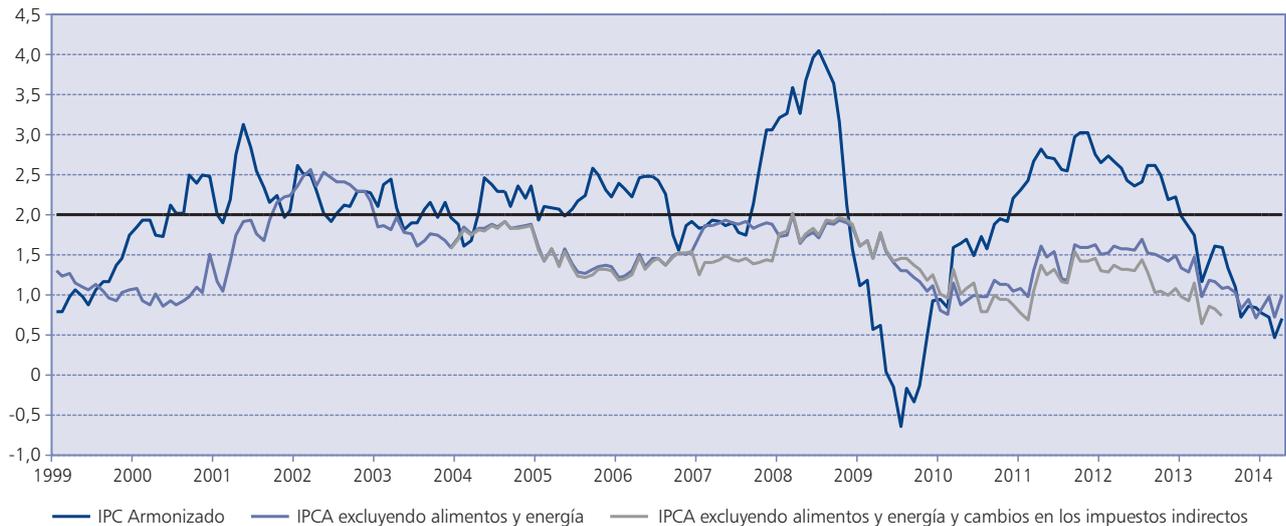
Con el fin de asegurar la estabilidad de los precios, el canal de transmisión desde el tipo de interés de intervención hacia la actividad económica real debe funcionar de modo adecuado. A pesar de ello, las diferentes crisis dañaron este canal de transmisión en sentido tanto vertical como horizontal. Estas disfunciones supusieron el segundo reto para la política monetaria del BCE. Los problemas de financiación de los bancos produjeron anomalías verticales (desde el tipo de interés de intervención hasta la economía real). La existencia de anomalías en el sector financiero debido a las divisiones entre las fronteras nacio-

nales produjo deficiencias de tipo horizontal. Los tipos de interés de los créditos bancarios pasaron a ser muy heterogéneos entre algunos grupos de países de la zona del euro (gráfico 2) (1). En este contexto, el BCE había de elegir los instrumentos adecuados con el fin de reparar el canal de transmisión y mantener así la estabilidad de precios.

Este artículo explica cómo el BCE planteó enfrentarse a estos retos. A la vez que mantenía su mandato de estabilidad de precios, el BCE bajó los tipos de interés de intervención a mínimos históricos (medidas convencionales) y utilizó su balance (medidas no convencionales) para asegurar que los efectos de estos estímulos en el tipo de interés oficial alcanzaran a la economía real. Estas medidas convencionales y no convencionales del BCE trajeron tanto confianza como seguridad. Por un lado, aseguraron un apoyo financiero amplio y continuado para el sector bancario. Al mismo tiempo, afianzaron al sector financiero y a la economía real frente a convulsiones sistémicas de liquidez o un mal funcionamiento del canal de transmisión, y anclaron las expectativas de inflación.

Un factor importante a considerar es que las garantías que

GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN (CON Y SIN ALIMENTOS, ENERGÍA E IMPUESTOS INDIRECTOS)
(Medida con el Índice de Precios al Consumo Armonizado, IPCA) (*)



Nota: (*) La última observación es de abril de 2014.
Fuente: BCE.

ofrece el BCE vengan acompañadas de condiciones para mantener tanto los incentivos en pos de un comportamiento financiero prudente como los esfuerzos reformistas actualmente en curso. La aportación de liquidez se realiza en forma de préstamos garantizados; por otro lado, las operaciones monetarias de compraventa (*Outright Monetary Transactions*, OMT) vienen sujetas a estrictas condiciones. Para garantizar una efectividad duradera de su política monetaria, el BCE añadió a sus actuaciones condicionadas una contribución activa para lograr una Unión Monetaria y Económica más fuerte y una nueva arquitectura financiera en la zona del euro que se plasmara en forma de una Unión Bancaria.

Las secciones II y III de este artículo explican cómo las medidas no convencionales del BCE se ocupan de los riesgos verticales y

horizontales que amenazan la transmisión en toda la zona del euro de su política monetaria. La sección IV explica cómo la política de tipos de interés del BCE aborda los riesgos para la estabilidad de precios. Por último, la sección V ofrece algunas consideraciones sobre el futuro de la política monetaria del BCE respecto a la creación de una Unión Bancaria.

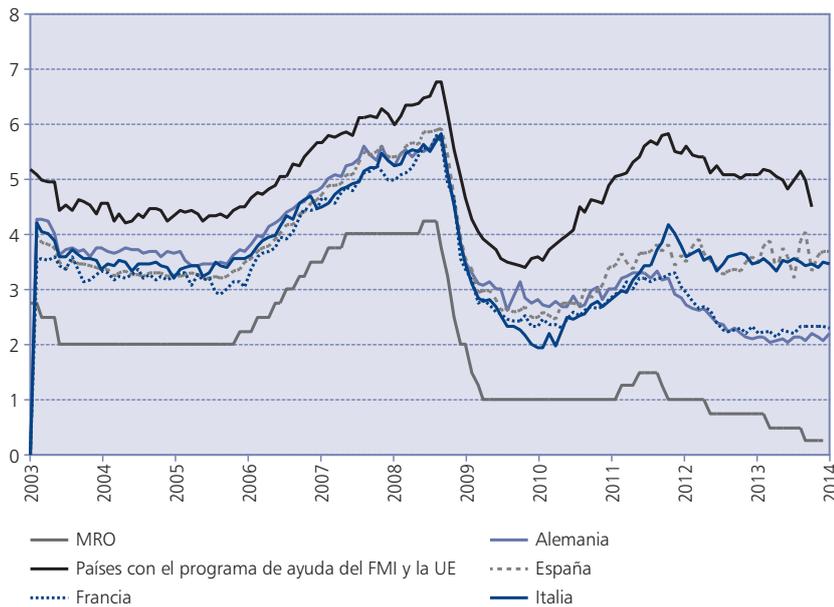
II. ABORDAR LAS DISFUNCIONES EN LA ZONA DEL EURO EN LA TRANSMISIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS OFICIALES

Los bancos desempeñan un papel fundamental en una economía a la hora de canalizar recursos desde ahorros a inversiones (intermediación), en especial en Europa. Los bancos adquieren préstamos a corto plazo de depo-

sitantes (y de otros mercados de financiación) para proporcionar crédito a largo plazo a las empresas y los hogares. A través de esta intermediación y transformación de los plazos de vencimiento los bancos cubren las necesidades tanto de ahorradores, quienes no quieren dejar su dinero guardado por largos periodos de tiempo, como de inversores, quienes solamente pueden realizar sus compromisos de pago a lo largo del tiempo gracias a los rendimientos de su trabajo y de sus inversiones.

Este papel especial que tienen los bancos en cuanto a intermediación crediticia hace que sus balances reflejen una escasa liquidez (con una posesión de activos de largo plazo y pasivos de corto plazo), lo que les expone a sufrir un riesgo de liquidez. Un mercado interbancario con un funcionamiento correcto consigue proteger a los bancos ante este riesgo

GRÁFICO 2
**TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS EN RELACIÓN
 CON EL TIPO DE INTERÉS DE LAS PRINCIPALES OPERACIONES
 DE FINANCIACIÓN DEL BCE (*)**



Nota: (*) MRO incluye los tipos de interés oficiales para las operaciones principales de refinanciación (Main Refinancing Operations). La última observación es de marzo de 2014.
 Fuente: BCE.

de falta de liquidez. En efecto, si un banco sufriera una retirada repentina de depósitos, podría tomar prestado de otro banco para poder contrarrestar las condiciones negativas de un *shock* de liquidez.

Para suavizar los efectos de estas crisis de liquidez, los bancos toman prestado y realizan préstamos usando para ello sus cuentas en el banco central. Los bancos han de cumplir con los requisitos de reserva y por tanto mantener fondos en dichas cuentas. Para poder obtener un aumento de los fondos disponibles en el sistema bancario es necesario pedir un préstamo al banco central (o vender activos al banco central). Al variar el tipo de interés que se aplica a estos préstamos (el tipo

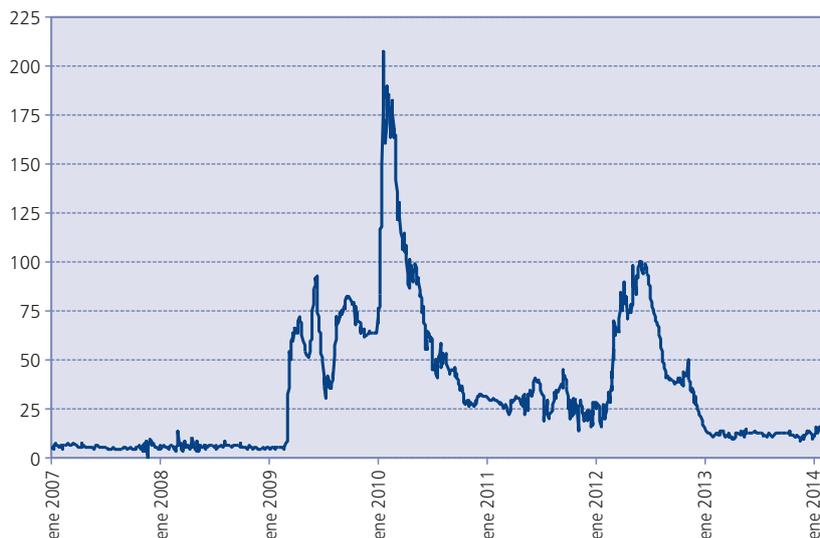
de interés oficial), el banco central influye en el coste y la concesión de préstamos en el mercado interbancario. Por tanto, un tipo de interés inferior reduce los costes marginales de financiación de los bancos, lo que, en última instancia, se trasladaría a un coste inferior del crédito que se otorga a empresas y hogares.

Los mercados interbancarios se convierten, por tanto, en el primer paso en la transmisión de la señal de los tipos de interés oficiales hacia la economía real (2). Si existe un mal funcionamiento de los mercados interbancarios conllevará, por extensión, varios factores negativos. En primer lugar, sin una financiación interbancaria un banco se verá obligado a vender activos, aplicando

posiblemente descuentos importantes, ocasionando una espiral decreciente en los precios («ventas rápidas» o *fire-sales*), o incluso incurriendo en un riesgo de impago. En segundo lugar, un sector bancario en dificultades no puede seguir proporcionando crédito a la economía real (3). Y en tercer lugar, un mercado interbancario que no funcione adecuadamente debilitará la función de búsqueda de precios competitivos en los mercados financieros y creará una prima por incertidumbre. El desfase consiguiente entre los precios del mercado y el coste marginal de la liquidez del banco central puede terminar impidiendo este mecanismo de transmisión vertical de la política monetaria del banco central. La ausencia de una vinculación estrecha entre los tipos oficiales y los costes de financiación de los bancos puede socavar la capacidad del banco central para actuar. Tomada en su conjunto, y dada la profunda interconexión que existe dentro del sistema bancario, una prolongada y extendida escasez de financiación puede llegar a convertirse rápidamente en un mal funcionamiento sistemático, amenazando de este modo a todo el sistema financiero y con consecuencias adversas para la economía real.

Así que cuando el 9 de agosto de 2007 los tipos de interés en los mercados interbancarios aumentaron de forma considerable en todo el mundo, esto supuso el principio de una convulsión financiera global que terminaría por convertirse en una crisis total un año más tarde tras la bancarrota de Lehman Brothers como elemento desencadenante principal (gráfico 3). De forma repentina, los bancos dejaron de confiar unos en otros y los mercados interbancarios dejaron de funcionar correctamente (4).

GRÁFICO 3
DIFERENCIA ENTRE EL EURIBOR Y EL TIPO DE INTERÉS DE LOS ÍNDICES SWAPS A UN DÍA (OVERNIGHT INDEX SWAP RATE, OIS), A UN PLAZO DE 3 MESES (*)



Notas: (*) El Euribor a tres meses es el tipo de interés de las operaciones de préstamo sin garantía a tres meses. El tipo de interés OIS es el tipo de interés de intercambio EONIA (*European Overnight Index Average*) sobre un periodo dado, por lo que se controla por las expectativas de tipos de interés. La última observación corresponde a marzo de 2014.
 Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Para asegurarse contra esta crisis negativa de liquidez sistemática, dar apoyo al funcionamiento del mecanismo de transmisión y prevenir sus consecuencias negativas en la economía real, el BCE llevó a cabo una estrategia basada en dos vías. En primer lugar, el BCE utilizó medidas convencionales sobre los tipos de interés. En efecto, con el fin de contrarrestar el rápido deterioro de las condiciones económicas globales, el BCE, juntamente con el Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra, la Reserva Federal, el Sveriges Riksbank y el Swiss National Bank, anunció el 8 de octubre de 2008 una reducción de los tipos de interés oficiales. Este movimiento coordinado no tenía precedente alguno y la reducción de 50 puntos básicos por parte del BCE su-

puso la primera de una serie de reducciones que rebajaron el tipo de las operaciones principales de refinanciación (*Main Refinancing Operations*, MRO) hasta un mínimo histórico del 1 por 100 (1 de mayo de 2009).

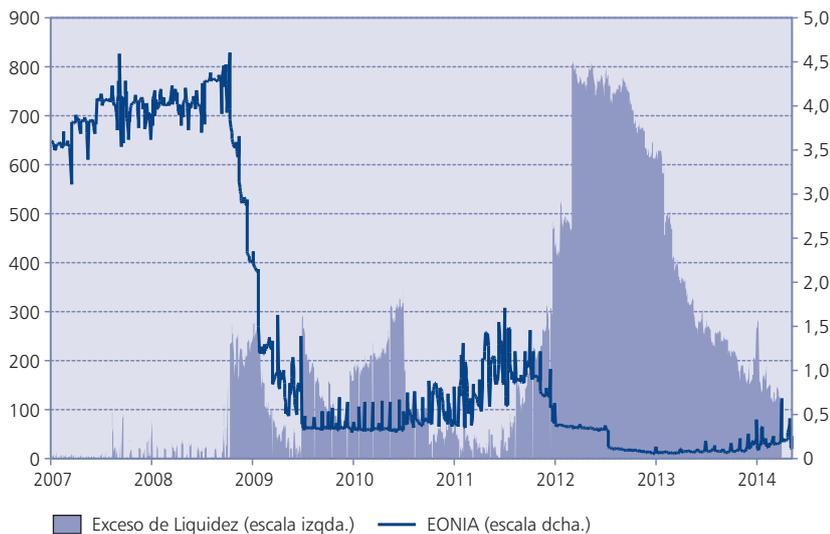
En segundo lugar, el BCE optó por medidas no convencionales. Se alejó de su provisión habitual de liquidez limitada y, en su lugar, comenzó a ofrecer liquidez que quedaba solamente limitada por la cantidad de activos de garantía adecuados que podían ofrecer los bancos (el denominado «tipo de interés fijo con adjudicación plena»). Adicionalmente, el BCE extendió el vencimiento de su provisión de liquidez. En condiciones normales, el vencimiento de la provisión de liquidez a tra-

vés de crédito colateralizado es de una semana para los MRO y de tres meses para las operaciones de financiación a un plazo más largo (*Longer-term refinancing operations*, LTRO). En una serie de pasos consecutivos, el BCE primero amplió el vencimiento de las LTRO hasta los seis meses (3 de abril de 2008), posteriormente hasta un año (25 de junio de 2009) y, por último, hasta los tres años (22 de diciembre de 2011) en el punto más alto de la crisis de deuda soberana (véase más abajo).

El fundamento económico que sustentaba las medidas no convencionales del BCE era garantizar la transmisión adecuada de las señales de los tipos de interés oficiales. En un contexto de mal funcionamiento de los mercados, el BCE representó un papel primordial al reemplazar la ausencia de financiación privada a los bancos y trató de aliviar las tensiones en segmentos específicos que venían funcionando de forma incorrecta en los mercados.

Esta sustitución tuvo dos dimensiones diferentes: cantidad y vencimiento (5). En una situación de subasta con tipo de interés fijo con adjudicación plena, el sistema bancario puede determinar cuánta liquidez desea mantener. La primera vez que el BCE ofreció liquidez usando una subasta de tipo fijo con adjudicación plena (el 9 de agosto de 2007, el primer día que empezaron las convulsiones en el mercado monetario), los bancos acabaron tomando prestados 95.000 millones de euros. A finales de octubre de 2008, cuando ya se había introducido la subasta de tipo fijo con adjudicación plena en todas las operaciones de financiación, el «exceso de liquidez» mantenido por los bancos de la zona del euro, que superaba lo necesario

GRÁFICO 4
EXCESO DE LIQUIDEZ Y TIPO EONIA (*)



Nota: (*) El exceso de liquidez pendiente proporcionada por el Eurosistema por encima de los requerimientos de reservas de los bancos de la zona del euro. La última observación es de 31 de marzo de 2014.
Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

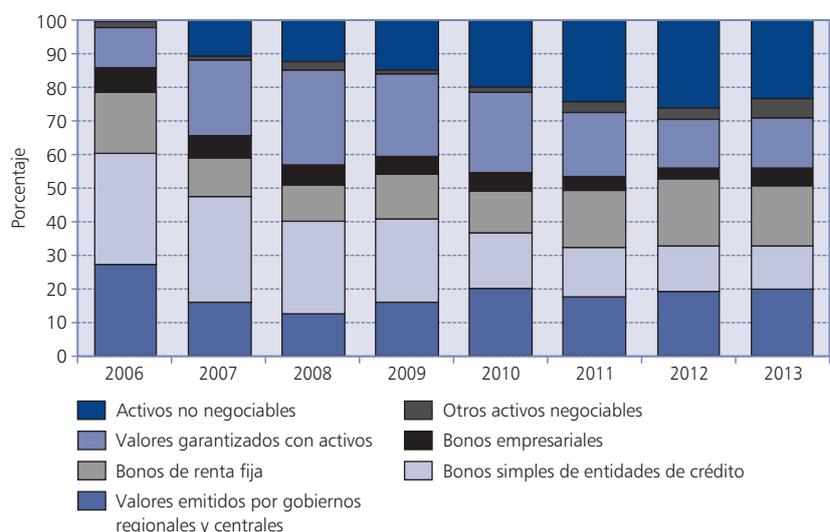
del BCE es extensa (más de 2.000 bancos). Como consecuencia, la expansión de financiación por parte del BCE alcanzó a la mayor parte del sistema bancario dentro de la zona del euro.

La segunda dimensión crítica que supusieron las medidas no convencionales del BCE fue la prolongación del vencimiento de sus operaciones. Al ampliar el vencimiento de su crédito, el BCE protegía a los bancos ante el riesgo de duración y necesidad de refinanciación. Los bancos ya no tenían que preocuparse por sustituir créditos antiguos por créditos nuevos cuya disponibilidad y condiciones no se conocerían con la suficiente antelación. La respuesta dada por los bancos ante la prolongación del vencimiento fue abrumadora. Más de 1.100 bancos tomaron prestado un total de 442.000 millones de euros en el primer LTRO a un año, más de 500 bancos tomaron pres-

para cumplir con los requisitos de reserva, era de 232.000 millones de euros. En el punto más álgido de la crisis de deuda soberana, el exceso de liquidez superó los 750.000 millones de euros (gráfico 4), lo que supone una cantidad asombrosa (6).

Con un sistema de subasta con adjudicación plena a tipo fijo no puede existir un déficit de financiación, siempre y cuando los bancos cuenten con suficientes activos de garantía (o colateral). La extensa lista de activos de garantía, que se amplió aún más durante la crisis, supuso por lo tanto un complemento considerable de cantidad de la financiación del BCE. Este hecho permitió también a los bancos pignorar ciertos activos que el sector privado ya no aceptaba, por ejemplo activos no negociables y bonos garantizados (gráfico 5) (7). Asimismo, la lista de contrapartes

GRÁFICO 5
DISTRIBUCIÓN DE LOS ACTIVOS DEPOSITADOS EN EL EUROSISTEMA (*)



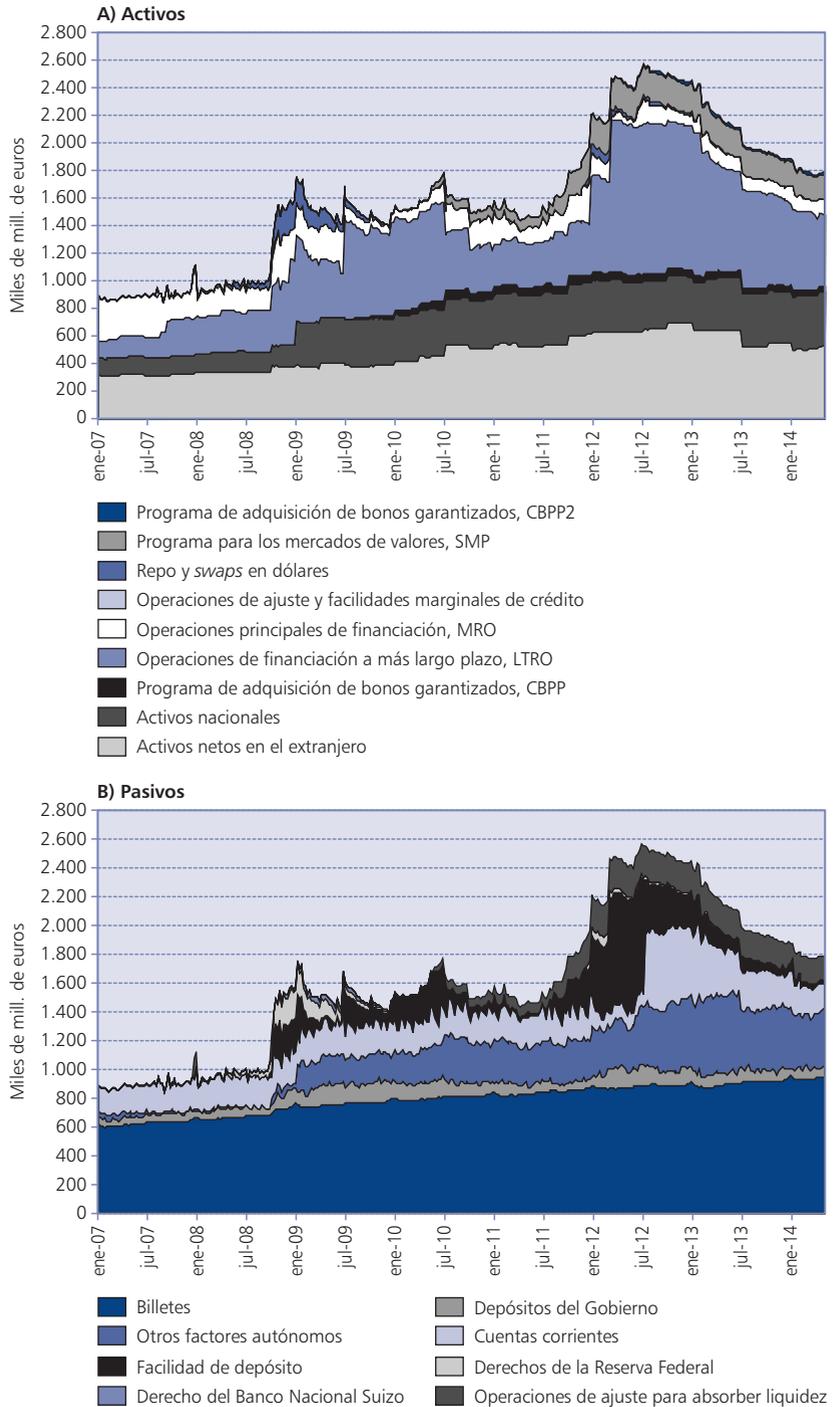
Nota: (*) Como porcentaje sobre el total del valor a final de año después de tener en cuenta los recortes (haircuts). La última observación corresponde con el 31 de diciembre de 2013.
Fuente: BCE.

tado un total de 489.000 millones de euros en el primer LTRO a tres años y 800 bancos tomaron prestado un total de 530.000 millones de euros dos meses más tarde durante el segundo LTRO a tres años. Algunas de las sumas que se tomaron prestadas se utilizaron para sustituir la liquidez a corto plazo.

El BCE también trató de aliviar tensiones en segmentos específicos que venían funcionando de forma incorrecta durante la crisis. En 2009, en un esfuerzo destinado a estabilizar las condiciones de financiación de los bancos, el BCE actuó como catalizador para reavivar el mercado de bonos garantizados, que siempre habían supuesto una fuente clave de financiación para los bancos europeos. El 7 de mayo de 2009 anunció que adquiriría bonos garantizados durante un periodo de 12 meses, por una cantidad total de 60.000 millones de euros (8). Al igual que ocurre con otras formas de titulización, la emisión en el mercado de bonos garantizados había experimentado una acusada contracción después de octubre de 2008. El Programa de Adquisición de Bonos Garantizados (*Covered bond purchase program*, CBPP) del BCE vino a reemplazar, en parte, esta pérdida de importante financiación en el sector privado para los bancos y sirvió, de manera efectiva, para reavivar este mercado. Un segundo programa CBPP se llevó a cabo en una etapa posterior de la crisis (9).

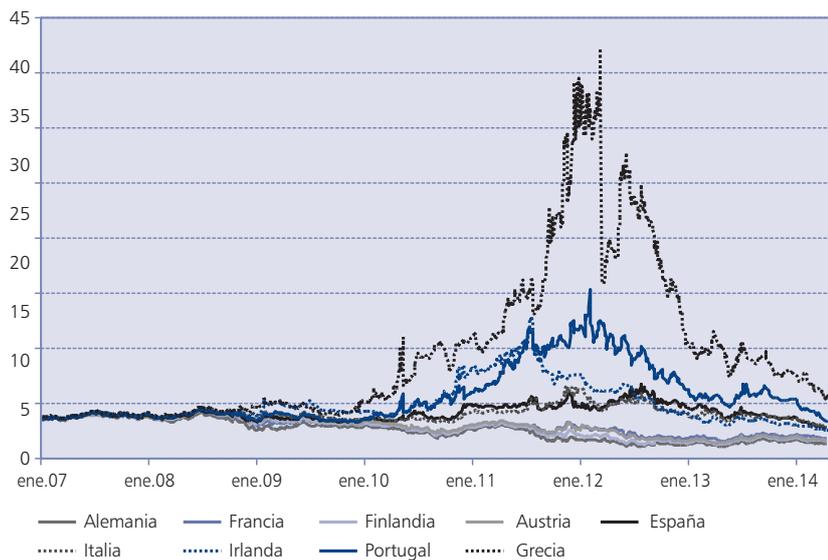
El alcance y dimensión de las medidas no convencionales del BCE son visibles en la expansión del balance del Eurosistema (gráfico 6). Sin la expansión del balance del BCE, la reducción de los tipos oficiales no habría llegado a transmitirse a la economía real. Al negárseles en su mayor parte el acceso al crédito privado, a los bancos no les habría quedado

GRÁFICO 6
BALANCE CONSOLIDADO DEL EUROSISTEMA (*)
(En miles de millones)



Nota: (*) Última observación de 25 de abril de 2014.
Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

GRÁFICO 7
RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA PARA PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO (*)
 (Rendimiento de los bonos a 10 años, en porcentaje)



Nota: (*) Última observación de enero de 2014.
 Fuente: BCE.

otra opción que liquidar activos y cortar de ese modo el crédito disponible para la economía real. Pero gracias a la labor de sustitución que ejerció el BCE ante la ausencia de financiación privada, la política acomodaticia de tipos de interés del BCE se consiguió transmitir a través del sector bancario a la economía real (10). Esta política dio como resultado tipos de préstamo bancario más bajos para hogares y empresas hasta el inicio de la crisis de deuda soberana (gráfico 2), momento en el que emergieron nuevos desafíos (11).

III. ABORDAR LA FRAGMENTACIÓN EN LA ZONA DEL EURO

Entre finales de 2009 y principios de 2010, apareció un nuevo desafío en escena, en este caso

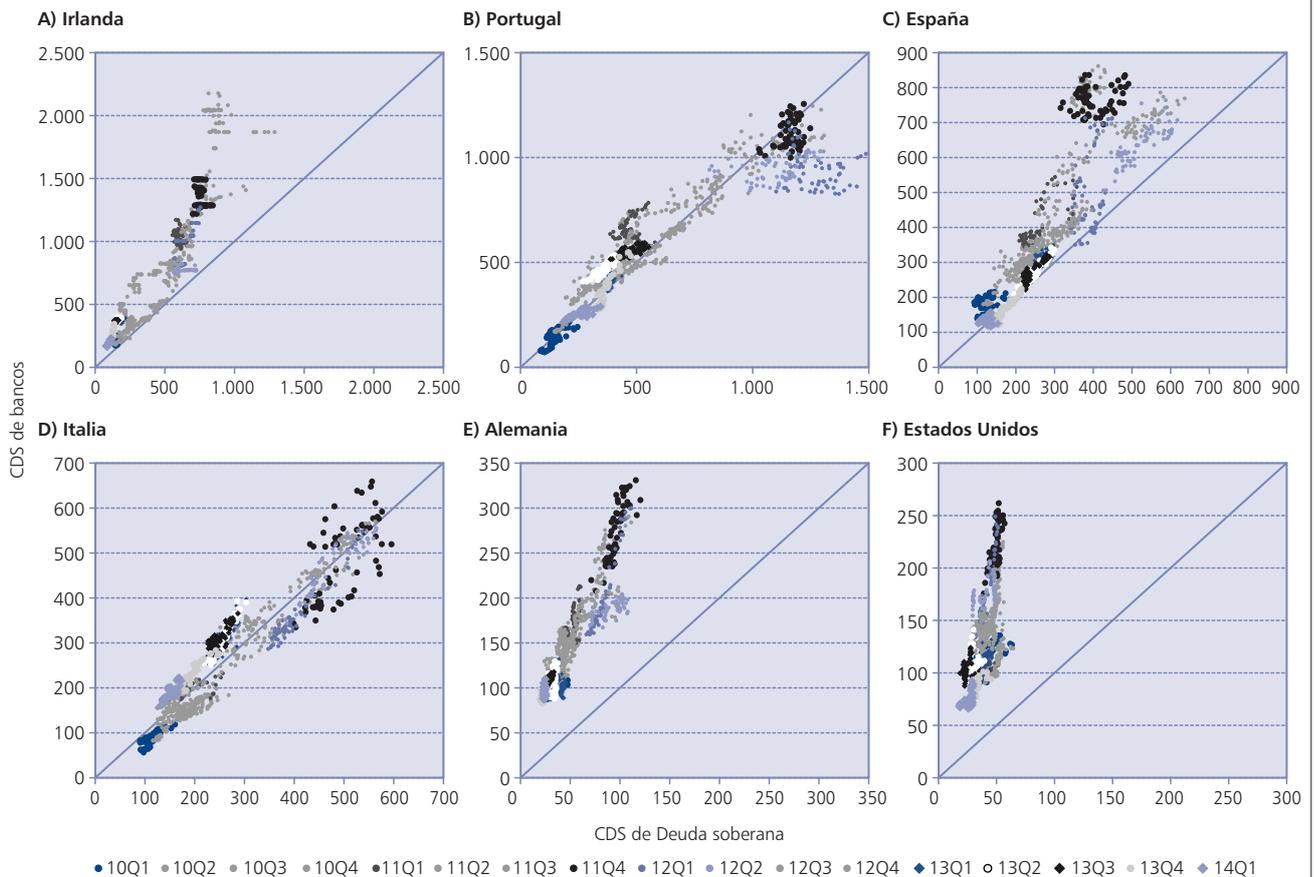
afectando de manera específica a Europa. A la vez que la crisis financiera global había amenazado con perjudicar a la transmisión vertical de la política monetaria, este nuevo reto suponía un riesgo adicional, en concreto, una disfunción de la transmisión horizontal de la política monetaria a través de las fronteras nacionales. A pesar del apoyo mostrado por la política monetaria del BCE, el endurecimiento de las condiciones de financiación globales y los costes asociados al rescate bancario debilitaron la situación fiscal de los países de la zona del euro. Conforme los acreedores comenzaron a discriminar entre países en los mercados de deuda soberana de la zona del euro, la rentabilidad de los bonos aumentó para aquellos gobiernos con unas finanzas públicas más deterioradas (gráfico 7).

El acceso a la financiación por parte de algunos gobiernos quedó cada vez más restringido, lo que afectó a las condiciones de financiación de los bancos y terminó debilitando sus sistemas bancarios nacionales. En algunos países, el riesgo de crédito de los bancos fue aumentando paralelamente al riesgo de crédito soberano (gráfico 8). La fragilidad resultante hizo socavar la posición fiscal de sus respectivos gobiernos. Se originó entonces un círculo vicioso entre los bancos y los créditos soberanos (12).

La deuda pública desempeña un papel crucial en la transmisión de la política monetaria a través de tres canales distintos. En primer lugar, los bonos soberanos del Estado sirven como punto de referencia para toda la gama de vencimientos de la curva de intereses y para el establecimiento de precios en los activos privados de todo el sistema financiero. En segundo lugar, los bonos soberanos son la principal garantía en los mercados de repos europeos, que suponen un segmento importante en el mercado interbancario. Un precio más elevado de los bonos del Estado consigue aliviar de este modo las limitaciones financieras de los prestatarios. En tercer lugar, un aumento de precio de la deuda pública favorece la valoración del activo de los balances de los bancos, lo que hace aumentar la base de capital de los bancos y reduce la probabilidad de que se origine una dinámica de venta de liquidación a corto plazo (*fire-sales*).

Con el fin de asegurar suficiente profundidad y liquidez en aquellos segmentos del mercado que habían empezado a mostrar disfunciones, el BCE estableció en mayo de 2010 el denominado Programa para el Mercado de Valores (*Securities Market Program*,

GRÁFICO 8
VALOR DE LOS SEGUROS CONTRA IMPAGOS DE DEUDA (CREDIT DEFAULT SWAPS, CDS)
DE DEUDA SOBERANA Y DE BANCOS (*)
(En puntos básicos)



Nota: (*) Última observación de 23 de marzo de 2014 (8 de noviembre para Irlanda).
 Fuente: Cálculos del BCE.

SMP) destinado a comprar bonos soberanos. En línea con las disposiciones que se reflejaban en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, las intervenciones se limitaron estrictamente a los mercados secundarios. Las adquisiciones se realizaron a través de operaciones de absorción de liquidez para, de ese modo, no perjudicar a las condiciones de liquidez del banco central. El Programa para el Mercado de Valores, juntamente con el Meca-

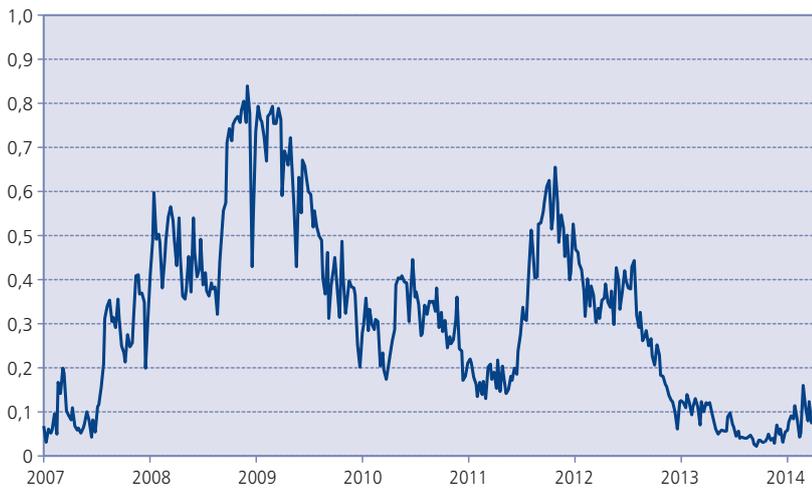
nismo Europeo de Estabilidad Financiera (MEEF) creado al mismo tiempo por los jefes de Estado y de gobierno, fue eficaz a la hora de prevenir efectos contagiosos adversos y para fomentar cierta estabilidad de los mercados (13).

Pero cuando las tensiones en el mercado de deuda soberana se extendieron a Italia y España en el verano de 2011, sucedieron entonces ventas rápidas a corto plazo en los mercados de deuda

soberana y los indicadores de riesgo sistemático volvieron a aumentar (gráfico 9).

Conforme la crisis de deuda soberana evolucionaba, la fragmentación del mercado interbancario que había comenzado con las convulsiones de liquidez globales en 2008 se fue agravando en los escenarios nacionales, dando al traste con la integración financiera que había seguido a la creación de la Unión Económica y Monetaria.

GRÁFICO 9
ÍNDICE COMPUESTO DE TENSION SISTÉMICA (*)



Nota: (*) Este índice utiliza la teoría de cartera (*portfolio*) para agregar 5 subíndices específicos del mercado creados a partir de 15 medidas de estrés financiero individual. Cuando el índice es igual a 1 indica el máximo de estrés sistémico. La agregación tiene en cuenta la variación temporal y las correlaciones cruzadas entre los subíndices, por tanto, asigna más peso sobre las situaciones en las que el estrés se mantiene en varios segmentos del mercado al mismo tiempo. Para más detalles, véase Hollo *et al.* (2012). La última observación es del 2 de mayo de 2014.
Fuente: BCE.

Una señal visible de esta fragmentación horizontal supuso el descenso prolongado en las actividades interbancarias entre países que tuvo lugar entre principios de 2011 y la segunda mitad de 2012 (véase en el gráfico 10 el tipo de interés a un día). En contraste con la restricción de liquidez de 2008, que solamente tuvo un efecto negativo temporal en las actividades entre países, el efecto adverso de la vinculación de los bancos con sus bonos soberanos desencadenó un declive constante en las actividades entre países. Tal como se ha explicado más arriba, cuando los bancos dejan de canjear liquidez unos con otros, esto hace que la iliquidez inherente de sus balances pueda incentivar un desapalancamiento y producir ventas rápidas a corto plazo. La iliquidez bancaria podría convertirse entonces en

insolvencia bancaria en un plazo corto de tiempo. Más aún, la primera etapa en el mecanismo de transmisión de la política monetaria corre serio peligro. Cuando los bancos dejan de negociar o canjear unos con otros entre países dentro de la zona del euro, el «carácter único» de las señales sobre política monetaria puede perderse.

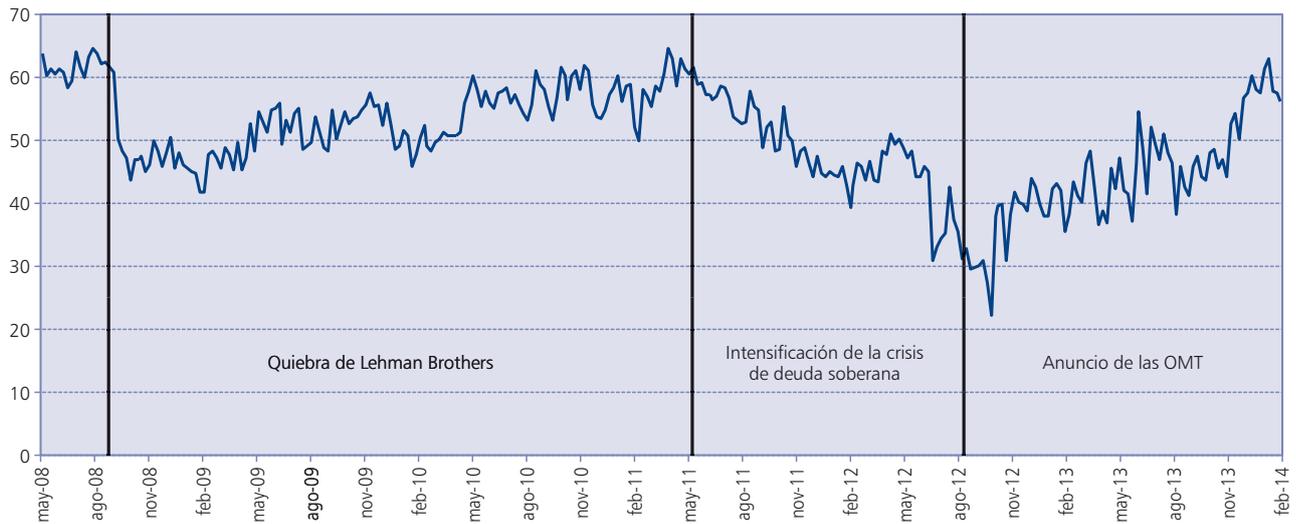
Otra señal prominente de la fragmentación horizontal entre fronteras nacionales —aunque también refleja la respuesta de apoyo en política monetaria por parte del BCE a este respecto— supuso la distribución desigual del crédito del banco central en la zona del euro. Con el fin de mantener la estabilidad de precios en la zona del euro como conjunto en un contexto de crisis, las medidas de política monetaria

del BCE tuvieron inevitablemente efectos desiguales en los países de la zona del euro, siendo esta desigualdad más manifiesta en el balance del Eurosistema y de los bancos centrales nacionales que lo constituyen (14).

No obstante ocurre que, a menudo, no se aprecia en su totalidad que esta desigualdad supone el resultado endógeno de la implementación de una política monetaria única en un contexto con un mercado financiero fragmentado. Esta desigualdad no es el resultado de medidas de política selectivas para países o mercados nacionales específicos. El Consejo de Gobierno del BCE toma decisiones acerca de los parámetros para las operaciones de refinanciación que proporcionan liquidez global a los participantes en el sistema, pero no decide sobre las cantidades relativas que los bancos de cada país reciben a través de sus bancos centrales nacionales. Como elemento fundamental de una zona con moneda única, los bancos son tratados de igual manera independientemente de dónde estén ubicados. Por tanto, es posible distribuir una liquidez de forma desigual en los sistemas bancarios nacionales. Por ejemplo, antes de la crisis, la mitad de la liquidez del Eurosistema provenía del Deutsche Bundesbank (gráfico 11) (15).

Durante la crisis, la desigualdad en la distribución de liquidez cambió. El crédito oficial se suministró principalmente por los bancos centrales nacionales de aquellos países donde la vinculación entre bancos soberanos era más estrecha. La liquidez en los bancos centrales migró en su mayor parte como consecuencia de esto, desde países como Grecia, Irlanda, Italia y España hacia países no sometidos a tensiones

GRÁFICO 10
ACTIVIDAD INTERBANCARIA A UN DÍA TRANSFRONTERIZA (*)
(En porcentaje)



Nota: (*) El gráfico se basa en préstamos interbancarios sin garantía que se obtienen de los datos de pago en Target2 (la mayoría de estos préstamos son a un día). Los pagos transfronterizos dentro del mismo grupo bancario no se consideran. La última observación es de 31 de marzo de 2014.
Fuente: BCE.

económicas, como por ejemplo Alemania, Holanda, Luxemburgo y Finlandia. Este desplazamiento representó en su esencia el reembolso de antiguos préstamos interbancarios que habían dejado de renovarse así como por la salida de capitales.

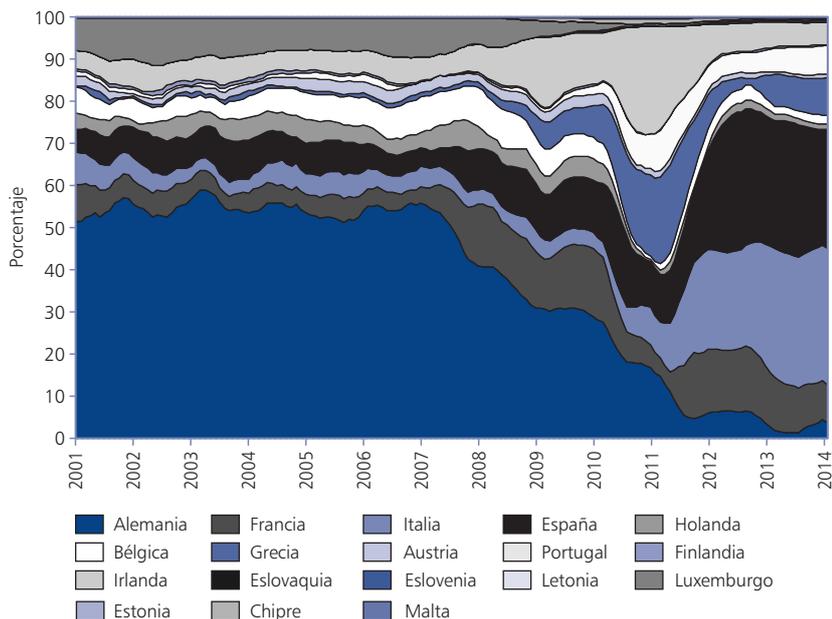
La fragmentación horizontal responsable del desequilibrio en los pagos entre países sometidos a tensiones económicas y países ajenos a estas tensiones dentro la zona del euro se muestra en los balances en Target2 de los bancos centrales del Eurosistema (16). Tras un incremento moderado experimentado en 2008, los balances en Target2 se mantuvieron estables hasta mediados del año 2011, cuando de repente se dispararon hasta llegar a 1 billón de euros, antes de volver a descender nuevamente (gráfico 12).

Ante una fragmentación horizontal grave (aumentos masivos de los rendimientos de los bonos soberanos, pérdida de actividad interbancaria entre países y amplios desequilibrios en los pagos entre países), que socavó no solo la transmisión de la política monetaria sino que también amenazaba la integridad de la zona del euro, el BCE tuvo que actuar de nuevo. Así lo hizo mediante una combinación de dos medidas de fuerza: la ampliación del vencimiento del crédito del banco central a tres años, un periodo sin precedentes, tres años con la opción de devolver el préstamo tras pasado un año y, posteriormente, con el anuncio de adquisiciones potencialmente ilimitadas de bonos soberanos en mercados secundarios, bajo condiciones estrictas y efectivas, que suponían las operaciones monetarias de

compraventa (OMT) que se han mencionado más arriba (17). Este anuncio siguió a la declaración del presidente Draghi (el 26 de julio de 2012) en la que afirmó que el BCE haría «lo que fuera necesario, dentro de su mandato» para mantener el euro. Esto junto a la LTRO y las OMT detuvieron la fragmentación horizontal a mediados de 2012 y estimularon un proceso de reintegración (18).

Las razones para ampliar el vencimiento del crédito colateralizado del banco central hasta los tres años fueron las mismas que se aplicaron para la ampliación anterior durante la crisis global de liquidez. El BCE aseguraba así al sector bancario frente a los riesgos de vencimiento y necesidad de refinanciación. De este modo, los bancos solventes podían seguir manteniendo su liquidez y

GRÁFICO 11
DISTRIBUCIÓN ENTRE BANCOS CENTRALES NACIONALES
DE LA DEMANDA DE LIQUIDEZ DE LOS BANCOS DE LA ZONA DEL EURO
EN LAS OPERACIONES DE CRÉDITO DEL EUROSISTEMA (*)



Nota: (*) Datos suavizados con una media móvil centrada con periodo de 5 meses. Las operaciones de crédito del Eurosistema incluyen las operaciones principales de financiación, las operaciones de financiación a plazo más largo (LTRO) y facilidades marginales de crédito. La última observación es de finales de marzo de 2014.

Fuentes: BCE y Bindseil et al. (2012: 83-92).

podían continuar suministrando crédito a la economía de la zona del euro. Debido a las tensiones heredadas de la crisis global de liquidez y a las presiones en aumento para que se recapitalizaran, existía un riesgo de desapalancamiento bancario a gran escala. La prolongación del vencimiento junto con las otras medidas no convencionales del BCE (subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, y la ampliación de los activos de garantía) impidieron un desapalancamiento desordenado y dio a los gobiernos y los bancos el tiempo para llevar a cabo los ajustes necesarios sin tener que reducir drásticamente el crédito otorgado al sector privado.

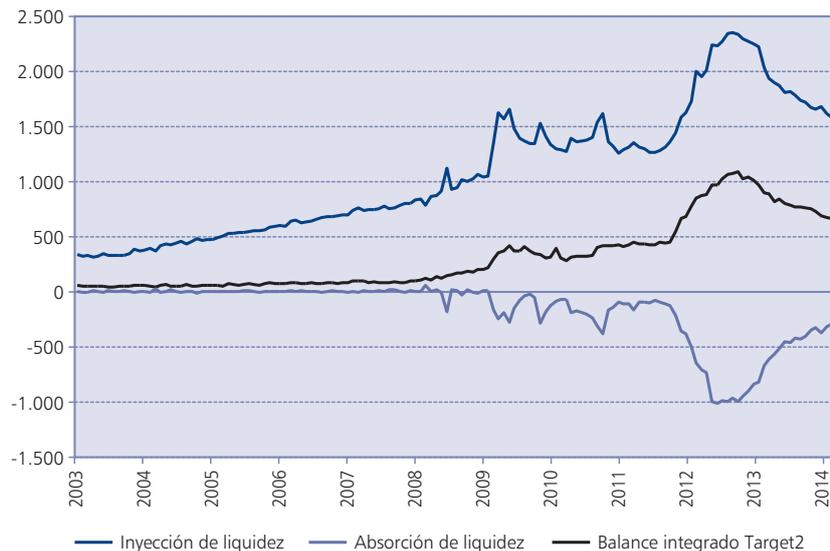
La razón para la existencia de las operaciones monetarias de compra-venta (OMT) era la de reducir el riesgo adverso de dar por sentado un equilibrio que hubiera reforzado aún más la fragmentación horizontal en los países de la zona del euro y hubiera hecho muy difícil la transmisión de los impulsos de política monetaria en la zona del euro. En el peor de los casos posibles un equilibrio adverso podría conducir incluso a una disgregación de la zona del euro. El temor ante un equilibrio de este tipo se convirtió en real cuando las tensiones en el mercado de deuda soberana se intensificaron aún más en la primera mitad de 2012. Los rendimientos

de los bonos integraban una «prima de temor» que reflejaba el riesgo de redenominación, esto es, el riesgo de que un país pudiera abandonar la zona del euro, lo que implicaría tener que denominar sus activos en otra divisa distinta.

Eliminar este riesgo, a la vez que se mantiene una férrea disciplina de mercado sobre las finanzas públicas, hacía necesario un diseño estudiado sobre la intervención a ejecutar. A este respecto, la OMT estaba en consonancia con las disposiciones del Tratado en contra de la financiación monetaria: nunca habrían de utilizarse con el fin de influir a la baja de forma indiscriminada sobre los diferenciales de la deuda pública (19). Una condición necesaria e importante para activar la OMT en un mercado de bonos soberanos específico es la «condición estricta y efectiva vinculada a un programa adecuado del Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (*European Financial Stability Facility*, EFSF) y del Mecanismo de Estabilidad Europea (*European Stability Mechanism*, ESM)» (20). De forma general, un banco central ha de ponderar los costes de su inacción frente a los costes de adoptar medidas cuando ha de ejecutar su mandato en tiempos de excepción. Este entorno requiere en ocasiones correr ciertos riesgos controlados que, en cualquier caso, minimizan el riesgo general para la zona del euro y para los países individuales que la forman (21).

La OMT consiguió con éxito poner fin a cualquier duda que pudiera existir sobre la integridad de la unión monetaria. Consiguió reducir la fracción de diferenciales soberanos que reflejaban la compensación por los temores a una redenominación y también contribuyeron de forma más ge-

GRÁFICO 12
BALANCES EN TARGET2 E INYECCIÓN Y ABSORCIÓN DE LIQUIDEZ EN EL EUROSISTEMA (*)
 (En miles de millones de euros)



Nota: (*) Los balances Target suman cero en el Eurosistema, por lo que no aparece en el balance consolidado. El balance integrado Target es la suma de los pasivos en Target. La inyección de liquidez, en la parte positiva = préstamos a instituciones de crédito de la zona del euro relacionados con MPO denominadas en euros + derechos sobre los residentes de la zona del euro denominados en la moneda extranjera + otros derechos sobre instituciones de crédito de la zona del euro denominados en euros + títulos + otros activos. La absorción de liquidez, en el lado negativo = depósitos de las instituciones financieras y monetarias. La última observación es de 31 de marzo de 2014.

Fuentes: BCE y actualizado a partir de Cour-Thimann (2013).

neral a la mejora de las condiciones de financiación de empresas, familias y bancos en toda la zona del euro.

IV. ABORDAR LOS RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD DE PRECIOS CON LOS TIPOS DE INTERÉS

Las dos secciones anteriores describen las respuestas no convencionales aplicadas por el BCE en política monetaria después de 2007. Estas medidas no convencionales servían como complemento y respaldaban las decisiones convencionales sobre los tipos de interés. El objetivo de estas medidas era conseguir una transmisión efectiva

de las señales de los tipos oficiales a la economía real cuando las disfunciones en los mercados financieros dificultaban el canal de transmisión a nivel tanto vertical como horizontal. En cuanto a los tipos de interés oficiales, siguieron siendo el instrumento de política para abordar los riesgos para la estabilidad de precios. Esta sección analiza cómo el BCE abordó los riesgos para la estabilidad de precios con su herramienta de tipos de interés, y en concreto, cómo aplicó la orientación futura de la política monetaria a partir de mayo de 2013.

La caída del comercio global y la grave recesión que experimentó la actividad económica en el

periodo posterior a la crisis financiera de finales de 2008 y comienzos de 2009 había conducido a un descenso de los precios en algunas partes del mundo. En la zona del euro, además de la drástica reducción de los tipos de interés controlados por el BCE entre octubre de 2008 y mayo de 2009, así como las medidas no convencionales aplicadas para apoyar la transmisión efectiva de estas medidas a la economía de la zona del euro, fue la credibilidad del BCE respecto a la estabilidad de precios (reflejada por la contención general de los precios para protegerse ante el riesgo de inflación y de deflación a pesar de alzas repentinas a corto plazo) la que contribuyó a prevenir los riesgos para la estabilidad de precios en un entorno de grave crisis (gráfico 13).

El BCE utilizó de forma activa su herramienta de tipos de interés, en combinación con sus medidas no convencionales. Incluso hubo un alza de los tipos de interés clave del BCE durante los primeros seis meses de 2011 para atajar los riesgos al alza de la estabilidad de precios, en un tiempo en el que se seguía ofreciendo un amplio respaldo de liquidez a los bancos. La complementariedad entre las medidas convencionales de tipos de interés y las medidas no convencionales contrasta con el enfoque adoptado por otros bancos centrales principales como la Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco de Inglaterra. Estos bancos centrales aplicaron medidas no convencionales de política monetaria como sustituto de la herramienta convencional de tipos de interés una vez que vieron que los tipos de interés oficiales habían alcanzado un límite inferior.

Una característica común en las respuestas en materia de polí-

GRÁFICO 13
**VALORACIÓN DE LA PROTECCIÓN DE INFLACIÓN Y DEFLACIÓN
 EN LA ZONA DEL EURO (*)**
 (En puntos básicos)



Nota: (*) Los mercados para opciones relacionadas con inflación son relativamente ilíquidos y, a menudo, están fuertemente influenciados por patrones de demanda y de oferta. Por ello, los resultados deben interpretarse con cautela. Los instrumentos subyacentes en la protección de la inflación son: con un tope interanual de un 4 por 100 con vencimiento a 5 años; para la protección de la deflación: el umbral mínimo interanual es del 0 por 100 en vencimientos a 5 años. La última observación es de 17 de abril de 2014
 Fuente: Bloomberg.

tica ante la crisis financiera en otras partes del mundo fue que los tipos oficiales del banco central alcanzaron rápidamente el límite inferior igual a cero en esos países. La crisis global era, no obstante, tan profunda que el rápido descenso de los tipos de interés no fue suficiente para contrarrestar el declive de la actividad de la economía real. El reto que suponía tener que ofrecer una política más acomodaticia en una situación donde los tipos de interés ya eran demasiado bajos condujo a algunos de los principales bancos centrales como la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra a aplicar una «expansión cuantitativa». Mediante la adquisición de activos distintos a los títulos soberanos a corto plazo, estos bancos centrales se marcaron como objetivo

bajar los tipos de interés a largo plazo cuando los tipos a corto plazo ya no se podían bajar más.

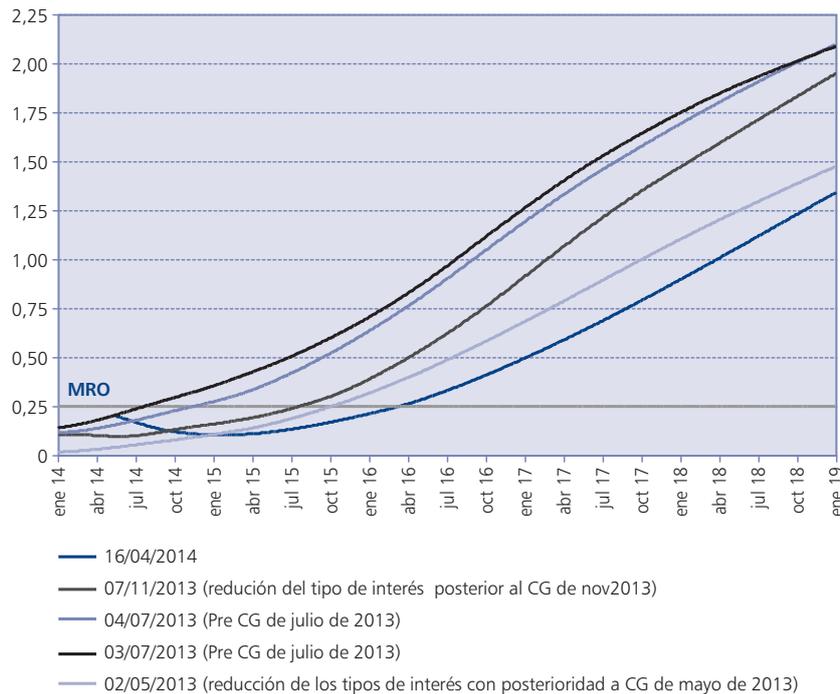
El BCE, que trabaja con una estructura institucional distinta y que ha de enfrentarse a retos de otro tipo, adoptó un enfoque diferente al de otros de los principales bancos centrales del mundo, no solo en lo que se refiere al uso complementario de la herramienta de tipos de interés y las medidas no convencionales, sino también en lo que respecta al uso de un enfoque de orientación futura (*forward guidance*) en la trayectoria futura de su herramienta de tipos de interés. Esta herramienta había sido usada previamente por otros bancos centrales en combinación con la llamada «expansión cuantitativa».

En el escenario posterior a la crisis, con tipos oficiales bajos, aunque con riesgos para la estabilidad de precios, el 4 de julio de 2013 el BCE anunció que «esperaba que los tipos de interés oficiales del BCE se mantuvieran en los niveles actuales o incluso inferiores durante un periodo largo de tiempo». Además de este «sesgo favorable», el BCE también remarcó la condicionalidad respecto a la política de orientación futura en la siguiente declaración: «Estas previsiones se basan en una perspectiva de inflación moderada a medio plazo, dado la debilidad generalizada de la economía y la evolución de una política monetaria moderada».

La orientación futura de política monetaria tiene el objetivo de clarificar el modo en que el BCE evalúa las perspectivas de inflación y cómo su estrategia de política monetaria incorpora esta valoración. Esta clarificación se volvió necesaria debido a que los profundos desajustes financieros y económicos tras la crisis dificultaron que los participantes en el mercado pudieran deducir la trayectoria futura de los tipos oficiales, como solía ocurrir de forma regular en el pasado. A principios de julio de 2013, el incremento de la volatilidad en los mercados financieros, en especial en los mercados monetarios, había conducido a una corrección de la orientación acomodaticia desde la última reducción de los tipos oficiales en mayo de 2013, la cual había arrastrado el tipo del BCE sobre las principales operaciones de refinanciación hasta un 0,5 por 100. Y la senda prevista de los tipos oficiales se había vuelto más pronunciada (gráfico 14).

La orientación futura de política monetaria del BCE condujo a que la senda prevista de los tipos de interés oficiales estuviera en línea con la senda que el BCE había

GRÁFICO 14
CURVAS DE FORWARD OVERNIGHT INDEX SWAPS EN DIFERENTES
MOMENTOS (*)



Nota: (*) Los tipos de interés futuros están en porcentaje. CG indica la reunión del Consejo de Gobierno. La última observación es de 28 de marzo de 2014.
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

previsto dada su valoración de las perspectivas de inflación. Posteriormente el BCE reiteró con firmeza su orientación futura de política monetaria y adicionalmente explicó bajo qué condiciones macroeconómicas la trayectoria prevista de los tipos de interés oficiales se mantendría como válida. En el momento de escribir este informe, y a pesar del panorama macroeconómico más positivo que existe en la actualidad, los tipos de interés previstos han vuelto a los niveles reducidos experimentados tras la caída de mayo de 2013 (que ha sido seguido por otro descenso más en noviembre de 2013). En línea con el deseo del BCE de ofrecer mayor claridad sobre sus objetivos y con su valoración de las

condiciones económicas en la estela de la crisis, la orientación futura conseguía reducir también la incertidumbre. La orientación futura reducía la distribución de posibles tipos de interés a corto plazo futuros así como la sensibilidad de los tipos del mercado monetario a la publicación de noticias acerca del estado de la economía (22).

V. CONCLUSIÓN Y RETOS PENDIENTES PARA EL FUTURO

La zona del euro ha avanzado mucho desde 2007. Cerca de siete años después de la erupción de la crisis financiera global, y cuatro años del comienzo de la

crisis de deuda soberana en Europa, se ha conseguido cumplir con muchos objetivos. Se evitó un colapso del sistema financiero. La respuesta de política monetaria del Eurosistema fue rápida y global. Consiguió dotar al sector financiero y a la economía real de la zona del euro de garantías ante algunos posibles escenarios adversos con consecuencias negativas para la estabilidad de los precios. Además, el BCE se ha comprometido a mantener los tipos de interés oficiales en un nivel bajo, condicionado siempre a las perspectivas de inflación, y ha suscrito asimismo su compromiso de mantener la subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena durante algún tiempo en el futuro. Estos pasos han sido precisos para soportar los costes de los ajustes necesarios, aunque al mismo tiempo dolorosos, en especial el desapalancamiento de los balances de los bancos y de otros agentes económicos.

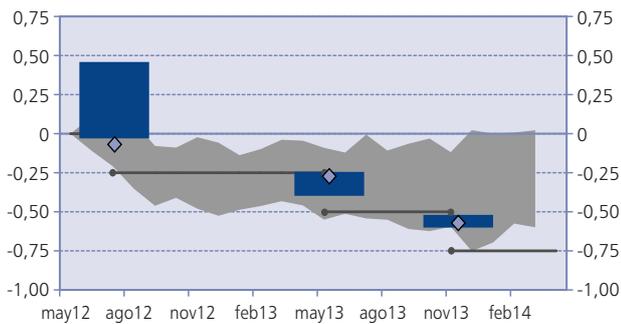
No obstante, aún permanecen algunos retos y la política monetaria no puede funcionar en solitario. La recuperación de la crisis sigue siendo lenta y débil. El apoyo en forma de liquidez del BCE para los bancos y su contribución a la reducción de los costes de financiación de los bancos fueron los ingredientes necesarios para el apoyo reforzado al crédito. Sin embargo, las señales acomodaticias de los tipos oficiales del BCE no han conseguido aún transmitirse plenamente a la economía real, y en concreto no han llegado a las pequeñas y medianas empresas, que tan importantes son para la recuperación de la economía de la zona del euro (gráfico 15).

Es necesario exigir más a otras políticas económicas. Para empezar, el BCE no puede mantener sus medidas de apoyo de forma indefinida: en última instancia, se

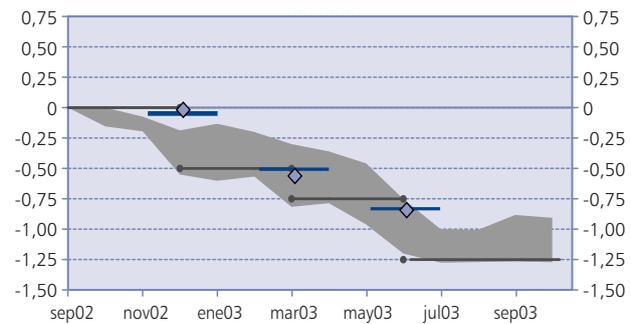
GRÁFICO 15

TRANSMISIÓN DE REDUCCIONES EN EL TIPO DE INTERÉS MRO SOBRE LOS TIPOS DE INTERÉS FUTUROS, LOS RENDIMIENTOS DE LA DEUDA SOBERANA Y LOS TIPOS DE INTERÉS DE PRÉSTAMOS BANCARIOS

A) Posterior al ciclo expansivo de las OMT (julio 2012-enero 2014)



B) Ciclo expansivo 2002-2003 (noviembre 2002-junio 2003)



- Rango entre diferentes países de los tipos de interés para préstamos de reducida cuantía
- Tipo de interés MRO
- ◆ Tipos de interés futuros a 2 años
- Rango de las variaciones de los tipos de la deuda pública a 2 años

Fuente: BCE.

necesita acabar con las medidas no convencionales del BCE, las cuales se adoptaron a la vista de las circunstancias extraordinarias que implicaba la crisis (23). Supone un delicado acto de malabarismo, por una parte, ofrecer apoyo a la economía a través de los bancos (las contrapartes en operaciones de los bancos centrales) y por otra, proporcionar incentivos adecuados al sector bancario. Las medidas convencionales y no convencionales del BCE consiguieron ganar tiempo, pero el tiempo no siempre se utiliza de forma inteligente. Como ocurre con cualquier otro seguro, puede dar lugar a riesgo moral si no se utiliza con cuidado o si se dilata de forma indebida en el tiempo. Los bajos tipos de interés y una liquidez amplia permiten a los bancos continuar operando con iliquidez en sus balances y seguir obteniendo beneficios. Cuando los balances de los bancos dejan de ser sostenibles desde un

punto de vista social es, en ese momento, cuando una política acomodaticia del banco central termina realizando una mala asignación de los recursos (24).

En este contexto, el mantener el ritmo de las reformas por parte de otras áreas de la política económica supone un hecho crucial. La crisis expuso una serie de fragilidades de hondo calado en las políticas económicas de los países de la zona del euro, que afectaban a la regulación y supervisión del sector bancario y a la industria financiera global, así como al refuerzo de las normas y el marco institucional de la Unión Monetaria. Se han adoptado muchas medidas en todas estas áreas, aunque queda aún mucho por hacer. El futuro es desafiante, con poco margen de maniobra por parte de las autoridades fiscales, además de percibirse una relativa fatiga para llevar a cabo reformas.

Teniendo en cuenta los límites que restringen lo que de una forma legítima y realista puede conseguir la política monetaria, y debido a que se necesita un pilar económico más sólido para la Unión Económica y Monetaria con el objeto de asegurar la viabilidad y vitalidad de la zona del euro, el BCE adoptó un papel activo para promover las reformas y diseñar el nuevo marco institucional de la zona del euro.

Se han conseguido grandes avances en el campo de las reformas institucionales. En virtud del acuerdo fiscal ratificado por la zona del euro y por otros países de la Unión Europea en 2012, las legislaciones que regulan unas finanzas públicas sólidas se modernizaron y se convirtieron en derecho primario en estos países. Se reforzó la vigilancia de posibles desequilibrios económicos en Europa. El Mecanismo Único de Supervisión (*Single Supervisory*)

Mechanism, SSM) aporta elementos sólidos para crear un escenario en igualdad de condiciones para el sector bancario en toda Europa. No obstante, son necesarias más medidas. Se está llevando a cabo ya una revisión de los balances de los bancos. Cualesquiera que sean los resultados de esta revisión, se deberán adoptar las decisiones adecuadas. Y es necesario complementar el Mecanismo Único de Supervisión con un Mecanismo Único de Resolución.

La crisis también sacó a la luz la necesidad de más reformas estructurales a nivel nacional. Sin la presencia de tipos de cambio flexibles y con mercados de capitales cada vez más integrados, cualquier deficiencia en competitividad se traduciría en problemas de financiación antes o después, al no disponer los gobiernos de posibilidad alguna de solventar estas situaciones de un modo rápido. No existe alternativa alguna al compromiso actual y de largo plazo que han suscrito los gobiernos para reformar sus mercados laborales y el sector público, para conseguir un sistema fiscal sostenible y para fomentar la innovación y la educación. Si se mantienen estos esfuerzos, entonces la zona del euro terminará prosperando y la crisis será contemplada como un suceso que consiguió que Europa saliera reforzada y más solidaria entre países.

NOTAS

(1) Para una mayor investigación sobre la fragilidad del canal de transmisión monetario en la zona del euro, véase CICCARELLI *et al.* (2013).

(2) Además de los tipos de interés a corto plazo, la transmisión de la política monetaria hacia la actividad económica funciona también con las expectativas. Cuando un banco central disminuye los tipos a corto plazo, los tipos a largo plazo (que son los que en última instancia interesan para la actividad económica) suelen caer, debido a que las expectativas

en la economía acerca de los tipos a corto plazo futuros irán también a la baja.

(3) Durante la crisis financiera aumentó el coste del crédito para las empresas (véase SANTOS, 2011). La crisis financiera tuvo repercusiones también graves para la economía real, por ejemplo condujo a tasas de paro más altas (véase CHODOROW-REICH, 2014).

(4) Para un informe sobre la crisis global de liquidez, véase, por ejemplo, BRUNNERMEIER (2009). Para una revisión y explicación de la respuesta del BCE a la crisis global de liquidez, véase TRICHET (2010). Para saber más sobre el papel de los factores institucionales y la estructura financiera a la hora de diseñar la respuesta del BCE, véase COUR-THIMANN y WINKLER (2012). Para saber más sobre las tensiones en el mercado interbancario y sobre una posible desintegración, véase HEIDER *et al.* (2009).

(5) Una tercera y más significativa dimensión es la de los intercambios de divisas. El BCE suministró dólares a los bancos de la zona del euro. Esto supuso un acuerdo de permuta o *swap* de divisas con la Reserva Federal. Estos acuerdos de intercambio también se realizaron con otros bancos centrales.

(6) En la actualidad, el BCE está comprometido con una subasta de tipo fijo con adjudicación plena hasta mediados del año 2015.

(7) A finales de 2013, el sistema de activos de garantía del BCE permitió que se utilizaran activos negociables por un valor de 14 billones de euros. El crédito proveniente del Eurosistema se sometió a importantes garantías adicionales. A finales de 2013, garantías equivalentes a 2,2 billones de euros sirvieron para respaldar un promedio de crédito medio vivo por valor de 700.000 millones de euros.

(8) Los bonos garantizados (denominados «cédulas» en España, «Pfandbriefe» en Alemania y «obligations foncières» en Francia) son una forma de titulización por la cual los activos subyacentes permanecen de forma habitual en el balance del emisor y los compradores pueden recurrir contra el emisor y ejecutar esta garantía. Los bonos garantizados constituyen el mayor mercado de renta fija después de los bonos del sector público en la zona del euro.

(9) El segundo programa de CBPP se lanzó en noviembre de 2011, por una suma de 40.000 millones de euros en adquisiciones que se extendieron asimismo durante un período de un año.

(10) Para obtener más evidencias de cómo los tipos de interés oficiales y la provisión del banco central de liquidez a largo plazo se complementan uno con otro para hacer frente a una posible contracción del crédito para las empresas, véase MADDALONI y PEYDRÓ (2013). Para obtener más evidencias de cómo las medidas no convencionales redujeron la volatilidad de la financiación de los bancos, véase CARPENTER *et al.* (2013).

(11) Para obtener evidencia adicional sobre el éxito de las medidas no convencionales del BCE a la hora de estabilizar el sector financiero y garantizar en parte la continuidad del crédito a la economía real, véase GIANNONE *et al.* (2012) y LENZA *et al.* (2010).

(12) Véase, por ejemplo, ACHARYA *et al.* (2011).

(13) Las adquisiciones de bonos soberanos llevadas a cabo dentro del Programa para Mercados de Valores resultaron también eficaces a la hora de disminuir su rentabilidad (véase ESER y SCHWAAB, 2013).

(14) Las medidas de los bancos centrales pueden conllevar efectos geográficos desiguales importantes también dentro de un mismo país. Por ejemplo, Alemania y Nueva York acabaron siendo los receptores netos de una tercera parte de la liquidez inyectada por los bancos centrales respectivamente por el Eurosistema y por el Sistema de la Reserva Federal durante la crisis (véase COUR-THIMANN, 2013).

(15) Esta proporción era aproximadamente el doble de grande que la participación de Alemania en la clave de suscripción de capital del BCE (un 27 por 100 cuando se reponeró usando solamente los países de la zona del euro). La clave de suscripción de capital indica la fracción en propiedad del capital de BCE en posesión de los diferentes bancos centrales nacionales de la UE, incluyendo así a los bancos de países de fuera de la zona del euro (por ejemplo, Reino Unido). La razón para este desequilibrio en la absorción de liquidez se debía al enorme tamaño del sistema bancario alemán y a la preferencia de Alemania por contar con liquidez.

(16) Estos balances suponen diferentes posiciones dentro del sistema que reflejan el desequilibrio en los flujos de pago entre los diferentes sistemas bancarios nacionales dentro de la zona del euro. Los bancos centrales nacionales de los distintos países sometidos a tensiones económicas y cuyos sistemas bancarios han experimentado salidas netas muestran un pasivo en Target2. Por el contrario, los bancos centrales nacionales de países no sometidos a tensiones, cuyos sistemas bancarios han experimentado entradas netas, muestran reclamaciones de activos en Target2. Por definición, el pasivo en Target2 y las reclamaciones de activo en Target2 suman cero.

(17) Las OMT supusieron el fin del Programa para el Mercado de Valores (SMP) del BCE, el cual estaba destinado a comprar bonos soberanos en aquellos segmentos del mercado que presentaban anomalías de forma limitada y sin condiciones.

(18) Las dos operaciones a tres años ejecutadas a finales de 2011 y a principios de 2012 contribuyeron a aliviar las tensiones en la financiación de los bancos y de este modo frenaron el círculo vicioso que se había formado entre los bancos y los soberanos, aunque solo de forma temporal. Un efecto más duradero tuvo el anuncio de la aplicación de las OMT seis meses más tarde.

<p>(19) Véase también PRAET (2014) y CŒURÉ (2013).</p> <p>(20) El Mecanismo Europeo de Estabilización (ESM), un mecanismo permanente que vino a sustituir al EFSF que funcionó de forma temporal.</p> <p>(21) Véase también, por ejemplo, BINDSEIL y WINKLER (2013) y BINDSEIL y JABLECKI (2013).</p> <p>(22) Véase evidencia e información adicional en el artículo del Boletín Mensual de abril de 2014 del BCE titulado «The ECB's forward guidance».</p> <p>(23) Para obtener una reflexión de cómo puede ser la política monetaria «normal» en un entorno post-crisis, véase BAYOUMI <i>et al.</i> (2014).</p> <p>(24) En concreto, una liquidez amplia puede haber conseguido que el <i>carry trade</i> pase a ser atractivo a los ojos de los bancos. Los bancos con problemas de financiación ubicados en países con elevados rendimientos en sus deudas soberanas pueden haber contribuido al contexto negativo del nexo bancos-soberano al tomar prestado del BCE y comprar los bonos de sus soberanos (véase ACHARYA y STEFFEN, 2012).</p> <p>BIBLIOGRAFÍA</p> <p>ACHARYA, V., y STEFFEN, S. (2012), «The 'Greatest' Carry Trade Ever? Understanding Eurozone Bank Risks». Working Paper, New York University.</p> <p>ACHARYA, V.; DRECHSLER, I., y SCHNABL, P. (2011), «A Pyrrhic Victory? – Bank Bailouts and Sovereign Credit Risk». NBER Working Paper n.º 17.136.</p> <p>BAYOUMI, T.; DELL'ARICCIA, G.; HABERMEIER, K.; MANCINI-GRIFFOLI, T., y VALENCIA, F. (2014), «Monetary Policy in the New Normal». IMF Staff Discussion Note 14/3.</p>	<p>BINDSEIL, U., y JABLECKI, J. (2013), «Central bank liquidity provision, risk-taking and economic efficiency». ECB Working Paper n.º 1.542.</p> <p>BINDSEIL, U., y WINKLER, A. (2013), «Dual Liquidity Crises – A Financial Accounts Framework», <i>Review of International Economics</i>, 21: 151-163.</p> <p>BINDSEIL, U.; COUR-THIMANN, P., y KÖNIG, P. (2012), «Target2 and Cross-border Interbank Payments during the Financial Crisis». CESifo Forum 13, Special Issue, 83-92.</p> <p>BRUNNERMEIER, M., (2009), «Deciphering the 2007-08 liquidity and credit crunch», <i>Journal of Economic Perspectives</i>, 23(1): 77-100.</p> <p>CARPENTER, S.; DEMIRALP, S., y EISENSCHMIDT, J. (2013), «The effectiveness of the non-standard policy measures during the financial crises: the experiences of the Federal Reserve and the European Central Bank». ECB Working Paper n.º 1.562.</p> <p>CHODOROW-REICH, G. (2014), «The Employment Effects of Credit Market Disruptions: Firm-level Evidence from the 2008-09 Financial Crisis», <i>Quarterly Journal of Economics</i>, 129(1): 1-59.</p> <p>CICCARELLI, M.; MADDALONI, A., y PEYDRÓ, J.-L. (2013), «Heterogeneous transmission mechanism: monetary policy and financial fragility in the Eurozone», <i>Economic Policy</i>, 28: 459-512.</p> <p>CŒURÉ, B. (2013), «Outright Monetary Transactions, one year on». Speech at the conference in Berlin on «The ECB y its OMT Programme», 3 septiembre.</p> <p>COUR-THIMANN, P. (2013), «Monetary Policy y Redistribution: Information from Central Bank Balance Sheets in the Euro Area and the US», <i>Review of Economics</i>, 64(3): 293-324.</p> <p>— (2013), «Target Balances y the Crisis in the Euro Area». CESifo Forum 14, Special issue, April 2013.</p>	<p>COUR-THIMANN, P., y WINKLER, B. (2012), «The ECB's non-standard monetary policy measures: the role of institutional factors and financial structure», <i>Oxford Review of Economic Policy</i>, 28(4): 765-803.</p> <p>ESER, F., y SCHWAAB, B. (2013), «Assessing asset purchases within the ECB's Securities Markets Programme». ECB Working Paper n.º 1.587.</p> <p>GIANNONE, D.; LENZA, M.; PILL, H., y REICHLIN, L. (2012), «The ECB and the interbank market», <i>Economic Policy</i>, 122: 467-486.</p> <p>HEIDER, F.; HOEROVA, M., y HOLTHAUSEN, C. (2009), «Liquidity hoarding and interbank market spreads: The role of counterparty risk». ECB Working Paper n.º 1.126.</p> <p>HOLLO, D.; KREMER, M., y LO DUCA, M. (2012), «CISS – A composite indicator of systemic stress in the financial system». ECB Working Paper n.º 1.426.</p> <p>LENZA, M.; PILL, H., y REICHLIN, L. (2010), «Monetary policy in exceptional times», <i>Economic Policy</i>, 62: 295-339.</p> <p>MADDALONI, A., y PEYDRÓ, J.-L. (2013), «Monetary policy, macro-prudential policy and banking stability: evidence from the euro area», <i>International Journal of Central Banking</i>, 121-169.</p> <p>PRAET, P. (2014), «Reforms and growth in the euro area». Speech at The Economist's Lisbon Summit on «Fixing finance», 18 febrero.</p> <p>SANTOS, J. (2011), «Bank Corporate Loan Pricing Following the Subprime Crisis», <i>Review of Financial Studies</i>, 24(6): 1916-1943.</p> <p>TRICHET, J.-C. (2010), «State of the union: The financial crisis and the ECB's response between 2007 y 2009», <i>Journal of Common Market Studies</i>, 48(S1): 1-19.</p>
--	---	--