

PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO

95

Inestabilidad financiera y gestión de liquidez



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO

95

2009



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

PATRONATO

JUAN R. QUINTÁS SEOANE
(Presidente)
JOSÉ ANTONIO OLAVARRIETA ARCOS
(Vicepresidente)
JOSÉ MARÍA MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN
(Secretario)
JOSÉ ANTONIO ARCOS MOYA
JULIO FERMOSE GARCÍA
JULIO FERNÁNDEZ GAYOSO
JOSEP IBERN GALLART
ROBERTO LÓPEZ ABAD
JESÚS MEDINA OCAÑA
RICARD PAGÈS FONT
ATILANO SOTO RÁBANOS

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

Director
VICTORIO VALLE SÁNCHEZ

Coordinadores
JOSÉ ANTONIO ANTÓN PÉREZ
SANTIAGO CARBÓ VALVERDE

Redactor-Jefe
FERNANDO GONZÁLEZ OLIVARES

Coordinadora de Publicaciones
M^{te} PILAR LÓPEZ ISARRÍA

Edita
Fundación de las Cajas de Ahorros
Caballero de Gracia, 28; 28013-Madrid

Imprime
Raíz Técnicas Gráficas, S.L.
Calle Gamonal, 19; Polígono Industrial de Vallecas
28031-Madrid

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO no se solidariza necesariamente con las opiniones, juicios y previsiones expresadas por los autores de los artículos incluidos en la publicación, ni avala los datos que éstos, bajo su responsabilidad, aportan.

Depósito legal: M. 7.461.-1993
ISSN: 1132-9564

SUMARIO

■ INTRODUCCIÓN.....	V
■ LA GESTIÓN DE LOS PROBLEMAS DE CONFIANZA EN TIEMPOS DE CRISIS SISTÉMICA. <i>Javier Suárez</i>	1
■ REFLEXIONES SOBRE LA CRISIS FINANCIERA Y SUS REMEDIOS. <i>José Pérez</i>	19
■ MARCO INSTITUCIONAL DE LA ESTABILIDAD FINANCIERA EN EUROPA. <i>María Jesús Nieto Carol</i>	25
■ EL MARCO INSTITUCIONAL DE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS DE LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA ANTE LAS DIFICULTADES FINANCIERAS ACTUALES. <i>Joaquín Zamorano Valiña y Joaquín López Pascual</i>	35
■ INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA PARA LA GESTIÓN DE LA LIQUIDEZ. MARCO CONCEPTUAL. <i>Gabinete de Análisis Financiero de FUNCAS</i>	49
■ LA GESTIÓN DE LIQUIDEZ DEL BANCO CENTRAL EUROPEO DURANTE LA TURBULENCIA FINANCIERA: EXPERIENCIA Y RETOS DE CARA AL FUTURO. <i>Arturo Díez-Caballero y Francisco Ramón-Ballester</i>	59
■ LA RESERVA FEDERAL Y LOS NUEVOS SISTEMAS DE GENERACIÓN DE LIQUIDEZ EN ESTADOS UNIDOS. <i>Santiago Carbó Valverde, José Manuel Mansilla Fernández y Francisco Rodríguez Fernández</i>	73
■ LA GESTIÓN DE LA LIQUIDEZ DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS: UNA PERSPECTIVA TRAS LA CRISIS DE 2008. <i>Daniel Navia Simón</i>	85
■ BANCOS, CRÉDITO Y MECANISMO DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA: NUEVAS PERSPECTIVAS. <i>Santiago Carbó Valverde, David Marqués Ibáñez y José Luis Peydró Alcalde</i>	93

DOCUMENTOS

■ REAL DECRETO 1642/2008, DE 10 DE OCTUBRE, POR EL QUE SE FIJAN LOS IMPORTES GARANTIZADOS A QUE SE REFIERE EL REAL DECRETO 2606/1996, DE 20 DE DICIEMBRE, DEL FONDO DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y EL REAL DECRETO 948/2001, DE 3 DE AGOSTO, SOBRE SISTEMAS DE INDEMNIZACIÓN DE LOS INVERSORES.....	103
■ REAL DECRETO-LEY 6/2008, DE 10 DE OCTUBRE, POR EL QUE SE CREA EL FONDO PARA LA ADQUISICIÓN DE ACTIVOS FINANCIEROS.....	105
■ REAL DECRETO-LEY 7/2008, DE 13 DE OCTUBRE, DE MEDIDAS URGENTES EN MATERIA ECONÓMICO-FINANCIERA EN RELACIÓN CON EL PLAN DE ACCIÓN CONCERTADA DE LOS PAÍSES DE LA ZONA EURO.....	109



Introducción

Inestabilidad financiera y gestión de liquidez

El presente número de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO sobre *Inestabilidad financiera y gestión de liquidez* aborda una de las cuestiones más trascendentes en la génesis, la evolución y, probablemente, la resolución de la crisis financiera: cómo preservar la estabilidad financiera a través de, entre otros factores, los mecanismos de liquidez, tanto desde las entidades financieras, como desde la regulación y supervisión bancaria y la acción de los bancos centrales. Desde FUNCAS, se pretende arrojar luz sobre las consecuencias de las nuevas soluciones adoptadas ante la crisis de confianza, liquidez y crédito que comenzó en agosto de 2007 y prevalece con intensidad hoy en día. La reciente crisis financiera ha generado una intensa discusión académica y política sobre la oportunidad, vigencia y relevancia de los instrumentos de política monetaria como pilares básicos de estabilidad financiera y como mecanismos de generación de liquidez y asistencia a las entidades financieras. En este sentido, este número de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO se propone ofrecer una revisión de estos instrumentos y un análisis de las perspectivas que atañen a los mismos, con especial atención a las direcciones y directrices que afrontarán los bancos centrales como consecuencia de las lecciones de la crisis financiera y a los más que previsibles cambios en la regulación y en los mecanismos que configuran las redes de seguridad bancarias en todo el mundo. El volumen cuenta con reconocidos autores del mundo académico, los bancos centrales y las instituciones financieras, en un intento de proporcionar una visión lo más amplia posible. En cualquier caso, es preciso señalar que, aunque los acontecimientos se sigan produciendo a enorme velocidad en esta crisis —y el número recoja los principales eventos a cierre de edición—, las contribuciones de este volumen tratan de aportar tanto un análisis de las acciones más coyunturales como, sobre todo, lecciones a largo plazo para la resolución y prevención de la inestabilidad financiera.

La quiebra o dificultades de numerosas entidades financieras a ambos lados del Atlántico y las acciones de rescate y de apoyo de las autoridades monetarias han marcado gran parte del devenir de esta crisis financiera. Desde que en agosto de 2007 las hipotecas *sub-prime* extendieran su negativa influencia por todo el mundo, la pérdida de confianza se convirtió en uno de los problemas fundamentales de la crisis. A la desconfianza siguió, de forma casi inmediata, el colapso de los mercados interbancarios y de bonos, lo que derivó en significativos problemas de liquidez en todo el mundo. La contribución que abre este número realiza un completo diagnóstico de esta génesis y generalización global de la crisis. Se trata del artículo de **Javier Suárez** (CEMFI), con el título «La gestión de los problemas de confianza en tiempos de crisis sistémica». El autor pasa revista a los orígenes de la crisis, a los círculos viciosos generados por los déficits de transparencia, confianza, liquidez y solvencia que la caracterizan. Asimismo, se abordan las consecuencias del colapso de los mercados de liquidez y las principales políticas puestas en marcha a tal efecto a lo largo de la crisis, incluyendo las acciones de rescate de la banca. En este artículo, se argumenta que la concesión de avales públicos a las entidades financieras es una condición necesaria, aunque no suficiente, para resolver una crisis como la actual. Es más, para que las medidas adoptadas sean efectivas deben complementarse con una completa labor de supervisión, a la vez que es preciso que se acelere la detección de los bancos con problemas y se impulse, en los casos que sea necesario, su cierre o reestructuración.

La crisis actual presenta diversos frentes, y esto la hace principalmente dura. Las reflexiones que orientan la política económica deben, en este caso, analizar las causas y consecuencias de todos estos frentes. En este sentido se orienta el artículo de **José Pérez** (Intermoney y Comité de Alto Nivel para la reforma de la regula-

ción financiera en la UE), titulado «Reflexiones sobre la crisis financiera y sus remedios». El artículo recoge las principales conclusiones de las notas elaboradas para su comparecencia en la ponencia de Estudio creada por la Comisión de Economía y Hacienda del Senado, así como algunas reflexiones respecto a la evolución más reciente de la crisis. El autor señala como desencadenante de la crisis un auge en la construcción residencial en un buen número de países, severos desajustes entre la oferta y la demanda de materias primas y energía, así como desequilibrios financieros notables. Además, en los últimos meses, han aflorado excesos de capacidad productiva en bienes duraderos de consumo y en sectores de bienes de capital y productos intermedios. Factores como el exceso de endeudamiento —construido sobre expectativas demasiado optimistas—, costes desmesuradamente bajos de los fondos prestables y escasa aversión al riesgo han sido desencadenantes fundamentales de inestabilidad. Como resultado, se ha dado una situación de reducción del endeudamiento desordenada, deflación de activos, atasco en los mercados de crédito, quiebra de entidades y falta de confianza, elementos básicos sobre los que, a juicio del autor, deben actuar los gobiernos, los bancos centrales y los supervisores financieros.

En Europa, la crisis ha requerido de cierta coordinación en el seno de la Unión Económica y Monetaria (UEM). **María Jesús Nieto Carol** (Banco de España), en su artículo «Marco institucional de la estabilidad financiera en Europa», analiza los efectos del marco institucional de los países miembros de la UEM sobre el complejo sistema financiero europeo. En el artículo se pone de manifiesto que la supervisión y la regulación de las entidades financieras debe coordinarse, aunque ello no suponga necesariamente una transferencia de soberanía desde el Estado miembro a la UEM. Como señala la autora, es preciso reconocer que la puesta en marcha de la UEM supone una separación geográfica y funcional de las actividades de gestión de la crisis respecto a la política monetaria común para los países integrantes de la zona euro. Los bancos centrales nacionales son los responsables de proveer de liquidez al sistema financiero nacional. Las iniciativas puestas en marcha por el ECOFIN incluyen la amplia definición de riesgo sistémico, la supervisión y la reducción de las asimetrías de información entre los reguladores responsables de la estabilidad financiera. Todas estas iniciativas permiten una mayor internalización por parte de cada estado de las potenciales externalidades negativas de la actividad de los reguladores. El artículo concluye que la crisis financiera, y su gestión por parte de las autoridades norteamericanas y europeas, requieren un diseño de la actividad reguladora y del marco institucional de estabilidad financiera en base homogénea, en el que se parta de incentivos adecuados para la cooperación. En la misma línea, el artículo de **Joaquín Zamorano Valiña**

(Banco de España) y **Joaquín López Pascual** (CUNEF), titulado «El marco institucional de las políticas económicas de la Unión Monetaria Europea ante las dificultades financieras actuales», muestra que los mecanismos de la política monetaria no son homogéneos. Esta heterogeneidad dificulta la consecución de la disciplina fiscal exigida por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. La fragilidad del marco institucional de las políticas económicas de la UEM se ha visto agravada por la aparición de las actuales tensiones financieras, que han llevado a cuestionar la estrategia monetaria llevada a cabo por los principales bancos centrales, incluido el Banco Central Europeo. A juicio de los autores, la estrategia monetaria debe centrarse en la dotación de un mayor grado de homogeneización a sus mecanismos de transmisión, con una regla de decisión homogénea para todos los países. En cuanto a la política fiscal, cuando ésta resulta deficiente, supone una pérdida de independencia funcional para el BCE, una condición necesaria para poder continuar aplicando la política monetaria consistente con sus objetivos y dar credibilidad a su política macroeconómica.

En cuanto a las medidas que han puesto en marcha en este contexto las autoridades monetarias para paliar las tensiones de liquidez, el artículo del **Gabinete de Análisis Financiero de FUNCAS**, titulado «Instrumentos de política monetaria para la gestión de la liquidez. Marco conceptual», trata de ofrecer una taxonomía de estas medidas. En él se exponen los conceptos fundamentales de política monetaria que explican los instrumentos de los que dispone el Banco Central Europeo para afrontar la crisis crediticia, y se analizan los instrumentos de liquidez de los que se ha servido el banco central hasta principios de 2009. En particular, se repasan los principales instrumentos financieros a disposición de las autoridades monetarias, tales como las operaciones de mercado abierto, las operaciones temporales, las operaciones simples, la emisión de certificados de deuda del Banco Central Europeo, los *swaps* de divisas, la captación de depósitos a plazo fijo y las facilidades marginales de crédito. El tercer apartado muestra la evolución de los instrumentos de liquidez ante la crisis financiera. Concretamente, las operaciones de mercado abierto y las facilidades permanentes de crédito se han empleado, hasta la fecha, de forma más intensa. El análisis de las diferentes medidas sugiere que este objetivo de provisión de recursos y sustitución del mercado parece haberse conseguido, si bien aún persiste la incertidumbre sobre los mercados de liquidez a largo plazo. En esta misma línea, **Arturo Diez-Caballero** y **Francisco Ramón-Ballester** (Banco Central Europeo) analizan la gestión de liquidez del Banco Central Europeo (BCE) en el artículo titulado «La gestión de liquidez del Banco Central Europeo durante la turbulencia financiera: experiencia y retos de cara al futuro». Los resultados del estudio sugieren que las accio-

nes emprendidas en el ámbito del Eurosistema y las intervenciones coordinadas con otros bancos centrales ejercieron una influencia notable en los tipos de interés a corto plazo. Al mismo tiempo, se garantizó a las instituciones financieras la disponibilidad de liquidez en todo momento. El resultado principal de estas medidas ha sido que el BCE ha pasado a asumir el papel principal de intermediación financiera, que normalmente correspondería a las entidades crediticias en ausencia de turbulencias financieras. La política de gestión de liquidez no puede, por sí misma, establecer la normalidad en los sistemas financieros eficientemente. La implantación de algunas medidas por parte de los gobiernos de la zona euro para el sector bancario aparece como factor clave para recuperar la confianza, en particular en lo que respecta a las garantías públicas en la emisión de deuda bancaria y los planes para recapitalizar las entidades de crédito. Por último, aunque las acciones de los bancos centrales en distintos ámbitos (incluida la gestión de liquidez) han contribuido a aliviar las turbulencias financieras desde agosto de 2007, la solución a la crisis de confianza que nos ocupa trasciende el ámbito inmediato de la banca central. Dichas medidas están contempladas en cuatro campos de acción concreta que abarcan desde el tratamiento que se dará a los activos por parte de las entidades de crédito desde un punto de vista contable, pasando por la revisión del papel de las agencias de calificación crediticia y de los mercados de derivados en la infraestructura financiera, hasta la reforma de la arquitectura financiera internacional y los grupos de supervisión bancaria, que velarán de manera conjunta por la salud de las entidades de crédito sistémicamente importantes. La total implantación, de una manera coordinada, de las iniciativas concretas que puedan surgir de estos foros será fundamental para contribuir a normalizar el funcionamiento de los mercados a escala global.

Las iniciativas del BCE en Europa son similares, en términos generales, a las adoptadas al otro lado del Atlántico, en Estados Unidos. Para corregir la situación de inestabilidad financiera, la Reserva Federal ha desarrollado nuevos instrumentos de provisión de liquidez al sistema financiero y ha revisado los ya existentes. **Santiago Carbó Valverde** (Universidad de Granada y FUNCAS), **José Manuel Mansilla Fernández** (FUNCAS) y **Francisco Rodríguez Fernández** (Universidad de Granada y FUNCAS) analizan los nuevos instrumentos de generación de liquidez puestos en marcha por la Reserva Federal en el artículo «La Reserva Federal y los nuevos sistemas de generación de liquidez en Estados Unidos». Las tensiones de liquidez se convirtieron en una de las cuestiones más preocupantes que afectaban a los mercados interbancarios y de bonos. En este artículo, se muestra cómo los instrumentos de liquidez que ha arbitrado la Reserva Federal han permitido, en gran medida, «sustituir» al mercado, inyectando recursos de

liquidez en la medida en que la incertidumbre ha estrangulado la negociación en mercados secundarios y de bonos. Asimismo, las inyecciones de liquidez han permitido aliviar algo situaciones de elevada complejidad y estrés financiero. Por otro lado, los problemas de liquidez, y las soluciones desarrolladas, se han extendido desde los mercados interbancarios hasta títulos que tradicionalmente han contado con elevada seguridad, garantías y profundidad, como los fondos de inversión del mercado monetario.

En este escenario, se ha puesto de manifiesto durante la actual crisis financiera que los riesgos derivados de la liquidez son más complejos de lo que muchas entidades financieras estimaban. En el artículo de **Daniel Navia Simón** (Servicio de Estudios del BBVA), titulado «La gestión de la liquidez de las entidades financieras: una perspectiva tras la crisis de 2008», se analizan los orígenes de la crisis actual y su impacto sobre los mercados de liquidez. El trabajo comenta la existencia de cuatro tendencias que han marcado la gestión de liquidez previa a la crisis: 1) la reducción en el porcentaje de sus activos que los bancos centrales mantienen en forma de efectivo; 2) la internacionalización de los grandes grupos bancarios, lo cual conlleva cierta correlación entre las condiciones de liquidez domésticas e internacionales; 3) la generalización de modelos de banca mixtos, con diverso grado de intensidad, que mezclan dentro del mismo grupo banca comercial, banca de inversión, seguros, etc.; 4) la generalización de modelos de financiación bancaria menos dependientes de los depósitos. El artículo concluye con un conjunto de lecciones extraídas tras la experiencia de la crisis financiera, tanto para la gestión individual de la liquidez como para su regulación y supervisión. La primera es la necesidad de integrar la gestión de liquidez en las decisiones estratégicas de las instituciones financieras. En segundo lugar, adoptar modelos diversificados de gestión de la liquidez y evitar la exposición y dependencia excesiva de fuentes concretas de liquidez. La tercera lección que se extrae es la necesidad de crear una regulación más exigente y adoptar requisitos de transparencia, incluyendo, entre otros, la publicación de medidas de riesgo de liquidez. Finalmente, es precisa una mayor intervención del sector público debido al carácter sistémico de las crisis y al riesgo de contagio.

Concluyen las colaboraciones en este volumen con un artículo que trata de analizar las consecuencias de la estabilidad financiera sobre la transmisión de la política monetaria y el canal de crédito bancario. **Santiago Carbó Valverde** (Universidad de Granada y FUNCAS), **David Marqués Ibáñez** (Banco Central Europeo) y **José Luis Peydró Alcalde** (Banco Central Europeo) presentan, en su artículo «Bancos, crédito y mecanismo de transmisión de la política monetaria: nuevas perspectivas», una completa revisión de la literatura

económica más reciente que aborda estas cuestiones, y concluyen que la crisis que recientemente está afectando a los mercados de crédito muestra que las fricciones del sistema financiero juegan un papel esencial en la transmisión de la política monetaria. Como señalan los autores, los estudios recientes destacan el papel de la solvencia de las entidades bancarias y de la innovación financiera en la financiación bancaria y señalan a los mercados de titulización como principales determinantes del mecanismo de transmisión de la política monetaria a través del crédito bancario. Algunos estudios demuestran incluso que la política monetaria puede tener un impacto sobre los incentivos de los bancos a la asunción de riesgos, que podría, a su vez, producir un impacto significativo en la oferta de crédito bancario.

El número recoge también documentación relativa a algunas iniciativas del Gobierno español para combatir la crisis financiera; en particular, se incluyen el Real Decreto sobre la ampliación del Fondo de Garantía de Depósitos y el Fondo de Garantía de Inversiones, el Real

Decreto-Ley por el que se aprueba el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros y el Real Decreto-Ley de medidas urgentes en materia financiera.

En suma, este volumen de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO aspira a proporcionar una herramienta de utilidad para comprender los mecanismos que han generado la inestabilidad financiera internacional desde agosto de 2007 y, en particular, el papel de la liquidez y de los instrumentos de política monetaria. Con ello, FUNCAS pretende sumarse a la reflexión no sólo sobre los desencadenantes de la crisis y su evolución, sino sobre los posibles mecanismos de corrección de ésta. En general, las contribuciones incluidas en el número revelan que la política monetaria puede servir de mecanismo para paliar los efectos más a corto plazo de la crisis financiera, si bien no puede por sí sola propiciar la recuperación y el restablecimiento de la confianza; se precisa además un esfuerzo, tanto individual como coordinado internacionalmente, para reformas de mayor calado, y no sólo en el ámbito financiero, sino también en otros aspectos estructurales.

La gestión de los problemas de confianza en tiempos de crisis sistémica

Javier Suárez (*)

I. INTRODUCCIÓN

La quiebra del banco de inversión estadounidense Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008 y los rumores sobre la solvencia del banco belga Fortis durante la semana siguiente marcaron un antes y un después en la evolución de la crisis financiera global. En concreto, estos eventos condujeron a la adopción, más o menos coordinada, por parte de la autoridades de diversos países, inicialmente en la Unión Europea y Estados Unidos, y después en otros lugares de mundo, de medidas de apoyo e intervención en la banca sin precedentes históricos. Entre las medidas adoptadas se encuentra el establecimiento de sistemas excepcionales y temporales de garantías públicas (avales específicos o garantías genéricas, según los casos) sobre un conjunto de pasivos bancarios más amplio que los cubiertos por los tradicionales seguros de depósitos minoristas. Se trata de una medida en línea con una propuesta que formulé en marzo de 2008, y que, conforme se constataba la gravedad de la crisis, fue ganando el apoyo de un número creciente de economistas académicos y no académicos (1).

En este artículo se pasa revista a los orígenes de la crisis, a los varios círculos viciosos generados por los déficits de transparencia, confianza, liquidez y solvencia que la caracterizan, al consiguiente colapso de los mercados monetarios, a las principales políticas puestas en marcha a lo largo de la crisis y a las razones que hacían conveniente adoptar el aseguramiento de pasivos bancarios como medida temporal de emergencia destinada a restaurar el funcionamiento de los mercados monetarios.

Se argumentará que el otorgamiento de avales públicos a la financiación bancaria en tiempos de crisis sistémica es condición necesaria, aunque no suficiente, para la resolución de una crisis como la actual. La medi-

da no es una solución a los problemas de solvencia o escasez de recursos propios de la banca, donde los hubiera, pero facilita la refinanciación de las entidades, dota de estabilidad al sistema financiero y reduce el riesgo de un estrangulamiento crediticio del conjunto de la economía en el lapso de tiempo necesario para que las entidades y sus supervisores efectúen los ajustes necesarios para restablecer la normalidad. En concreto, para que las medidas adoptadas a principios de octubre de 2008 vayan más allá de reducir temporalmente los síntomas y algunas de las consecuencias de los problemas subyacentes, deben complementarse con una redoblada labor de supervisión, en todos los países afectados, que acelere la detección de los bancos con problemas e impulse los cierres, fusiones, adquisiciones y recapitalizaciones necesarias para que el mercado recupere su confianza en el conjunto del sistema bancario (2).

II. EL ORIGEN DE LA CRISIS

La inicialmente bautizada como crisis de las hipotecas de alto riesgo se ha convertido en una crisis financiera global sin precedentes. Nunca antes un suceso había afectado a la liquidez de los mercados financieros de una forma tan severa, y tan geográfica y temporalmente extensa. Como se ha narrado con gran detalle en otros trabajos, todo comenzó en el verano de 2007, cuando se difundieron las primeras noticias sobre las pérdidas producidas por el rápido crecimiento de la morosidad en las hipotecas de alto riesgo generadas en Estados Unidos (3). Dichas pérdidas, mucho más abultadas de lo esperado, estaban haciendo mella tanto en las carteras de préstamos hipotecarios de esa clase en manos de entidades bancarias como, sobre todo, en la panoplia de instrumentos financieros complejos que, en los últimos años, habían sido utilizados para su financiación o para su titulización.

Entre dichos instrumentos se encuentran los llamados productos estructurados (4). Generados mediante la partición de los flujos de caja asociados a un conjunto de activos en tramos de deuda con diferentes niveles de prelación, habían permitido a los bancos (o a los vehículos creados por ellos para sacar esos activos del balance) generar pasivos con diferentes grados de exposición a las pérdidas potenciales de los activos que los respaldan. En la etapa previa al estallido de la crisis, los tramos de mayor prioridad constituían una gran proporción del conjunto total y solían recibir la máxima calificación crediticia de las agencias de *rating*, algo verdaderamente anómalo cuando se observa desde la perspectiva actual (5).

Tras las primeras noticias sobre las pérdidas registradas en algunos de los instrumentos respaldados por hipotecas de alto riesgo, la práctica totalidad de estos productos vieron radicalmente rebajada su calificación crediticia, se acumularon órdenes vendedoras en sus (estrechos) mercados secundarios, y se produjo una abrupta caída de precios y la casi total parálisis de los mercados de nuevas emisiones (6).

En paralelo, se descubrió, en medio de gran confusión, que la exposición a las abultadas pérdidas relacionadas, directa o indirectamente, con las hipotecas de alto riesgo podía afectar a un número grande, pero no claramente identificado, de entidades financieras de cualquier parte del mundo y de todo tipo, incluidos los grandes bancos de inversión, los bancos comerciales, las compañías de seguros, los fondos de inversión, los fondos de riesgo, etc. Como resultado, se disparó el riesgo de contrapartida atribuido por los mercados a la práctica totalidad de entidades financieras. La crisis de confianza había comenzado.

El impacto sobre los mercados monetarios mundiales fue inmediato, materializándose en la ampliación de los diferenciales de tipos de interés con respecto a la deuda pública y en la reducción del volumen de transacciones. Así, se registró un aumento notable de los diferenciales requeridos para la colocación en el mercado de los instrumentos de deuda típicamente utilizados por la banca para su financiación a corto y medio plazo (depósitos interbancarios y, sobre todo, pagarés, obligaciones y cédulas hipotecarias), así como de los instrumentos ligados al proceso de titulización (conocidos en España como bonos de titulización hipotecaria y bonos de titulización de activos, en función de la naturaleza del subyacente). En paralelo, y bajo la misma lógica de desconfianza, se encarecieron los medios de aseguramiento contra el riesgo de fallido de dichas emisiones (los *credit default swaps* y otros derivados) y descendieron, en su caso, los precios y la liquidez de los mercados secundarios de los instrumentos ya emitidos.

Los problemas de liquidez se volvieron acuciantes para muchos bancos tanto por las necesidades de refinanciación ordinarias, que súbitamente era imposible cubrir a un coste razonable, como por las necesidades extraordinarias derivadas del derrumbe del castillo de naipes construido por los excesos de titulización y apalancamiento que caracterizaban la etapa previa al estallido de la crisis (7).

En efecto, la pérdida de la inocencia que supuso constatar la falsa seguridad de muchos de los instrumentos exóticos emitidos por los fondos de titulización bajo el paradigma de «originar para distribuir» (OPD) obligó a los bancos promotores de dichos fondos a ajustes importantes. En primer lugar, algunos bancos tuvieron que responder por las mejoras crediticias y, en algunos casos, las garantías implícitas otorgadas a los fondos ya existentes. En segundo lugar, y dada la imposibilidad de colocar nuevos bonos de titulización en el mercado, los bancos hubieron de optar entre incorporar en sus balances los préstamos que hasta entonces generaban para pasar directamente a los fondos de titulización o bien cancelar esa parte de su actividad generadora de crédito.

El proceso de «rebancarización» al que los bancos del modelo OPD se vieron abocados chocó con las severas restricciones que las condiciones de los mercados monetarios imponían a la capacidad de financiación de los propios bancos. A esta presión rebancarizadora se unió, además, la demanda de financiación de las empresas no financieras que, en virtud del contagio de la desconfianza y el temor a que la situación macroeconómica se deteriorara rápidamente, sufrían el colapso de los mercados de pagarés y obligaciones a los que acudían directamente con anterioridad a la crisis.

III. LÓGICA ECONÓMICA DE LA CRISIS

La microeconomía de la situación vivida en los mercados financieros desde agosto de 2007 responde a la lógica combinada de varias teorías conocidas de selección adversa, pánicos bancarios y ciclos de crédito desarrolladas por los economistas académicos durante los últimos treinta años. El principal rasgo distintivo de la situación actual es la mezcla de las tres.

Todo comenzó con una perturbación negativa concreta (el cambio de la posición cíclica del mercado inmobiliario estadounidense) y su impacto en el sobredimensionado mercado hipotecario de alto riesgo de Estados Unidos. La globalización explica la propagación de las pérdidas en el sistema financiero mundial. Los excesos de la titulización, con la peligrosa combinación de alto apalancamiento, gran dependencia de la financiación de corto plazo, gran complejidad, poca transparencia e inadecuada valoración de los riesgos sistemáticos (tanto

por parte de las agencias de calificación como de inversores y supervisores), convirtieron la perturbación inicial en una prolongada y amplificada serie de pérdidas asimétrica y opacamente distribuidas por todo el sistema financiero. Se trataba de pérdidas con consecuencias potencialmente fatales para la viabilidad financiera de las instituciones afectadas, por grandes o sistémicamente importantes que pudieran ser; y, lo que es peor, se desconocía la identidad exacta de las entidades que podían haberlas sufrido.

El miedo a que se hundiera *alguna* entidad aún no identificada convirtió a los inversores en escépticos hacia la solvencia de *cualquier* entidad, y especialmente hacia la de aquellas que se mostraran más propensas a obtener financiación en mitad de las turbulencias. Como en el clásico ejemplo de Akerlof (1970) sobre el mercado de automóviles usados, los propietarios más dispuestos a vender a precios bajos tenderían a ser aquellos con productos (automóviles usados en el ejemplo de Akerlof, activos financieros u obligaciones de pago en el caso de las entidades financieras) de menor fiabilidad, justificando así, desde la perspectiva de los potenciales compradores, que los precios fueran bajos. En situaciones extremas, los precios pueden volverse tan bajos que permanecer en el mercado no sea rentable ni siquiera para los potenciales vendedores de los productos de menor calidad (o *lemons*). El estallido de la crisis fue equivalente a descontar la presencia en los mercados monetarios de una fracción significativa de *lemons*, por eso colapsaron los mercados (8).

Las grandes necesidades de financiación y refinanciación en los mercados monetarios internacionales, implicadas tanto por el modelo OPD como por la globalización de la banca tradicional, hacían que el colapso de dichos mercados fuera, en gran medida, análogo al estallido de un pánico bancario en los viejos tiempos. La posibilidad de que muchos bancos solventes, pero con necesidades de liquidez, no pudieran refinanciarse en términos razonables podía provocar que sus problemas iniciales de liquidez se convirtieran en problemas de solvencia, lo cual justificaría (y hasta daría razones para reforzar) el escepticismo de sus acreedores reales o potenciales.

Además, las dificultades para lograr liquidez, junto con el paulatino debilitamiento de las cuentas de resultados y los balances bancarios, amenazaban con producir una severa restricción de la oferta de crédito bancario. Dicha restricción podría mermar el consumo de las familias y la actividad inversora de las empresas que dependieran de la financiación bancaria, alimentando un debilitamiento de la actividad macroeconómica superior al que resultaría del mero descuento de la nueva situación cíclica y, en concreto, de los efectos riqueza vinculados al cambio de tendencia en los mercados

inmobiliarios. La perspectiva de una recesión agudizada y prolongada en el tiempo por razón de la restricción crediticia hacía temer un nuevo círculo vicioso de morosidad elevada, debilitamiento de los balances bancarios y endurecimiento de las condiciones crediticias, de graves consecuencias para el conjunto de la economía.

En los apartados siguientes se evalúan con mayor profundidad la gravedad de los problemas de liquidez sufridos por los bancos y sus efectos perturbadores sobre la función económica de los bancos en la economía. El recuadro 1 describe las diversas acepciones del término «liquidez» relevantes para el análisis.

1. La gravedad de los problemas de liquidez para la banca

Los enormes problemas de liquidez sufridos por la banca durante esta crisis no tienen su origen en una perturbación que causara una disminución súbita de las capacidades netas de financiación a nivel agregado. No es que los proveedores netos de financiación a corto plazo del sistema financiero internacional registrarán, por causa directa del cambio de ciclo en el sector inmobiliario estadounidense, pérdidas de riqueza o aumentos de sus necesidades de consumo e inversión lo bastante significativos como para imposibilitar o encarecer radicalmente la cobertura de las necesidades de los demandantes netos de financiación de corto plazo. Esta crisis de liquidez se caracteriza, más bien, por una súbita preferencia por lo que se ha venido a llamar el «atesoramiento de liquidez» por parte de los anteriores proveedores netos de financiación en los mercados de deuda a corto plazo. Tras las primeras noticias sobre la crisis, dichos agentes (incluidos bancos y otros agentes con capacidad de financiación a corto plazo, instituciones de inversión colectiva, fondos soberanos, etc.) desplazaron sus carteras hacia efectivo, deuda pública, metales preciosos y, en general, activos con nulo o bajo riesgo de contrapartida. En otras palabras, empezaron a comportarse como si el riesgo de contrapartida o crédito asociado con los habituales instrumentos de financiación bancaria se hubiese elevado substancialmente.

De forma muy parecida a lo que ocurre con los depositantes presas del pánico en las descripciones teóricas e históricas de los pánicos bancarios, los inversores con capacidades financieras de corto o más largo plazo dejaron de estar dispuestos a invertir en pasivos bancarios. Como en dichas descripciones, si los bancos dejan de poder refinanciarse en condiciones adecuadas durante un lapso de tiempo suficientemente largo, las consecuencias para ellos pueden ser fatales, confirmando los augurios negativos que llevaron a los inversores a desconfiar de ellos en primera instancia (9). En concreto,

RECUADRO 1

¿Qué es la liquidez?

Existen numerosas acepciones del término *liquidez* en contextos financieros. En este recuadro repasamos dos de especial utilidad para la descripción de esta crisis. En referencia a *mercados* o *activos* concretos, la liquidez mide la facilidad de hacer transacciones a los precios observados, esto es, sin que las nuevas órdenes de compra o venta se traduzcan en variaciones substanciales del precio conseguido—en inglés, la expresión acuñada para este concepto es *market liquidity*. En referencia a los *agentes* económicos, la liquidez es una medida de la capacidad de éstos para financiar desembolsos monetarios a corto plazo con cargo al valor actual neto de los rendimientos de sus activos corrientes y demás rentas futuras —en inglés, la expresión acuñada para este concepto es *funding liquidity*.

Obviamente, la liquidez de un agente depende no sólo de él mismo, sino también de las condiciones de mercado en las que opera. Así, en situaciones extremas, sin mercados de crédito en los que financiarse ni liquidez en los mercados en los que vender los activos no monetarios que se poseen, la liquidez de un agente se limitaría a sus tenencias de tesorería. Para un banco, dichas tenencias equivaldrían, en los casos más extremos, a las partidas de efectivo en caja y reservas en el banco central. Bajo condiciones menos estrictas, las tenencias de deuda pública (u otros activos fáciles de descontar en los mercados, en el banco central o en otros bancos) y los saldos disponibles en depósitos a la vista o de muy corto plazo colocados en otras entidades bancarias (típicamente fáciles de transformar en liquidez o capacidad de pago) podrían igualmente asimilarse a liquidez.

Como señalan, entre otros, Brunnermeier y Pedersen (2008), en las espirales bajistas observadas en numerosos mercados durante la crisis, la reglas existentes de contabilidad, gestión de riesgos y demanda de garantías para cubrir posiciones abiertas tienden a producir reducciones concatenadas de la liquidez de los mercados y de los agentes que operan en ellos, generando una dinámica de reforzamiento mutuo que explica lo abrupto de las caídas en precios y volúmenes de negociación que (temporalmente) se generan.

los iniciales problemas de liquidez pueden transformarse en problemas de viabilidad y solvencia, tanto por la liquidación precipitada de inversiones de largo plazo que el mercado puede no valorar adecuadamente (¿quién se atreve a comprar a un alto precio una cartera de préstamos a largo plazo de un banco cuya solvencia se pone en entredicho?), como por la pérdida de beneficios asociada a desperdiciar oportunidades de negocio rentables pero que requieren liquidez.

Durante la crisis, la situación ha sido especialmente delicada para los bancos que adoptaron el modelo OPD, cuya principal fuente de beneficios no era el rendimiento de los activos mantenidos en el balance, sino las comisiones obtenidas sobre el flujo de nuevos activos (hipotecas y préstamos de otro tipo) que, según generaban, colocaban en fondos o vehículos creados al efecto, que, a su vez, comercializaban los pagos asociados a dichos activos a través de complejos productos estructurados (bonos de titulización). Como ya se ha adelantado, sin demanda para los productos estructurados ofrecidos por dichos vehículos era imposible seguir generando activos, salvo si se pudieran acumular en el balance, en una rápida reorientación hacia el modelo de banca tradicional. Sin embargo, esta última opción resultaba difícil tanto por las condiciones de liquidez del mercado como por los exiguos recursos propios de estos bancos, en declive por las pérdidas derivadas de sus propias tenencias de bonos de titulización y de las mejoras crediticias y otras garantías explícitas o implícitas

ofrecidas en el proceso de titulización (10). De hecho, la importancia de estas últimas ha puesto de manifiesto que la transferencia efectiva de riesgo asociada con la titulización era menor de lo que sugería la magnitud de los tramos de *equity* conservados por los bancos promotores en sus balances (11).

Para los bancos adscritos al modelo de banca tradicional, la gravedad de la crisis de liquidez variaba en función del grado en el que la financiación de su activo menos líquido viniera cubierta por fuentes estables de financiación. El activo menos líquido está formado por la cartera crediticia y las componentes con mercados más estrechos de la cartera de negociación, mientras que las fuentes estables de financiación incluyen, al menos, las diversas categorías de recursos propios y la fracción de la deuda con vencimiento a largo plazo.

Los depósitos minoristas merecen párrafo aparte. Al estar desde el comienzo de la crisis protegidos, en buena medida, por los diversos sistemas de garantía nacionales, han funcionado, salvo en casos y momentos puntuales, como una fuente estable de financiación para la banca comercial. En concreto, han sido un factor de estabilidad, excepto cuando las peculiaridades de las garantías existentes o las actuaciones de las autoridades competentes desataron el temor a que los depósitos cuya cuantía excediera el límite explícitamente asegurado pudieran sufrir pérdidas. Como se narra en el recuadro 2, cuando quiera que estos problemas se vol-

RECUADRO 2

Los seguros de depósitos minoristas durante la crisis

En el Reino Unido, antes de las retiradas de depósitos sufridas por Northern Rock en septiembre de 2007, el seguro de depósitos cubría la totalidad de las primeras 2.000 libras y el 90 por 100 de la cuantía restante, hasta un máximo de 33.000 libras. Tras la experiencia de Northern Rock, se elevó la protección hasta el 100 por 100 de las primeras 35.000 libras.

En otros países no se sufrieron problemas tan visibles de retiradas de depósitos hasta un año después, cuando la sonora quiebra de Lehman Brothers, a pesar de ser un banco de inversión sin depósitos minoristas, generalizó el temor de que, en determinados rescates bancarios, las autoridades pudieran no garantizar todas las deudas. Para ser más exactos, en Estados Unidos, el rescate de Indymac en junio de 2008 ya había supuesto pérdidas para algunos depositantes. El temor a algo parecido generó retiradas significativas de depósitos en los días previos al rescate de Washington Mutual, a finales de septiembre de 2008, si bien este caso se resolvió finalmente sin pérdidas para los depositantes. Para evitar la repetición de estos fenómenos, el 3 de octubre Estados Unidos anunció que, hasta finales de 2009, se ampliaba el límite de cobertura del seguro de depósitos de 100.000 a 250.000 dólares por titular.

La aparición, también a finales de septiembre de 2008, de algunos problemas de solvencia en la Unión Europea (en concreto, el caso de Fortis en Bélgica) produjo signos evidentes de intranquilidad en muchos depositantes europeos cuyos saldos excedían las coberturas legalmente garantizadas. Salvo en contados países, las garantías vigentes en la Unión Europea eran iguales o sólo algo superiores al mínimo armonizado de 20.000 euros por titular. Después de medidas unilaterales por parte de Irlanda en los días previos, el 7 de octubre de 2008 las autoridades europeas anunciaron el aumento de la cobertura mínima armonizada hasta los 50.000 euros. En torno a esa fecha, varios países anunciaron el establecimiento de coberturas permanentes superiores (hasta 50.000 libras en el Reino Unido y hasta 100.000 euros en España). Otros, como Alemania, se inclinaron por hacer las coberturas temporalmente ilimitadas.

vieron perceptibles, las autoridades reaccionaron con relativa rapidez, elevando las garantías vigentes a niveles suficientes para restablecer la tranquilidad de los depositantes.

Para los bancos sin suficientes fuentes estables de financiación, la crisis de liquidez encarecía, o incluso imposibilitaba, tanto la refinanciación de pasivos con vencimiento inminente como la obtención de cualquier financiación neta adicional. Para algunas entidades, fue posible retrasar durante semanas o meses el impacto directo de estos problemas mediante la venta de los activos más líquidos, o utilizándolos como garantía para el acceso a las alternativas de financiación de corto plazo ofrecidas por los bancos centrales, que, conforme se constató la gravedad de la situación, fueron abaratándose (rebajando el diferencial con respecto a los tipos de intervención) y ampliándose en tamaño, plazos, frecuencia y condiciones de acceso (entidades con acceso, garantías utilizables, etc.). Agotadas estas opciones, sin embargo, los bancos con mayores necesidades de liquidez tenían que optar por tácticas que implicaban un daño mayor a su cuenta de resultados: tratar de captar depósitos al por menor mediante el ofrecimiento de remuneraciones más atractivas que la competencia, desprenderse de líneas de negocio y activos poco líquidos a precio de saldo, incentivar o proceder a la cancelación anticipada de determinados préstamos y líneas de crédito, ralentizar o paralizar toda nueva actividad crediticia, etc. Si bien facilitaban parte de la liquidez necesaria, estas tácticas eran «pan para

hoy y hambre para mañana», tanto para las entidades afectadas (vía la merma resultados y la consiguiente descapitalización) como para la economía en su conjunto (vía la contracción crediticia y el impacto negativo de las ventas sobre el precio de alguno de los activos liquidados).

2. La función económica de la banca y su perturbación por la crisis

Los bancos son intermediarios fundamentales en los mercados de capitales. Facilitan la transferencia de fondos entre los agentes con capacidad de financiación y los agentes con necesidades de financiación. En épocas de normalidad, el acceso a los mercados interbancarios u otros mercados monetarios permite que muchos bancos presten más fondos que los captados en forma de depósitos y, viceversa, que otros muchos puedan dedicar los fondos captados como depósitos a usos distintos del préstamo directo a familias, empresas o administraciones públicas de su propio entorno. De la misma forma, un sistema bancario nacional puede ser prestamista o prestatario neto de otros sistemas bancarios (o del resto del mundo) a través de los mercados de capitales. Ello crea una compleja red de interdependencias, diversificación de los riesgos y riesgo sistémico, pero también contribuye a que los fondos puedan canalizarse en cada momento desde donde son más abundantes hacia donde su uso es más rentable.

En general, el flujo de fondos entre bancos y de un sistema bancario nacional a otro es una consecuencia natural de sistemas financieros, nacionales e internacionales, razonablemente integrados. Es lógico pensar que, al permitir una asignación más eficiente del ahorro global, esa integración incrementa la inversión y la producción agregadas, contribuye al crecimiento económico y mejora el bienestar. Naturalmente, como en otros ámbitos de la economía, pueden darse fallos de mercado que maten esas conclusiones y justifiquen la conveniencia de la intervención pública. La lista de posibles fallos de mercado en los mercados de capitales es larga, aunque sólo sea por los problemas de información, de incentivos, de cumplimiento de los contratos y de confianza a los que es tan vulnerable cualquier transacción financiera.

De hecho, como enfatizan las modernas teorías de la intermediación financiera, la existencia misma de intermediarios financieros responde al intento de atajar algunas de las imperfecciones que dificultan la relación directa entre financiadores y financiados. Los bancos pueden ejercer, por ejemplo, una labor de selección y supervisión de sus acreditados que sería muy difícil o muy costoso que ejercieran directamente la multitud de pequeños ahorradores que confían sus ahorros a los bancos. Pero, al quedar esas funciones a cargo de los bancos, surgen inmediatamente problemas de agencia cuya resolución requiere una mezcla adecuada de instrumentos de mercado (formas contractuales, sistemas internos y externos de control de la gestión, gobierno corporativo, disciplina de mercado, etc.) e intervenciones públicas (regulación, supervisión, sistemas de protección frente a riesgos sistémicos, sistemas de resolución de crisis bancarias, etcétera) (12).

Como evidencia el núcleo de los principios contenidos en la reforma del Acuerdo de Basilea de 2004 (Basilea II), la intervención pública relacionada con la banca ha tenido durante los últimos años una orientación fundamentalmente microprudencial y centrada, sobre todo, en las entidades tomadoras de depósitos. El objetivo central de gran parte de la regulación y la supervisión era mantener el riesgo de insolvencia individual de las entidades bancarias por debajo de ciertos umbrales considerados aceptables. Subyacía en esta visión la idea genérica de que una quiebra bancaria tiende a causar costes al conjunto de la sociedad superiores a los que la entidad tomaría en consideración en ausencia de regulación. Estas *externalidades* vendrían dadas por los costes para el erario público resultantes de la existencia de un seguro de depósitos y otro tipo de garantías implícitas del pasivo bancario, por los daños causados al resto del sistema bancario, directamente (por las posiciones cruzadas entre bancos) o por el contagio de la desconfianza, por las pérdidas ocasionadas por el hundimiento de los precios de activos poco líquidos que pudieran

tener que ser vendidos precipitadamente a resultas de la quiebra de un banco, etcétera.

En numerosas discusiones de académicos y reguladores durante los últimos años se había apuntado ya que el carácter de alguno de los costes mencionados (como su potencial para amplificarse y propagarse dentro y fuera del sistema financiero) hacía conveniente adoptar una óptica más macroprudencial, centrada en los riesgos sistémicos y sus interacciones con la evolución macroeconómica (13). Se consideraba necesario que, además de variables clásicas como la inflación o los tipos de interés, los modelos macroeconómicos de referencia de gobiernos, bancos centrales y supervisores bancarios recogieran explícitamente variables como el crecimiento de los precios de los activos inmobiliarios, el crecimiento del crédito y los niveles de endeudamiento y adopción de riesgos de los diferentes sectores de la economía (14).

Desde una óptica macroprudencial adecuadamente implementada, es posible que los supervisores hubieran advertido con mayor claridad los riesgos relacionados con el proceso de gestación de la crisis actual: la expansión del uso de productos estructurados, las hipotecas de alto riesgo, los precios excesivos relacionados con las burbujas inmobiliarias existentes en varios países (y su interacción con los excesivos apalancamientos que las acompañaban) y la general infravaloración de la dimensión sistémica de los riesgos adoptados.

Seguramente, la infravaloración de estos riesgos ha dado lugar a que, sobre todo al final de la fase expansiva del último ciclo, los mercados de capitales hayan asignado mal una parte significativa de los recursos disponibles. Muy probablemente, el mercado de la vivienda de Estados Unidos y, en menor medida, otros mercados de la vivienda con precios al alza, incluido el español, recibieron créditos excesivos, en el sentido de que parte de los ahorros que se destinaron a ese uso a través de los bancos y los mercados financieros podrían haber tenido usos mejores (15).

Con todo, es importante no perder la perspectiva y reconocer que, para otras muchas inversiones socialmente deseables, los bancos y los mercados financieros desarrollan una función económica fundamental (16). Su actividad permite que los ahorros disponibles del planeta se canalicen hacia los usos potencialmente más rentables, facilitando así la prosperidad y el bienestar económicos. Desde esta perspectiva, la situación observada en los mercados monetarios desde el comienzo de la crisis ocasionaba una grave distorsión que empujaba a una radical segmentación de los mercados financieros. Sin mercados interbancarios u otros mercados monetarios en donde financiarse en condi-

ciones razonables, los bancos parecían abocados a prestar, grosso modo, los fondos que pudieran captar como depósitos.

Como ya se ha comentado, la situación incitaba a los bancos deficitarios a aumentar su agresividad en la captación de depósitos y, en la medida en que su necesidad neta de financiación de mercado no cambiara de signo, a desprenderse de activos liquidables o reducir su actividad crediticia respecto a los niveles anteriores a la crisis. No es claro que en las condiciones de mercado experimentadas durante la crisis hubiera bancos con holgura financiera suficiente como para reemplazar la actividad crediticia de los que se vieran forzados a mermar, especialmente en el corto plazo y en economías con sistemas bancarios que hubieran estado recibiendo, de forma estructural, financiación neta procedente de los mercados internacionales (17).

Además, tanto los préstamos como los depósitos son, en gran medida, productos locales, pues frecuentemente se asocian a una variedad de elementos propios de la llamada «banca relacional» (la atención personal, el asesoramiento, la evaluación, el seguimiento y la vigilancia de los prestatarios, así como algunos servicios de pago) que tienen carácter local por su necesidad de cercanía y conocimiento del cliente. Por ello, forzar a los bancos a reestructurar sus bases de clientes como para no tener que prestar más de lo que, grosso modo, pudieran obtener en el propio mercado local de depósitos asegurados podía resultar terriblemente restrictivo.

La mala asignación de recursos generada por esta situación redundaba en perjuicio de la generalidad. Hacía previsible un endurecimiento de las restricciones crediticias sufridas por familias y empresas y, con ello, el aumento del riesgo de que la ya inevitable recesión se transformara en una depresión profunda y duradera. Para muchos bancos, además, el ajuste tendría un coste en términos de aumento del coste del pasivo, reducción de los beneficios derivados de la actividad crediticia, potencial realización de minusvalías en la venta de activos, empeoramiento de la solvencia y aumento tanto del previsible número de quiebras bancarias como del coste de salvamento de los bancos afectados.

Los propios estados sufrirían con el mantenimiento de esta situación, ya que sus presupuestos y niveles de endeudamiento se verían expuestos al deterioro propio del agravamiento de la situación económica general (vía recaudación, prestaciones por desempleo y otros gastos sujetos a fluctuaciones cíclicas) y, especialmente, al aumento de los costes relacionados con el rescate de los bancos que fueran quebrando (que incluirían, cuando menos, la parte ineludible relacio-

nada con los depósitos explícitamente asegurados). Por tanto, la iliquidez de los mercados monetarios y sus efectos sobre la banca y, a través de ella, la economía en su conjunto generaba un círculo vicioso que, si no se lograba romper de manera efectiva, abocaba a la economía mundial a una recesión mucho más profunda de lo que justificarían las pérdidas y ajustes directamente relacionados con los diversos sectores inmobiliarios en crisis (18).

IV. PRIMERAS RESPUESTAS DE POLÍTICA ECONÓMICA

El diagnóstico de los apartados anteriores identifica varios círculos viciosos entrelazados que explican cómo el cambio de signo en la situación del mercado inmobiliario estadounidense se convirtió en un *shock* de alcance planetario. Diversos mecanismos hicieron que el sistema financiero propagara y amplificara una perturbación inicial de alcance relativamente limitado, hasta situar a la economía mundial al borde de una recesión severa y persistente.

La gravedad de la situación fue advertida desde el principio por algunos analistas y por algunos responsables de la política económica. Se trató, en general, de aquellos con mayor conocimiento teórico o empírico de la dinámica habitual de las crisis financieras, con conocimiento directo de los mercados donde surgieron los primeros indicios de la crisis de liquidez o con mejor información, formal o informal, proveniente de las propias entidades financieras. Desde cada una de estas perspectivas era posible identificar aspectos que hacían esta crisis potencialmente más grave que otras anteriores: su dimensión global, la opacidad de las transacciones generadoras de pérdidas, la complejidad del entramado de interdependencias creado por la titulización, los elevadísimos niveles de apalancamiento presentes en todo el sistema, la falta de instrumentos para afrontar desde una óptica supranacional el rescate de entidades excesivamente grandes para el tamaño de su país de origen o con la mayor parte de sus negocios fuera de éste, etcétera.

La inminencia de algunos problemas, sobre todo los relacionados con la falta de liquidez, produjo actuaciones concertadas en determinados ámbitos desde el primer momento, sobre todo por parte de las autoridades monetarias de Estados Unidos, la Unión Monetaria Europea, el Reino Unido y Japón, que en diversos momentos concretos anunciaron bien recortes de los tipos de interés de referencia de sus políticas monetarias, bien ampliaciones cuantitativas o cualitativas de sus mecanismos ordinarios o excepcionales de provisión de liquidez a bancos y otras instituciones financieras.

1. Las inyecciones de liquidez de los bancos centrales

En el ámbito de las inyecciones de liquidez, los bancos centrales trataron de no distanciarse demasiado de los principios de la conocida doctrina de Bagehot (1873) con respecto al «prestamista de última instancia»: prestar a tipos penalizadores a los bancos solventes, pero ilíquidos, que dispongan de suficientes activos para ofrecer como garantía (19). Asimismo, trataron de evitar que sus intervenciones interfirieran con los objetivos de estabilidad de precios de sus políticas monetarias, punto especialmente relevante por coincidir la primera parte de la crisis financiera con una fase de encarecimiento inusitado del petróleo, determinados alimentos y otras materias primas.

La labor tradicional del prestamista de última instancia consiste en prestar de manera puntual a entidades concretas sobre las que desconfían los restantes participantes de los mercados interbancarios. Tras anteriores eventos de potencial relevancia sistémica (el *crash* de octubre de 1987, el 11 de septiembre de 2001, etc.), los bancos centrales ya habían ensayado versiones generalizadas de dicha labor, prestando simultáneamente a numerosas entidades del sistema en cantidades extraordinarias para mitigar los efectos de una súbita preferencia por la liquidez y evitar el desenvolvimiento de espirales bajistas similares a las que se daban en esta crisis. Sin embargo, dichas intervenciones sólo habían sido necesarias durante los días o semanas siguientes a los eventos que las suscitaron.

Por analogía, las primeras intervenciones del verano de 2007 se contemplaron como puntuales y de corta duración. Se combinaron con llamamientos genéricos a la transparencia y, más concretamente, al reconocimiento temprano de los quebrantos relacionados con la pérdida de valor de los instrumentos relacionados con hipotecas de alto riesgo originadas en Estados Unidos. Se creyó que los déficits de recursos propios ocasionados por dichas pérdidas podrían restituirse de manera rápida desde las propias entidades afectadas, recortando dividendos u orquestando ampliaciones de capital voluntarias, y que, con ello, los mercados monetarios pronto recuperarían la confianza y volverían a operar con normalidad. Sin duda, se contaba con la posibilidad de enfrentar un entorno macroeconómico más deprimido (por el final de la expansión inmobiliaria y por las pérdidas de riqueza de esta primera vuelta de tuerca de la crisis) y problemas de solvencia en alguna entidad concreta, pero la inmensa mayoría de analistas y responsables de la política económica no creían que el período de excepcionalidad en los mercados monetarios fuera a ser tan largo ni que conduciría a tomar medidas de tanta envergadura como las adoptadas más de un año después.

Los hechos se encargaron de mostrar que esta crisis superaba a cualquiera de las anteriores, entre otros aspectos, por la dimensión cuantitativa, geográfica y temporal de las operaciones de provisión de liquidez acometidas por los bancos centrales. A través de una larga secuencia de innovaciones institucionales referidas al funcionamiento de sus ventanillas de descuento, a la puesta en marcha o modificación de los procedimientos de subasta de préstamos de corto y medio plazo, a la relajación de los criterios definitorios de los activos admisibles como garantía, a la ampliación de la tipología de instituciones con acceso directo a la financiación ofrecida, etc., los bancos centrales asumieron de facto la función de reemplazar sine día a los mercados de capitales cuya operativa había sido perturbada o, en algún caso, eliminada por la crisis.

Los bancos centrales acertaron al diagnosticar la crisis de confianza que aquejaba a los mercados de capitales y al concluir que, a falta o a la espera de otros remedios, era necesario sustituir la función de dichos mercados mediante la provisión pública de liquidez. También lograron salvar la situación sin comprometer de manera evidente sus objetivos de control de la inflación, pese a que la situación de los mercados financieros implicaba distorsiones fuertes a los mecanismos ordinarios de transmisión de la política monetaria, al existir un gran número de bancos (sobre todo, aquellos con necesidades netas de financiación de corto plazo) para los que el tipo de intervención o referencia de la política monetaria había dejado de ser la medida relevante del coste de oportunidad de sus fondos de corto plazo (20).

2. La insuficiencia de las políticas adoptadas durante el primer año

Durante muchos meses, analistas independientes, bancos centrales y otros responsables de la política económica tendieron a infravalorar la gravedad de aspectos muy importantes de esta crisis, así: a) las dificultades para que los problemas de fondo se solucionaran de manera espontánea; b) la importancia del estrangulamiento crediticio que, pese a las inyecciones de liquidez, se estaba fraguando, y c) el riesgo de que el sistema financiero no pudiera sobrevivir a la crisis sin intervenciones adicionales. La infravaloración de estos aspectos encontró soporte directo o indirecto en cuatro factores: 1) la ausencia de señales de alerta claras en la batería de indicadores macroeconómicos al uso antes de la crisis; 2) el temor a los costes reputacionales de reducir la disciplina de mercado y alimentar la lógica del «riesgo moral»; 3) el temor a que determinadas medidas se interpretaran como signos de debilidad y alimentaran la desconfianza, y 4) la presión de la opinión pública, generalmente reacia a medidas interpretables como de apoyo a la banca o a «los banqueros».

La necesidad de medidas extraordinarias que restauraran la confianza en los mercados monetarios no fue percibida de forma mayoritaria hasta que, hacia el final del verano de 2008, algunas realidades empezaron a resultar innegables: 1) la insuficiencia de los recursos propios adicionales obtenidos por la banca de manera voluntaria; 2) las consecuencias macroeconómicas de la crisis, y 3) los costes asociados a la sucesión de bancos ya caídos, bien en forma de fondos públicos utilizados en su rescate (como en los casos de Fannie Mae y Freddie Mac), bien en forma de efectos dominó y contagio provocados por su quiebra (como en el caso de Lehman Brothers).

Previamente, se habían adoptado algunas medidas de política anticíclica convencional, incluyendo el ya mencionado sesgo expansionista de la política monetaria (salvo en la Unión Monetaria Europea, por el temor a la inflación) y el anuncio de reducciones puntuales o permanentes de la fiscalidad. En Estados Unidos, se ensayaron además, desde una etapa temprana del proceso, medidas fiscales consistentes en ayudar a las familias más endeudadas a pagar o modificar sus hipotecas. El objetivo era evitar el embargo de viviendas, el impacto negativo de la morosidad sobre los bancos o fondos de titulización que poseyeran las correspondientes hipotecas y el impacto negativo sobre el propio mercado inmobiliario de una potencial venta masiva de las viviendas embargadas.

Aunque todas estas medidas tenían cierto sentido, está claro que resultaron insuficientes. Posiblemente, el estímulo de la demanda agregada era demasiado débil o traía demasiado desfase como para romper la lógica auto-destructiva de esa forma moderna de pánico bancario que ya se había desatado. Además, junto a la depresión de expectativas sobre la evolución general de la economía, el pánico estaba generando restricciones financieras, más allá del propio sector financiero, entre familias, empresas y administraciones públicas. Estas restricciones podían hacer inviable para los más restringidos instrumentar la mayor demanda de gasto generada por los estímulos monetarios y fiscales, e invitaban a los menos restringidos a incrementar el ahorro por motivo de precaución.

El caso de las ayudas específicas al pago de hipotecas es distinto. Los apoyos consistentes en posponer parte de los pagos o renegociar los tipos de interés cargados pueden ser eficaces para evitar la mora de los deudores que, aun deseando preservar sus propiedades, tienen dificultades transitorias para hacer frente a sus cargas financieras (por ejemplo, por causa del desempleo). En marcos legales como el estadounidense, donde la ejecución de las garantías hipotecarias liberan al deudor de sus obligaciones, ese mismo tipo de ayudas no sirven para evitar que, tras caídas suficien-

temente significativas y previsiblemente duraderas del valor de las propiedades hipotecadas, los propietarios más endeudados prefieran dejar de pagar sus hipotecas y perder la propiedad que asumir su *negative equity*. Una intervención eficaz en estos casos requiere transferencias a fondo perdido que liberen al deudor de parte de la deuda, devolviéndolo a una posición de *positive equity*. Seguramente, las ayudas específicas al pago de hipotecas que se pusieron en marcha en Estados Unidos tras el inicio de la crisis no fueron de escala suficiente como para contrarrestar lo insostenible de muchos de los endeudamientos de partida y los efectos de las fortísimas caídas de precios de la vivienda que se estaban dando (21).

3. La gestión y limitaciones del Plan Paulson

Pese al optimismo mostrado por algunos responsables de la política económica en Estados Unidos, la situación al empezar el verano de 2008 seguía siendo preocupante. Se había sorteado el riesgo de aumentar la inflación y todavía se confiaba en que los recortes de los tipos de interés de referencia y los dispositivos existentes para la provisión de liquidez a la banca podrían ahuyentar a los fantasmas del estrangulamiento crediticio y la recesión. Sin embargo, no había signos evidentes de mejora ni en el mercado inmobiliario ni en los mercados monetarios. Es más, pese a los meses transcurridos desde los primeros llamamientos a la transparencia y la recapitalización de las entidades financieras, se estimaba que las cuentas de las entidades sólo habían reconocido explícitamente una pequeña fracción del conjunto de pérdidas relacionadas con la debacle de las hipotecas de alto riesgo y sus derivados, y que las ampliaciones de capital efectuadas por el conjunto de la banca apenas superaban el importe de esas pérdidas reconocidas. Seguía existiendo, pues, un riesgo significativo de que entidades financieras todavía no claramente identificadas se declararan insolventes durante los meses subsiguientes.

De hecho, los reguladores eran conscientes de la delicada situación de algunas entidades, y por los mercados corrían apuestas sobre cuáles podrían ser las siguientes en revelar minusvalías que, quizá, les condujeran a la quiebra. Se cernía sobre el sistema, además, la amenaza genérica de los efectos dominó, sobre todo si alguna de las entidades quebradas fuera de tamaño o relevancia sistémicas. En ese sentido, se barajaba desde hacía meses la necesidad de una intervención gubernamental que diera una salida a los problemas de solvencia de las grandes hipotecarias estadounidenses Fannie Mae y Freddie Mac. El precedente de intervenciones destinadas a evitar efectos sistémicos venía dado por casos tan sonados como el protagonizado en marzo de 2008 por Bear Stearns, que, tras

haber recibido un préstamo extraordinario proveniente de JP Morgan Chase y el Banco de la Reserva Federal de Nueva York, se había visto forzada, pocos días después, a aceptar su absorción por JP Morgan Chase como forma de evitar la quiebra.

El caso de Fannie Mae y Freddie Mac era especial por tratarse de entidades patrocinadas (y, en función de dicho estatus, avaladas y especialmente reguladas) por el gobierno de Estados Unidos. Así, en la primera semana de septiembre de 2008 ambas entidades quedaron bajo control de su regulador, la Federal Housing Finance Agency, bajo la figura legal llamada *government conservatorship*.

Lejos de calmar a los mercados, los días siguientes a estos eventos se caracterizaron por una enorme volatilidad bursátil, fuertes movimientos a la baja en las cotizaciones bancarias, rumores sobre posibles quiebras e incremento de todos los *spreads* indicativos de la existencia de riesgo de crédito o primas de iliquidez. El 15 de septiembre, Lehman Brothers se declara en quiebra, mientras otro de los grandes bancos de inversión, Merrill Lynch, anuncia su absorción por parte de Bank of America.

La semana siguiente es frenética, parangón de la forma moderna de un pánico bancario global. La negativa de las autoridades de Estados Unidos a absorber el coste presupuestario o reputacional de un potencial rescate de Lehman Brothers tiene consecuencias nefastas para la confianza de los inversores mundiales en el sistema financiero. Además de dispersar por el conjunto del sistema las pérdidas directas ligadas a la insolventia de este gigante financiero y alimentar las espirales bajistas de las que ya se ha hablado previamente, la quiebra de Lehman Brothers despertó dudas sobre la validez de algunas de las garantías implícitas que, a pesar de la tormenta, habían seguido dándose como existentes. Al querer desmentir el mito del *too big to fail* (las entidades que son demasiado grandes como para permitirse su quiebra), la gestión del caso Lehman por parte de las autoridades estadounidenses fue interpretada por muchos como la detección de un boquete en la maltrecha red de seguridad sobre la que, un año después de iniciada la crisis, seguían saltando, muchos metros por encima, algunos intrépidos equilibristas del sistema financiero internacional.

A la desesperada, tras días en los que se asiste a acontecimientos inéditos, como el rescate de la aseguradora American International Group (AIG) por parte de la Reserva Federal, la introducción coordinada de limitaciones a las ventas en descubierto en una serie de mercados, o la conversión de Goldman Sachs y Morgan Stanley (los últimos bancos de inversión) en bancos comerciales, el Secretario del Tesoro de los Esta-

dos Unidos, Henry Paulson, anuncia el Troubled Asset Relief Program (TARP). En su versión inicial, a falta de definir detalles que nunca llegaron a conocerse, el popularmente conocido como Plan Paulson se proponía destinar fondos públicos por importe de hasta 700.000 millones de dólares a la compra de activos ilíquidos, respaldados o relacionados con hipotecas, que se encontraran en manos de entidades financieras con operaciones en Estados Unidos.

La idea del plan era proporcionar una vía para que el sistema financiero pudiera librarse de los llamados activos «tóxicos». Según los más optimistas, la liquidez directamente proporcionada por las compras a los tenedores iniciales de dichos activos y la conversión del Estado en el beneficiario o damnificado único de cualquier ulterior cambio de valor de los activos adquiridos supondría una reducción significativa de los problemas de falta de liquidez y confianza existentes en el sistema. Sin embargo, el plan era poco explícito con respecto al procedimiento de valoración de los activos adquiridos, aspecto que, presumiblemente, determinaría si los bancos querrían o no revelar y desprenderse de todas o parte de sus tenencias de activos «tóxicos».

La opinión pública y una parte considerable de los representantes populares que tenían que pronunciarse sobre el plan estaban preocupados por su elevado coste presupuestario, y presionaban para que se utilizaran procedimientos de subasta que minimizaran el precio a pagar por los activos adquiridos. Algunos mencionaban como objetivo de referencia los precios que se hubieran pagado en el mercado, en caso de que este siguiera funcionando, y, tratando con cierta ingenuidad los problemas de información asimétrica de fondo, contemplaban el uso de subastas como una panacea para la recreación de ese mercado ideal inexistente.

En buena lógica, establecer precios demasiado bajos podría hacer que las ventas de activos procedieran tan sólo de los bancos que estuvieran verdaderamente desesperados por lograr liquidez, así como de aquellos que, a partir de su propia información privada, consideraran sus activos de un valor menor que los precios ofrecidos. Adicionalmente, pagar precios demasiado bajos a los bancos más desesperados por obtener liquidez podría equivaler a darles «pan para hoy y hambre para mañana», pues las minusvalías materializadas en tales ventas tenderían a agravar sus problemas de solvencia. Por tanto, en su versión menos costosa, el Plan Paulson corrían el riesgo de ser una solución poco eficaz y poco duradera.

En el otro extremo, se hallaba la posibilidad de pagar los activos tóxicos a precios deliberadamente altos. Si, por ejemplo, los precios se fijaban a niveles cercanos a los existentes antes de la crisis (es decir, iguales o lige-

ramente inferiores al precio al que originalmente fueron adquiridos), entonces se garantizaría la restitución de la mayor parte de las minusvalías asociadas con la tenencia de estos activos y, seguramente, las entidades estarían dispuestas a vender todo su *stock*, incluida la parte considerada más valiosa en función de la información privada disponible. Por tanto, bajo la formulación que podía constituir una solución eficaz y duradera, el Plan Paulson podría resultar muy caro, pues pasaba por transferir al tesoro estadounidense la práctica totalidad de las potenciales pérdidas a vencimiento del conjunto de la inversión inicial en activos tóxicos (22).

4. La respuesta europea

Desde el punto de vista de las políticas destinadas a evitar el colapso del sistema financiero, la situación sufrió un vuelco cuando los problemas de falta de liquidez y confianza se convirtieron en problemas palpables de supervivencia para algunos grupos bancarios europeos, que, al igual que había sucedido previamente con algunos bancos estadounidenses, vieron esfumarse gran parte de su capitalización bursátil en unos pocos días. Quizá por lo aprendido en la fase anterior de la crisis (especialmente con el caso Lehman) o por su mayor predisposición a intervenir en la economía, los gobiernos europeos reaccionaron a la extensión del pánico con mucha mayor determinación, respecto a la necesidad de restaurar la confianza y evitar las quiebras de bancos, que las autoridades de Estados Unidos.

Como ya se ha descrito en el recuadro 2, la primera semana de octubre de 2008 se saldó con un aumento generalizado (y parcialmente armonizado) de las coberturas de los seguros de depósitos minoristas en la Unión Europea. Algunos días antes, el 29 de septiembre, el Gobierno de Irlanda había ido más lejos, al ofrecer, por un plazo de dos años, garantías ilimitadas a la práctica totalidad del pasivo exigible de las principales entidades bancarias bajo su supervisión. Esta medida fue recibida con bastante suspicacia tanto por su unilateralidad y sus implicaciones de competencia «desleal» en el seno de la Unión Europea (en especial para con los bancos domiciliados en el Reino Unido) como por parecer adoptada «a la desesperada», generando quizá más alarma que tranquilidad. Con todo, es posible que, junto al rápido deterioro de la situación de los primeros días de octubre, la solución irlandesa sirviera de impulso para la forma final del plan de rescate anunciado por el gobierno del Reino Unido el 8 de octubre, que, a su vez, sirvió de guía a los planes adoptados por Estados Unidos y otros gobiernos europeos y no europeos en los días posteriores.

El plan británico reunía dos elementos fundamentales: 1) facilitar garantías o avales estatales de carácter

temporal a las emisiones de deuda de los bancos con el fin de hacer posible su financiación por dicha vía, y 2) destinar fondos públicos a la recapitalización, tan agresiva como fuera necesario, del sistema bancario, de manera que la confianza en su solvencia quedara restablecida sobre bases sólidas, más allá de las garantías públicas de carácter temporal.

A la fecha de cierre de este artículo, los acontecimientos se siguen encargando de recordar casi a diario que las diversas especificaciones nacionales de ambos ingredientes no agota el panorama de medidas extraordinarias, planes de reactivación de la economía y reformas de la regulación financiera con los que combatir la crisis y sentar las bases para evitar crisis similares en el futuro. Utilizando un símil sanitario, podría afirmarse que las medidas de los planes pergeñados a imitación del británico tienen la capacidad de estabilizar, pero no de curar, al paciente enfermo. Detienen un sangrado (la crisis de confianza) que amenazaba con matar al enfermo a corto plazo, pero no resuelven una enfermedad primaria (su excesivo, complejo y opaco grado de exposición a las pérdidas ocasionadas por la crisis inmobiliaria y la recesión), que es tratable a más largo plazo y todavía peligrosa.

V. LOS PLANES DE AVALES

1. Razón de ser

La primera propuesta publicada defendiendo la conveniencia de facilitar garantías o avales estatales de carácter temporal a las emisiones de deuda de los bancos se hizo en marzo de 2008 (Suárez, 2008), cuando en la prensa económica y en la discusión entre economistas predominaba la suspicacia hacia las cuantiosas intervenciones de provisión de liquidez de los bancos centrales. Se cuestionaban tanto aspectos de detalle como su presumible afecto de agravamiento de los problemas de riesgo moral, su escasa transparencia, su potencial coste presupuestario, los problemas relacionados con el reparto de dichos costes entre los países miembros de áreas monetarias integradas o, en el caso de inyecciones en divisas provenientes de bancos centrales extranjeros, los problemas de coordinación con los supervisores bancarios (en caso de no estar dichas funciones a cargo del banco central), el tratamiento de las entidades con presencia significativa en varias áreas monetarias, las presiones políticas para el apoyo a entidades de determinados tipos o procedencias, y el potencial conflicto con los objetivos tradicionales o estatutarios de los bancos centrales en el terreno de la política monetaria.

La abundancia de las reticencias sugiere que numerosos observadores no eran enteramente conscientes de las consecuencias negativas de mantener cerrado

el grifo de la financiación proveniente de los mercados monetarios. Mientras tanto, a juzgar por el pesimismo reinante entre los banqueros del momento, cabía sospechar, como los hechos confirmaron más tarde, que las mencionadas intervenciones no estaban siendo suficientes para restablecer la calma ni para evitar el deterioro paulatino de las cuentas de ciertos bancos y el estrangulamiento de la oferta de crédito agregada.

La idea central que subyacía en la propuesta de complementar o reemplazar parte de las operaciones de préstamo de carácter extraordinario de los bancos centrales mediante el otorgamiento temporal de garantías o avales estatales a las emisiones de deuda de los bancos era muy sencilla. Se basaba en el paralelismo existente entre ambos tipos de mecanismos y dos de las alternativas clásicas para la prevención de los pánicos bancarios: el compromiso de actuación del banco central como prestamista de última instancia y los seguros de depósitos, respectivamente. Existe un amplio consenso sobre la eficacia de los seguros de depósitos explícitos y de cobertura amplia a la hora de cortocircuitar la lógica que conduce a los depositantes a efectuar retiradas masivas de depósitos cuando se producen rumores sobre la solvencia de un banco aislado o una crisis de confianza sistémica. Los préstamos de última instancia, por su naturaleza típicamente discrecional, dejan a los depositantes expuestos a mayor incertidumbre y pueden ser menos eficaces para mantener la confianza (23). Por otra parte, existen razones teóricas y hallazgos empíricos que apuntan a que la presencia estable de un seguro de depósitos explícito y generoso puede relajar la cautela de los depositantes, incentivarles a no hacer diferencias entre los diferentes perfiles de riesgo de los bancos existentes, y acabar dando excesiva capacidad de financiación a los bancos (o las estrategias de gestión) más imprudentes del sistema y agravando los potenciales problemas de riesgo moral (24). De hecho, la tensión entre los costes de incentivar la adopción de riesgos excesivos y la efectividad en la prevención de pánicos explica que muchos países adoptaran sus primeros sistemas explícitos de garantía de depósitos en mitad de crisis bancarias (como en Estados Unidos, en 1934, o en España, en 1977). Esta tensión también justifica aspectos de diseño de los sistemas de garantía en tiempos ordinarios (como los límites de las coberturas o sus franquicias) y, sobre todo, la necesidad de someter a las entidades beneficiarias a un sistema riguroso de regulación y supervisión de carácter prudencial (25).

La propuesta a favor del establecimiento temporal y extraordinario de un sistema de garantías sobre los pasivos bancarios parte de la observación, poco controvertible, de que la situación instalada en los mercados monetarios desde el verano de 2007 responde a la extensión entre los tenedores de deuda a corto plazo

emitida por los bancos de una lógica de pánico similar a la protagonizada por los depositantes minoristas en ausencia de un seguro de depósitos. Se basa en estimar, además, que los términos de comparación entre las ventajas y costes de establecer dicho sistema se ven fuertemente alterados a favor del mismo cuando la medida tiene carácter temporal y se adopta una vez desatada una crisis de dimensiones sistémicas, en la que los inversores no son capaces de discriminar a las entidades en función de sus perfiles de riesgo.

En una crisis como la actual, la solución de los problemas relativos a la refinanciación de los bancos tiene más valor que preservar la llamada disciplina de mercado —los incentivos a la prudencia provenientes de que los inversores tiendan a exigir el pago de mayores diferenciales de tipos de interés o a restringir el crédito a las instituciones que consideran más arriesgadas. Es evidente que la disciplina de mercado sólo es un remedio efectivo contra la adopción excesiva de riesgos si existen transparencia y calma suficientes como para poder identificar con cierta precisión a las entidades que adoptan mayores riesgos. No funciona en absoluto cuando el pánico generalizado impele a tratar a todas las entidades como si fueran muy arriesgadas, ni cuando los problemas de refinanciación vinculados a dicho tratamiento tienen el potencial de provocar que las profecías sobre su alto riesgo acaben cumpliéndose.

2. Diseño institucional

Poner fin a la lógica del pánico aconsejaba ofrecer una cobertura total e irrevocable a las emisiones u otras formas de endeudamiento (como los depósitos interbancarios) que fueran explícitamente avaladas por el asegurador, ya fuera de manera genérica, emisión por emisión o hasta ciertos límites máximos de emisión oportunamente fijados y anunciados.

Dado el propósito de restablecer la confianza en medio de una crisis sistémica, deberían minimizarse las dudas sobre la solvencia del avalista y, por tanto, los avales deberían ser otorgados o plenamente respaldados por el erario público. Desde el punto de vista institucional, la gestión de los planes de avales podría correr a cargo de los fondos de garantía de depósitos minoristas ya existentes (o de una entidad similar creada al efecto); pero, en cualquier caso, convendría que la institución gestora operara con cuentas separadas y se financiara parcialmente con las comisiones o primas oportunamente cargadas por los avales otorgados. Dichas primas, que podrían ser un porcentaje fijo de los importes nominales de las emisiones avaladas o mediante fórmulas que intenten aproximarse a las primas de aseguramiento que cargaría el mercado en condiciones

de normalidad, deberían aspirar a cubrir en términos esperados los costes de funcionamiento y los posibles quebrantos ocasionados por la ejecución de algunos de los avales. En todo caso, para eliminar cualquier problema de confianza residual, la validez de los avales no debería condicionarse al tamaño (o no agotamiento) de los fondos creados con dichas primas. Es más, habría que establecer canales para que, en caso de ejecución de los avales, el pago de las deudas avaladas se hiciera con toda prontitud, quizá con mediación del banco central, como proveedor de anticipos al Tesoro público, y de las autoridades supervisoras, como potenciales interventoras del banco que cometiera el fallido.

El otorgamiento de avales tendría que contemplarse como medida con explícita vocación de temporalidad, tanto por la ventana de tiempo en que las nuevas emisiones podrían beneficiarse de ellos como por la duración o caducidad de las garantías ofrecidas. Los avales deberían permitir que los mercados monetarios recuperaran su función primordial para con los bancos necesitados de financiación a corto y medio plazo (permitirles captar dichos fondos endeudándose directamente con los agentes con capacidad financiera a dichos plazos). Los bancos con posiciones deudoras (acreedoras) netas a dichos plazos podrían financiarse con (financiar a) otros bancos como en tiempos normales y, entretanto, se ganaría tiempo para que los propios bancos y sus supervisores arreglaran los problemas de fondo: revelarían las pérdidas existentes y recapitalizarían, fusionarían, intervenirían o liquidarían las entidades conforme fuera menester. Los avales deberían estar vigentes mientras lo estuviera la crisis de confianza, y reemplazarse por la disciplina de mercado propia de los tiempos ordinarios tan pronto como se restableciera la calma.

Mientras las entidades puedan financiarse mediante deuda avalada por los estados, la única disciplina de mercado operativa será la asociada con el coste y la capacidad de acceso a las fuentes de financiación no aseguradas, esto es, acciones ordinarias, acciones preferentes, deuda subordinada y demás elementos integrantes de los recursos propios, y eso en el caso de que el reforzamiento de los recursos propios no corra, también, a cargo de los estados, como de hecho ocurre en muchos de los planes de salvamento aprobados en octubre de 2008 (26).

Con poca o nula disciplina de mercado, la siempre importante disciplina proveniente del supervisor se hace imprescindible. Así, la provisión de avales debería hacerse bajo un redoblado esfuerzo supervisor, y condicionarse, implícita o explícitamente, a un comportamiento prudencialmente exquisito, que no deje margen verosímil a comportamientos de huida hacia delante (o, como se dice en inglés, de *gambling for resurrection*) que, a menudo, encuentran refugio en la posibilidad de endeu-

darse con el aval ajeno. Esto incluye vigilar con especial celo los crecimientos desmedidos y las prácticas de ocultación de pérdidas mediante la refinanciación de morosos potenciales o la compra a precios inflados de activos dudosos en manos de éstos. Los otorgadores de avales tendrían que poder controlar su grado de exposición a las pérdidas que ocasionaría la insolvencia de uno o más de sus avalados introduciendo, por ejemplo, límites a los avales totales concedidos a cada entidad vinculados a alguna medida objetiva de solvencia (como su capital regulatorio) o de tamaño previo al otorgamiento de avales (como su volumen de préstamos o el importe de la financiación con vencimiento dentro de determinado plazo de tiempo).

Adicionalmente, podrían reservarse peticiones discrecionales relacionadas con el reforzamiento de los recursos propios por vía de ampliaciones de capital o recorte de dividendos, o la reducción de algunos de los riesgos asumidos mediante la venta de activos. En caso de no anunciarse con antelación la fecha de finalización del plan de avales (opción contraria a la elegida por la mayoría de los planes ahora vigentes), también podría ser necesario establecer fórmulas para el retorno a la situación ordinaria cuando la crisis de confianza se estime superada.

A falta de instituciones supranacionales que pudieran asumir con la prontitud necesaria la responsabilidad de una gestión integrada de los planes de avales necesarios en el panorama bancario internacional, era razonable que su gestión, al menos en esta crisis, corriera mayoritariamente a cargo de los estados nacionales en los que estuvieran domiciliados los bancos receptores. Esta organización es consistente con el llamado «principio del país de origen», utilizado desde hace años en el terreno de los seguros de depósitos minoristas y la supervisión bancaria en espacios económicos integrados, como la Unión Europea. Con esta analogía, los planes de avales nacionales recaerían sobre los mismos bancos sobre los que los estados disponen de potestades reguladoras y supervisoras, así como de compromisos presupuestarios potenciales en relación con los seguros de depósitos minoristas. Esta organización tiene la ventaja de minimizar varios de los posibles conflictos de interés en juego, centrandose en los estados las responsabilidades final de avalar, supervisar y, en su caso, intervenir y pagar el coste de rescatar a las entidades bajo su jurisdicción.

Una desventaja de organizar los planes de avales país por país es que podría ser fuente de ventajas o desventajas competitivas desiguales en los mercados internacionales. Bancos que compiten entre sí en mercados de capitales muy globalizados podrían ser percibidos como mejores o peores, más allá de los propios méritos logrados en libre competencia, por el tamaño y la fiabilidad de las garantías (u otro tipo de ayudas) apor-

tadas por los estados que los respaldan. Aunque distorsiones similares de la competencia ya estaban presentes antes de la crisis, a causa de la heterogeneidad existente en las coberturas de los seguros de depósitos minoristas, en la calidad de los sistemas de supervisión bancaria y en las expectativas implícitas sobre un posible salvamento en caso de crisis (27), la importancia de las intervenciones públicas orquestadas desde octubre de 2008 exige vigilar con celo las implicaciones competitivas e impulsar, en caso de necesidad, reformas coordinadas destinadas a armonizar algunas de las características de los planes de ayuda ahora en vigor. También convendría reflexionar sobre la posibilidad de que, en un futuro, este tipo de ayudas fueran canalizadas por instituciones de ámbito supranacional.

Un segundo aspecto problemático de los planes de avales organizados conforme al principio del país de origen tiene que ver con la existencia de países con bancos o sistemas bancarios que, por su fuerte operativa internacional, tienen un tamaño desmedido en relación con la economía del país. En casos extremos, como el de Islandia, el rescate del sistema bancario arrastraría al propio estado a la bancarrota. Sin ir tan lejos, los gobiernos enfrentados al salvamento de «megabancos» con acreedores mayoritariamente fuera de sus fronteras podrían no estar dispuestos a asumir el coste de los avales o rescates potenciales, haciendo que tales bancos sean una fuente de desconfianza adicional. En esta crisis, problemas como los de Fortis o Dexia han inclinado a varios gobiernos a coordinarse mediante complejas negociaciones ad hoc iniciadas una vez desatados los problemas. Sería deseable disponer de acuerdos establecidos de antemano para la gestión (y reparto de los costes) de este tipo de casos y, de nuevo, reflexionar sobre la posibilidad de delegar la gestión de estos casos en instituciones de ámbito supranacional.

Incluso para los países con sistemas bancarios no sobredimensionados, la magnitud de las intervenciones acometidas puede elevar el rendimiento exigido por los inversores a las emisiones de deuda soberana. Desde la lectura más catastrofista, esto reflejaría el riesgo de que los planes de salvamento desequilibren las cuentas públicas hasta el punto de poner en duda la solvencia del país. Es mucho más verosímil, sin embargo, que los efectos observados hasta el momento en este ámbito reflejen, salvo excepciones, problemas de liquidez transitorios relacionado con la asimilación de las muchas emisiones estatales, o con avales estatales, puestas en marcha en un corto lapso de tiempo.

3. Eficacia previsible y otros retos pendientes

Los planes de avales tienen el potencial de liberar a los bancos de las dificultades de financiación experi-

mentadas a causa de la crisis de confianza en los mercados monetarios. También tienen el potencial de acercar el funcionamiento de tales mercados a la «normalidad», tanto por volumen de transacciones como el entramado de operaciones cruzadas entre bancos y otros agentes que operan en ellos. Por supuesto, los diferenciales de tipo de interés vigentes en ellos también se acercarán a la normalidad, pero, en este caso, como puro reflejo de estar dejando el riesgo de crédito asociado en manos de los avalistas.

El éxito de los planes en cuanto al acercamiento a la normalidad en los volúmenes y el entramado de operaciones que se observe en los mercados monetarios debe juzgarse teniendo en cuenta varios aspectos: 1) la definición relevante de «normalidad» ha de condicionarse al estado general de la economía (obviamente, la normalidad en tiempos de recesión no es equivalente a la normalidad en tiempos de expansión); 2) muchos bancos centrales mantienen en vigor procedimientos extraordinarios (como, en el caso del Banco Central Europeo, las subastas de financiación a tipo fijo o los menores diferenciales entre los tipos de préstamo y depósito aplicables a la banca) que proveen un sustitutivo cercano (y quizá dominante) a determinadas operaciones que normalmente se canalizaban en los mercados monetarios, y 3) la capacidad de préstamo de los bancos, incluso con mercados monetarios normalizados, podría verse restringida por el capital del que esperen disponer para cumplir con la regulación de recursos propios.

Este último aspecto apunta a un problema complejo que conviene analizar, aunque sea de manera esquemática. En el origen de la crisis se hallan pérdidas que generó una primera ronda de déficits de solvencia en bancos concretos, pero de identidad desconocida. Tras la grave y sostenida perturbación de los mercados financieros globales, ahora los déficits de solvencia pueden ser más generalizados y profundos. Además, la entrada en una recesión grave y previsiblemente prolongada permite augurar morosidad y pérdidas para la banca, y por tanto escaso margen para la acumulación autónoma de recursos propios. Entretanto, la vía de las ampliaciones voluntarias de capital, siempre cara, resulta ahora prohibitiva tanto por razones informativas (el mercado percibe su anuncio como un síntoma de debilidad) como de incentivos (para un banco con problemas, el nuevo capital inyectado por los accionistas se convierte, en gran medida, en una transferencia de riqueza para los acreedores con deudas de mayor prioridad) (28).

Se trata de una situación endiablada que combina la necesidad de reforzar los recursos propios de la banca (ya para restaurar la solvencia de algunos bancos, ya para permitir mantener el nivel de actividad crediticia de casi todos) con las dificultades para que ese

refuerzo pueda acometerse sin actuaciones extraordinarias o traumáticas. Para empresas no financieras, e incluso para entidades financieras si los problemas se limitasen a un número pequeño de entidades bien identificadas, la solución de problemas similares podría pasar por lograr la reestructuración y aportaciones adicionales de recursos propios mediante la fusión con entidades más fuertes, cesiones por parte de los acreedores y la liquidación o venta a terceros de partes del negocio. Para los bancos inmersos en una crisis sistémica, la solución suele acabar pasando por la recapitalización con fondos públicos (29). El reconocimiento de esta realidad explica que el plan de rescate anunciado por el Gobierno británico el 8 de octubre de 2008 y los adoptados por otros gobiernos en semanas posteriores tengan como segunda componente fundamental (y complementaria a los avales) el destino de fondos públicos al reforzamiento de los recursos propios de la banca.

La gestión de los planes de recapitalización (o su activación, si procede, en casos como el español, donde se contemplan como una medida para hacer frente a contingencias todavía no materializadas) será la piedra de toque de la crisis bancaria en los próximos meses. Deben identificarse y sanearse las pérdidas acumuladas. Debe conseguirse mantener o, en su caso, restaurar un nivel de capitalización adecuado en los bancos viables. Y deben detectarse los bancos inviables, procediendo, si fuera necesario, a su intervención, fusión o liquidación ordenada. Durante el proceso, las autoridades responsables habrán de cuidar el buen uso de los fondos públicos, arbitrar entre las pérdidas o ganancias implícitas o explícitas adjudicadas a los diferentes agentes involucrados (acreedores, accionistas, administradores, ...), evitar el excesivo intervencionismo en la gestión del negocio ordinario de los bancos y tomar en cuenta el valor ejemplarizante o reputacional de sus actuaciones con vistas a evitar que la adopción excesiva de riesgo vuelva a producir una nueva crisis en el futuro. Se tiene por delante, pues, un encaje de bolillos complejo donde los haya.

VI. CONCLUSIONES

Este artículo ha pasado revista a los orígenes de la crisis financiera desatada en el verano de 2007, y a los círculos viciosos que condujeron al colapso de los mercados monetarios y al estrangulamiento crediticio de la economía. También se han repasado las principales políticas puestas en marcha a lo largo de la crisis y las razones que hacen justificable que se adoptara el otorgamiento de avales públicos a las emisiones de deuda de los bancos, como medida temporal de emergencia destinada a restaurar el funcionamiento de los mercados monetarios.

Dicha medida, componente fundamental de los planes de rescate adoptados tras las angustiosas semanas que siguieron a la caída de Lehman Brothers en septiembre de 2008, es condición necesaria, pero no suficiente, para la resolución de la importante componente bancaria de esta crisis global. Se han proporcionado medios para la financiación de las entidades mediante instrumentos de deuda y se ha devuelto cierta calma a los mercados interbancarios, reduciendo la parte del estrangulamiento crediticio que podía venir por ahí. El principal reto para los meses venideros recae en el segundo bloque de los planes de rescate: el referido a los recursos propios. Deberán solucionarse los problemas de solvencia, si los hay, o de escasez de recursos propios de la banca, que seguramente los hay y quizás hayan pasado a convertirse en los responsables principales de cualquier estrangulamiento crediticio adicional. En paralelo, es necesaria una redoblada labor de supervisión que acelere el reconocimiento de las pérdidas acumuladas y facilite la detección de los bancos inviables, procediendo a su intervención, fusión o liquidación ordenada, según convenga tanto al interés inmediato del buen uso de los fondos públicos como al establecimiento de precedentes que no agraven los problemas de incentivos que pudieran conducir a la siguiente crisis bancaria.

NOTAS

(*) Quisiera agradecer la ayuda y las sugerencias recibidas de Santiago Carbó, Ángeles Conde, Pedro González, Alfredo Martín y Rafael Repullo durante la escritura de este artículo. También estoy en deuda con todos cuantos me hicieron llegar comentarios sobre escritos anteriores en torno a la crisis financiera. Dirección de correo electrónico: suarez@cemfi.es.

(1) La propuesta inicial se encuentra en SUÁREZ (2008). Ideas similares aparecen en columnas de opinión firmadas por KOTLIKOFF y MEHLING (2008), STRAUSS-KAHN (2008) y DIAMOND, KASHYAP y RAJAN (2008) semanas antes de su adopción.

(2) Este artículo se referirá indistintamente, salvo indicación en contra, a la banca, los bancos o las entidades bancarias abarcando con dichas denominaciones todo tipo de entidades de crédito, con independencia de su estatus jurídico (bancos, cajas de ahorros, cooperativas de crédito, etc.) o funcional (banca comercial, de inversión, hipotecaria, etcétera).

(3) BRUNNERMEIER (2008) ofrece una excelente descripción de las prácticas y los hechos que rodean el inicio de la crisis, enfatizando el papel desempeñado en su gestación y propagación por la innovación financiera.

(4) Estas fórmulas creativas para la financiación de carteras de préstamos se mencionan habitualmente mediante su nombres y siglas en inglés: *asset-backed commercial paper* (ABCP), *asset-backed securities* (ABS), *collateralized debt obligations* (CDO), *collateralized mortgage obligations* (CMO), *collateralized bond obligations* (CBO), *collateralized loan obligations* (CLO), *mortgage-backed securities* (MBS), etcétera.

(5) Varios autores atribuyen la sobrevaloración (y consiguiente proliferación) de los productos estructurados a problemas de agencia desarrollados al abrigo de su escasa transparencia para los inver-

sores finales y para las agencias supervisoras. Véase, por ejemplo, el trabajo de FRANKE y KRAHNEN (2008).

(6) El aluvión de órdenes de venta, responsable en parte de la abrupta caída de los precios, identifica alguno de los elementos explicativos de las llamadas «espirales bajistas» observadas en esta crisis. Las rebajas de calificación indujeron ventas masivas entre algunos inversores institucionalmente obligados a invertir en productos de calificación alta. En posiciones apalancadas, las caídas de precios aumentaron las peticiones de reposición de los márgenes o depósitos de garantía (*margin calls*) exigidos a los prestatarios, forzándoles, en determinados casos, a deshacer sus posiciones de forma precipitada. El registro de las pérdidas latentes resultante de la evolución de los precios y la aplicación de principios contables de valoración a precios de mercado mermó la solvencia «nominal» de algunos agentes, induciendo una nueva presión hacia el «desapalancamiento» y la liquidación de determinado tipo de posiciones arriesgadas.

(7) El recuadro 1 explica la diferencia entre el significado del concepto de liquidez cuando se aplica a un activo o mercado y el concepto de liquidez cuando se aplica a un agente.

(8) La lógica descrita, aplicada por razones evidentes al caso más visible en esta crisis, los mercados de deuda bancaria de corto y medio plazo, puede extrapolarse igualmente a los mercados de financiación de largo plazo. De hecho, el fracaso del intento de hacer frente a la crisis mediante la recapitalización voluntaria de los bancos se debe, en parte, al grave problema de *lemons* que, como identificaron MYERS y MAJLUF (1984), también puede afectar con crudeza al mercado de ampliaciones de capital.

(9) Como demostraron DIAMOND y DYBVIK (1983) en un famoso artículo de la literatura académica sobre el tema, las expectativas destructivas que alimentan un pánico bancario tienen el potencial de autoconfirmarse, haciendo que el pánico sea compatible con la racionalidad del cálculo económico de los agentes involucrados. Para detalles técnicos sobre la evolución más reciente de esta literatura, véanse GOLDSTEIN y PAUZNER (2005), y los artículos allí citados.

(10) No es sorprendente, pues, que los bancos de inversión puros, incapaces de salvar la situación mediante el redimensionamiento de sus divisiones de banca de inversión y banca comercial, por carecer de la última, hayan sufrido las bajas más significativas durante la crisis. Tampoco sorprende que los bancos de inversión supervivientes hayan logrado serlo a base de ser adquiridos o fusionarse con bancos con importantes divisiones comerciales.

(11) Seguramente, los propios bancos generadores de titulización minusvaloraron una parte del riesgo que *a posteriori*, por razones reputacionales, acabaron absorbiendo.

(12) Para una revisión de las teorías modernas de la intermediación financiera y sus implicaciones para la regulación bancaria, pueden consultarse los capítulos 2 y 9 del excelente manual de FREIXAS y ROCHET (2000).

(13) BORIO (2003) ofrece una amplia descripción y justificación de la óptica macroprudencial.

(14) Como apuntó SAURINA (2002) y ahora reconocen otros muchos expertos, las provisiones anticíclicas introducidas por el Banco de España en 2000 constituyen una de las escasas regulaciones de declarada inspiración macroprudencial existentes en el mundo con anterioridad a esta crisis.

(15) Resulta tentador afirmar, al principio de cada recesión, que las últimas inversiones acometidas durante la expansión fueron malas. Probablemente lo sean en términos del rendimiento que finalmente hayan generado, pero esa no es la consideración relevante a efectos de juzgar la eficiencia del sistema de asignación de recursos. Lo importante es diagnosticar si las inversiones eran o no socialmente deseables teniendo en cuenta el conjunto de información disponible en el momento de acometerse. La existencia de una burbuja inmobiliaria

en Estados Unidos y los problemas de agencia asociados al modelo OPD de banca son ingredientes que sugieren la posibilidad de haber acometido inversiones excesivas o ineficientes en esos ámbitos.

(16) LEVINE y ZERVOS (1998), y otros muchos autores, han documentado empíricamente que el nivel de desarrollo alcanzado por la actividad bancaria y los mercados financieros en una economía actúan como estímulos complementarios para su ulterior crecimiento. De hecho, los procesos de liberalización financiera suelen tener efectos positivos a largo plazo, pero a menudo engendran crisis financieras en el proceso de transición. Abundando en esta línea, RANCIÈRE, TORNELL y WESTERMANN (2008) encuentran evidencia de que los países más expuestos a crisis financieras tienden a crecer más, lo que sugiere la existencia de una relación de sustitución entre ritmo de crecimiento económico y estabilidad financiera.

(17) Es importante tener en cuenta que no toda caída que se observe en la actividad crediticia será achacable a este mecanismo. Por una parte, la demanda neta de financiación de familias y empresas tiende a debilitarse en las fases recesivas del ciclo económico, incluso si éstas no se acompañan de una crisis financiera como la actual. Además, en el caso concreto de esta crisis, en varios países la demanda de nuevo crédito hipotecario podría verse minorada por la corrección de los excesos (en precio y cantidad) que caracterizaron a sus respectivos mercados inmobiliarios durante la fase expansiva precedente.

(18) Este tipo de predicción difícilmente puede basarse en un análisis estadístico riguroso, pues no disponemos de modelos empíricos que permitan captar bien las implicaciones de fenómenos tan infrecuentes como una crisis financiera global. Sin embargo, tanto los indicadores subjetivos de confianza como los índices bursátiles han registrado durante esta crisis caídas propias de las peores recesiones de las que existen datos.

(19) VIVES (2008) ofrece una revisión de la doctrina de Bagehot en el contexto de la actual crisis financiera.

(20) Ignorar que el coste marginal de la financiación de corto plazo de dichos bancos (y, a su través, de gran número de empresas y familias) podía ser de hecho superior en 100, 200 ó 300 puntos básicos a los tipos de referencia (y a lo habitual en tiempos ordinarios) pudo haber dado a la política monetaria un sesgo deflacionista superior al planeado por los bancos centrales conforme a sus modelos cuantitativos de referencia.

(21) Las ayudas contempladas en la Housing and Economic Recovery Act, de 30 de julio de 2008, bajo el programa de reconversión de hipotecas denominado *HOPE for homeowners*, mezclaban elementos de los dos tipos de ayuda mencionados, haciendo explícito el objetivo de conseguir que nueva hipoteca implique *positive equity* y compromisos de pago periódicos asequibles para el deudor.

(22) La referencia a «pérdidas a vencimiento» no es baladí, pues los problemas de liquidez podrían causar que, en mitad de la crisis, al no haber agentes con capacidad para eliminar ciertas oportunidades de arbitraje intertemporal, los precios de mercado de los activos tóxicos estuvieran por debajo del valor actual descontado de sus flujos de caja futuros. En tal caso, la inversión consistente en comprar esos activos a un precio próximo a su valoración inicial y mantenerlos en cartera hasta el vencimiento podría no ser tan ruinosa como lo sugerido por los precios vigentes en mitad de la crisis.

(23) HOGGARTH, REIDHILL y SINCLAIR (2004) repasan los argumentos teóricos y empíricos a favor y en contra de los diversos mecanismos de resolución de crisis bancarias, y señalan la demostrada efectividad de las garantías genéricas aportadas a los depositantes durante las crisis sistémicas.

(24) La evidencia obtenida por DEMIRGÜÇ-KUNT y DETRAGIACHE (2002) sugiere que la presencia de sistemas explícitos de garantía de depósitos (especialmente, cuando tienen coberturas ilimitadas y financiación pública) aumenta la probabilidad de sufrir crisis bancarias.

(25) GARCÍA (1999) pasa revista a las principales y mejores prácticas internacionales en el ámbito de los seguros de depósitos minoristas. DEWATRIPONT y TIROLE (1994) exponen con claridad el argumento teórico con respecto a la complementariedad entre los seguros de depósitos y la supervisión prudencial.

(26) Algunos de los planes de avales adoptados en Europa, entre ellos el español, no cubren los depósitos interbancarios. En esa situación, sin embargo, no cabe esperar que tales depósitos vayan a constituir una fuente relevante de financiación (salvo si tienen a un banco central como contrapartida), pues los bancos comerciales preferirán emitir y colocarse entre ellos instrumentos de deuda que cuenten con avales estatales.

(27) CARBÓ-VALVERDE, KANE y RODRÍGUEZ-FERNÁNDEZ (2008) ofrecen evidencia directa e indirecta de algunas de las distorsiones existentes en la Unión Europea antes de la crisis.

(28) Ese mecanismo explica el problema del endeudamiento excesivo que la literatura sobre financiación empresarial conoce como *debt overhang problem* desde su identificación por MYERS (1977).

(29) KASHYAP, RAJAN y STEIN (2008) señalan las discrepancias entre las decisiones de ampliación de capital que resultarían óptimas desde las perspectivas del interés privado y del interés público, y defienden la necesidad de establecer mecanismos (no necesariamente financiados con fondos públicos) que garanticen una adecuada recapitalización de los bancos en caso de crisis.

BIBLIOGRAFÍA

AKERLOF, George (1970), «The market for lemons: Quality uncertainty and the market mechanism», *Quarterly Journal of Economics*, 84: 488-500.

BAGEHOT, Walter (1873), *Lombard Street: A Description of the Money Market*, reeditado en 1999 por John Wiley & Sons, Inc.

BORIO, Claudio (2003), «Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?», *BIS Working Paper n.º 128*, febrero.

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

BRUNNERMEIER, Markus, y PEDERSEN, Lasse Heje (2009), «Market liquidity and funding liquidity», *Review of Financial Studies*, de próxima aparición.

CARBÓ-VALVERDE, Santiago; KANE, Edward, y RODRÍGUEZ-FERNÁNDEZ, Francisco (2008), «Evidence of differences in the effectiveness of safety-net management in European Union countries», *Journal of Financial Services Research*, 34: 151-176.

DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli, y DETRAGIACHE, Enrica (2002), «Does deposit insurance increase banking system stability? An empirical investigation», *Journal of Monetary Economics*, 49: 1373-1406.

DEWATRIPONT, Mathias, y TIROLE, Jean (1994), *The Prudential Regulation of Banks*, MIT Press.

DIAMOND, Douglas, y DYBVIK, Philip (1983), «Bank runs, deposit insurance, and liquidity», *Journal of Political Economy*, 91: 401-419.

DIAMOND, Douglas; KASHYAP, Anil, y RAJAN, Raghuram (2008), «What next?», *VOX*, 9 de octubre. En <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/2373>.

FRANKE, Günter, y KRAHNEN, Jan Pieter (2008), «The future of securitization», *CFS Working Paper*, Francfort, octubre.

FREIXAS, Xavier, y ROCHET, Jean-Charles (2000), *Economía bancaria*, Antoni BOSCH, Editor, S.A., traducción de Esther Rabasco y Luis Toharia del original en inglés *The Microeconomics of Banking*, MIT Press, 1997.

GARCÍA, Gillian (1999), «Deposit Insurance: A survey of actual and best practices», International Monetary Fund, *Working Paper número 99/54*, abril.

GOLDSTEIN, Itay, y PAUZNER, Ady (2005), «Demand-deposit contracts and the probability of bank runs», *Journal of Finance*, 60: 1293-1327.

HOGGARTH, Glenn; REIDHILL, Jack, y SINCLAIR, Peter (2004), «On the resolution of banking crises: Theory and evidence», Bank of England, *Working Paper n.º 229*.

KASHYAP, Anil; RAJAN, Raghuram y STEIN, Jeremy (2008), «Rethinking capital regulation», ponencia preparada para el simposio *Maintaining Stability in a Changing Financial System*, Jackson Hole, 21-23 agosto.

KOTLIKOFF, Larry, y MEHLING, Perry (2008), «Bagehot plus RFC: The right financial fix», *Financial Times*, Economists' Forum, 25 de septiembre. En <http://blogs.ft.com/wolfforum/2008/09/bagehot-plus-rfc-the-right-financial-fix>.

LEVINE, Ross, y ZERVOS, Sara (1998), «Markets, banks, and economic growth», *American Economic Review*, 88: 537-558.

MYERS, Stewart (1977), «Determinants of corporate borrowing», *Journal of Financial Economics*, 5: 147-175.

MYERS, Stewart, y MAJLUF, Nicolas (1984), «Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have», *Journal of Financial Economics*, 13: 187-221.

RANCIÈRE, Romain; TORNELL, Aaron y WESTERMANN, Frank (2008), «Systemic crises and growth», *Quarterly Journal of Economics*, 123: 359-406.

SAURINA, Jesús (2002), «Solvencia bancaria, riesgo de crédito y regulación pública: El caso de la provisión estadística española», *Hacienda Pública Española*, 161 (2): 129-150.

STRAUSS-KAHN, Dominique (2008), «Wanted urgently: A comprehensive and global solution», *Financial Times*, Comment and Analysis, 8 de octubre. En <http://www.ft.com/cms/s/0/f8c6ccae-955a-11dd-aedd-000077b07658.html>.

SUÁREZ, Javier (2008), «The need for an emergency bank debt insurance mechanism», *CEPR Policy Insight n.º 19*, Londres, marzo.

VIVES, Xavier (2008), «Bagehot, central banking, and the financial crisis», *VOX*, 31 de marzo. En <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/1015>.

Reflexiones sobre la crisis financiera y sus remedios

José Pérez

I. INTRODUCCIÓN

Existe un amplio acuerdo en que, desde agosto de 2007, nos enfrentamos a la crisis financiera, y por ende económica, más grave y perturbadora desde 1929. Los indicadores más recientes muestran la innegable complejidad e intensidad de la presente crisis, y la incertidumbre se cierne ahora sobre cuál puede ser su duración y cuál su capacidad destructora del tejido económico y social. Ello estará condicionado finalmente por la eficacia de las actuaciones públicas dirigidas a combatir su extensión. En este artículo se recogen básicamente las notas elaboradas para una comparecencia en la ponencia de estudio creada por la Comisión de Economía y Hacienda del Senado sobre la crisis financiera (el 4 de diciembre de 2008), así como algunas reflexiones expuestas como miembro del Grupo De Larosiere para la revisión de la regulación y la supervisión financiera en la Unión Europea.

En el desencadenamiento de esta crisis destacan por su incidencia las exuberancias de la construcción residencial en un buen número de países —España entre ellos—, desajustes muy severos entre la oferta y demanda de energía y materias primas y, sobre todo, desequilibrios financieros muy notables. A lo largo de los meses, además de la acumulación de viviendas sin vender, han ido aflorando excesos de capacidad productiva en bienes duraderos de consumo y en otros sectores de producción de bienes de capital y productos intermedios. En qué medida estos excedentes de capital —residencial y productivo— proceden de las distorsiones de un período de prodigalidad del gasto que estimuló ampliaciones insostenibles de capacidad productiva, o hasta qué punto son el resultado de plétores de inversión inducidas por su bajo coste, es algo difícil de desentrañar, sin que quepa en

ningún caso duda de que serán precisos ajustes de precios, producción y gasto muy importantes.

Si sólo prestásemos atención a estos componentes, tendríamos la base para una desaceleración de la economía, e incluso una recesión correctora y reparadora de desequilibrios. Sin embargo, hay elementos por encima de todos ellos que hacen que esta crisis sea muy turbulenta y que amenazan con convertirla en gravemente devastadora de riqueza y bienestar. Entre ellos descuellan los excesos de endeudamiento privado acumulados en todo el mundo durante la fase de expansión, y que fueron construidos sobre la base de expectativas excesivamente optimistas, costes desmesuradamente bajos de los fondos prestados y escasa aversión al riesgo. Asimismo, destaca la gran importancia adquirida por unos mercados financieros estrechamente conectados a escala planetaria, con un peso muy significativo de los títulos valores y sus derivados en los esquemas de financiación y de distribución de riesgos, mediante estructuras excesivamente complejas. Ambos elementos han hecho a todas las economías muy vulnerables a los cambios de «estado de ánimo», con el peligro de que estos cambios de ánimo desencadenen procesos desordenados de reducción del endeudamiento, deflación de activos, atasco de los mercados de crédito, quiebra de entidades y fractura de la confianza, con graves consecuencias económicas.

En relación con esto último, conviene recordar que crédito es sinónimo de confianza, y sin ambos no es posible el desenvolvimiento económico y la cohesión social. Es en la fragilidad de este binomio donde residen los grandes peligros y las amenazas más graves que deben enfrentar banqueros centrales, supervisores financieros y, desde luego, los políticos, tanto en los gobiernos como en las oposiciones parlamentarias.

II. LA DIAGNOSIS DE LA CRISIS FINANCIERA Y LA EXPERIENCIA HISTÓRICA: LECCIONES EN DIEZ PASOS

En la diagnosis de esta crisis conviene subrayar algunos aspectos muy importantes para su terapéutica adecuada.

— *Primero.* Con independencia del detonante inicial en EE.UU. y de las manifestaciones específicas que tiene o pueda tener en cada uno de los países y regiones, se trata de una crisis sistémica de alcance mundial. Como tal, requiere respuestas generalizadas y coordinadas de eficacia nacional e internacional, como las propuestas por el G20, el Euro-Grupo y el Consejo Europeo. Sin embargo, las diferencias en los puntos de partida, y en la manifestación de los desequilibrios, requieren a su vez respuestas ajustadas y matizadas para cada circunstancia concreta. El cuadro de actuaciones formulado por el Grupo de los Veinte —tanto en la cumbre inicial en Washington, como en la reunión preparatoria en Berlín a finales de febrero de lo que ha de ser la cumbre de Londres en abril de 2009— tiene la gran virtud de proporcionar un marco paradigmático de respuestas en el que encuadrar las actuaciones específicas apropiadas a cada caso o familia de casos. Como se subrayará más adelante, las acciones más inmediatas deben estar dirigidas en su conjunto, por una parte, a modular los efectos adyacentes que tendrá el reequilibrio del endeudamiento de familias y empresas sobre el funcionamiento ordenado de los mercados de crédito y, por otra parte, imbricada con la anterior, a insuflar el gasto con el fin de evitar los peligros de una deflación grave. Las actuaciones habrán de distribuirse idealmente de modo diferente en función de los distintos puntos de partida y de los desequilibrios acumulados en sus sistemas financieros, en las cuentas públicas o las balanzas de pagos con el exterior.

— *Segundo.* En la génesis mediata de esta crisis hay un período muy prolongado de bajos tipos de interés y tipos de cambio fijos en ciertas áreas —i.e monedas asiáticas frente al dólar—. Todo ello, en un tiempo en que la estabilidad del crecimiento y la baja inflación de bienes de consumo mantenían en mínimos las primas de riesgo y estimulaban el endeudamiento y la compra de activos, con la consiguiente subida de sus precios y la generación de expectativas de alzas futuras. Los bancos centrales, en un ejercicio de miopía, enfocaron su atención, de manera simple e inmediata, a la inflación de precios de consumo, sin vigilancia alguna del crecimiento del crédito total —bancario y no bancario—, de los riesgos acumulados en el sistema y de los peligros subsiguientes de inestabilidad financiera, con horizontes de decisión extraordinariamente estrechos.

— *Tercero.* La fuerte expansión del crédito estuvo acompañada, como es habitual en estos casos, por un relajamiento de los estándares de su concesión y seguimiento, y por un uso espurio de instrumentos inicialmente concebidos para mitigar y distribuir el riesgo, que pasaron a ser utilizados con fines de arbitraje de regulación. En este sentido, la innovación financiera se puso en gran medida al servicio de la ocultación de riesgos mediante estructuras complejas y vehículos ad hoc, de modo que al final nadie sabía dónde estaban. Los riesgos de insolvencia, concentración e iliquidez (y sobre todo sus consecuencias sistémicas) fueron inadecuadamente valorados en dicho entorno. En todo esto no hay nada conceptualmente nuevo, como han puesto de manifiesto autores como Reinhart y Rogoff (2008) o Jiménez y Saurina (2006), Roldán (2008) y Fernández Ordóñez (2008). A lo largo de este proceso, no faltaron las llamadas de atención de los distintos informes de estabilidad financiera del FMI y de algunos bancos centrales, o de instituciones como el Banco de Pagos de Basilea, que alertaron sobre los riesgos agregados en una perspectiva macro prudencial. Pero no hubo respuestas prontas de los bancos centrales, engolfados en la baja inflación de los precios al consumo y en paradigmas bellamente coloreados sobre la eficiencia innata de los mercados financieros. Como antes se ha subrayado, ello obliga a reflexionar sobre la medida en que estas instituciones deben ponderar, entre sus objetivos, la estabilidad financiera junto a la de precios, y, desde luego, proceder con horizontes de referencia más dilatados; algo que, por cierto, tampoco han hecho alguno de ellos, como el BCE, cuando la crisis financiera se desencadenó y lo hizo envuelta en una gran burbuja especulativa de precios de materias primas muy localizada.

— *Cuarto.* La competencia intensa entre grandes centros financieros ha creado presiones a lo largo de la fase de expansión desmesurada del crédito para que se aflojaran los estándares regulatorios y supervisores en un carrera hacia lo más bajo, que afectó básicamente a los mercados mayoristas y a la banca de inversión, así como a los procesos de originación y distribución de los riesgos crediticios. Como consecuencia, en muchos casos, los supervisores y reguladores fueron siendo apresados por los intereses de los grandes agentes de los mercados, con los cánticos de sirena de la autorregulación sin controles últimos ni sanción y disciplina. El pobre diseño de la regulación y, sobre todo, las debilidades de la supervisión en la aplicación e interpretación de principios básicos de pragmática prudencial, control de riesgos, consolidación contable e información financiera condujeron en conjunto a la vigilancia inadecuada de instituciones, instrumentos y riesgos. Hasta el punto, todo ello, de externalizar tareas de supervisión pública a los propios agentes privados, con un peso excesivo, por ejemplo, del papel de las agencias de calificación de riesgos —más allá de su ámbito natural y de lo acon-

sejable por los conflictos de intereses planteados en cuanto que asesores y calificadores en la estructuración de productos financieros— o de los bancos de inversión, tanto en la vigilancia de otras entidades (*hedge funds, private equity, ...*) como en la evaluación de los riesgos asumidos y transferidos a los inversores en ciertos instrumentos. Así, la amplificación del endeudamiento (y el fuerte apalancamiento financiero) han puesto de manifiesto grandes debilidades en la gestión de riesgos y en su regulación y supervisión prudencial, que será preciso corregir para prevenir su recurrencia futura.

— *Quinto.* Algunas de las deficiencias más importantes puestas de manifiesto en estos años recientes no se han dado en nuestro país gracias a la actuación de nuestros supervisores prudenciales, y en particular del Banco de España, de modo que los estándares españoles constituyen hoy una referencia general en todas las propuestas de reformas (i.e. provisiones anticíclicas y tratamiento consolidado del riesgo). Sin embargo, ello no lo aísla de las consecuencias del proceso, en la medida en que la conexión de la banca con los mercados ha ido creciendo en todo el mundo, sin que nadie quede a salvo de las fluctuaciones financieras. Ello expresa las nuevas dimensiones de los riesgos sistémicos en una economía global con mercados estrechamente conectados, y con un fuerte aumento de las actividades transfronterizas, en los que los riesgos de iliquidez de los mercados y de refinanciación de las entidades han pasado a ser muy importantes. Así, ante un estrangulamiento tan grave de los mercados interbancarios y de financiación mayorista como el que se ha puesto de manifiesto en los últimos meses, y a falta de instituciones que cubriesen a tiempo y ajustadamente esta falla, aparecen plenamente justificadas actuaciones públicas de política financiera como las desarrolladas por el Gobierno de España, en el marco de los acuerdos europeos, para limitar los efectos de la interrupción de dichos mercados sobre el crédito a familias y empresas.

— *Sexto.* A diferencia de otras alzas y bajas cíclicas que se resuelven en crisis de dimensión media, la extrema gravedad de la presente, y los peligros aparejados de que podamos sumirnos en una depresión devastadora de tejidos productivos y riqueza social, está asociada con el hecho de que éste es un ciclo que, por encima de otros factores, viene marcado por el exceso de endeudamiento, primero, y por la deflación de activos, después. Como señalara hace ya 76 años I. Fisher (1933), éstos son elementos que caracterizan a las fluctuaciones que, dejadas a la simple fuerza del mercado, no retornan prontamente a un equilibrio natural, o sólo lo hacen después de un largo período en el que la pérdida de confianza concluye con una fuerte destrucción de riqueza, empleo y bienestar, cuyos efectos se extienden en el tiempo, retornando entonces a equi-

librios más bajos en el nivel de vida. En este conocido artículo de Fisher, se muestra cómo, tras un período de exhuberancia del crédito y de inflación de los precios de los activos tal como el vivido en 2003-2006, el más mínimo ensombrecimiento de las expectativas supone un fuerte golpe a una confianza complaciente, que lleva a que lo prestamistas reclamen la liquidación de la deuda o decidan su no renovación para protegerse con más liquidez. En estas condiciones, mientras los tipos de interés libres de riesgo bajan, los diferenciales de interés sobre los créditos con riesgo suben; esto es lo que comenzó en agosto de 2007. En estas circunstancias, las entidades tratan a continuación de deshacerse de los activos deteriorados, caen los precios de los valores y de otros activos (i.e. residenciales) y se liquidan a precios más bajos, como hemos visto desde entonces. Ello inflige pérdidas a las entidades financieras, deteriora su solvencia y hace que vean mermada la confianza de los clientes; algo crecientemente manifiesto en el últimos quince meses. Las deudas reales crecen con la caída de los precios de los activos y se hacen menos soportables, lo cual fuerza su liquidación, realimentando el proceso de desplome de precios, con aumentos adicionales del pesimismo y pérdidas de confianza. Éstas se produjeron primero en ciertas clase de activos (i.e. productos estructurados), después en la entidades financieras y, finalmente, en las economías todas. Con ello se endurecen las condiciones y se contrae el crédito, y el valor de los patrimonios netos cae, tanto en los bancos como en los demás prestatarios. Esto produce quiebras y aumenta la desconfianza, con gran huida hacia la liquidez, de modo que los rendimientos (o, desde la otra perspectiva, los costes) de la deuda de los gobiernos desciende a cotas muy bajas. Sin embargo, los beneficios empresariales caen y aumentan las pérdidas, empeorando las expectativas de los proyectos de inversión y de empleo. Con ello se reduce aun más la confianza y se asienta el pesimismo, lo que conduce a caídas de la construcción, descensos de la producción en general, reducción del comercio internacional (que alcanza a todos, virtuosos o no) y, en fin, a fuertes subidas del paro. Esto aumenta aún más el pesimismo y hace más insoportables las deudas. La morosidad crece y los bancos tratan de protegerse no concediendo créditos, con lo que el proceso de liquidación y cierre de negocios se acentúa, y con él quiebra la confianza y desaparece el crédito. Sin éste, las economías se atascan, y ello destruye riqueza, en muchos casos de manera irrecuperable. Tres factores inciden, en este caso, en la destrucción de la riqueza real: las expectativas, las tasas reales de interés y la prima por aversión al riesgo. Ésta es la secuencia que describe Fisher, con la experiencia de la Gran Depresión a cuestas. Elementos tales como el fuerte peso adquirido por los mercados financieros acentúan en la actualidad la intensidad del proceso, al tiempo que, en un mundo de acceso inmediato a la

información, los procesos de pérdida de confianza se ahondan aún más.

— *Séptimo.* Es preciso señalar que, en un contexto de equilibrios múltiples definidos por los sucesivos estados de confianza, no hay un pronto retorno a un «equilibrio natural» porque, entre otras cosas, no es sencillo hallar un suelo que se desplace sucesivamente. Así, si en un proceso de deflación de activos como el reseñado se deja solo al mercado en la búsqueda de solución, ésta no llega sino después de un gran abatimiento que lleva a un equilibrio (de largo plazo) más bajo, el cual se produce tras una destrucción de riqueza devastadora (no reparadora). Es más, la dilación de las respuestas de política económica, la falta de contundencia y su escaso mantenimiento en el tiempo prolongan estas crisis y las profundizan, como ocurrió en la década de los años treinta, o sucedería después en el Japón de los años noventa. La única solución es insuflar fondos públicos, primero, para modular los efectos del desapalancamiento financiero (y del reequilibrio necesario del endeudamiento privado) y, segundo, para recomponer el gasto, de modo que se ponga coto a encadenamientos de sucesos tales como los antes reseñados. Ante un proceso de tan rápida mutación como el descrito, sólo cabe la adopción simultánea y articulada de medidas públicas de: expansión monetaria, suministro generalizado de liquidez, refinanciación o adquisición de activos, desplazamiento de riesgos de los balances bancarios para facilitar su recomposición y mejorar su solvencia, mitigación de ellos mediante aseguramiento y caución de créditos, recapitalización y reestructuraciones de entidades en crisis, y, desde luego, fortalecimiento de la protección de los inversores para evitar nuevos deterioros de confianza que concluyan en retiradas de depósitos o liquidación de fondos. Todo ello debe de apoyarse en políticas presupuestarias dirigidas a atemperar los efectos depresivos del reajuste de la inversión y el consumo privado, y a mitigar los efectos sociales del desempleo. La finalidad última es restablecer el funcionamiento de los mercados y reponer la confianza mediante actuaciones sostenidas y adecuadamente calibradas.

— *Octavo.* Considerando el análisis anterior, las acciones que se lleven a cabo deben hacerse con un claro criterio de rentabilidad y coste social. El gasto debe ser ejecutado con principios de eficacia y eficiencia. Eficacia a la hora de evitar los peligros de la destrucción gratuita de riqueza, y eficiencia a la hora de fortalecer la senda de crecimiento futuro.

— *Noveno.* En la evaluación de estas soluciones no puede olvidarse que, en casos como el español, además del endeudamiento y del exceso de viviendas construidas y sin vender, el final del ciclo expansivo ha venido acompañado de un rosario de desajustes e inefi-

ciencias que ineludiblemente hay que corregir para asentarse sobre una senda de crecimiento más elevada y sostenible en el medio y largo plazo.

— *Décimo.* La crisis y sus soluciones tienen un componente de asunción de la situación, un auténtico ejercicio de constricción que lleve, de una vez por todas, a emprender reformas estructurales. Las medidas antes reseñadas, dirigidas a ordenar en el tiempo el reequilibrio ineludible del endeudamiento privado y a mitigar sus efectos depresivos más graves, estarían erradas y tendrían costes significativos a medio plazo si no se tiene en cuenta que, hoy más que nunca, se hace necesaria una fuerte mejora de la competitividad general de la economía española. La articulación adecuada de políticas financieras y de demanda, como las antes mencionadas, con políticas rigurosas de oferta que mejoren la eficiencia y refuercen la flexibilidad y resistencia de la economía es una tarea difícil y compleja para la que se requieren acuerdos amplios y liderazgo, dirigidos ambos a aliviar los elevados costes de la decisión y coordinación colectivas.

III. CONCLUSIONES

Junto con el decálogo señalado en el apartado anterior, resulta de interés realizar algunas apostillas finales que, aunque puedan parecer obvias, son por ello indiscutibles y esenciales. En primer lugar, recordemos que los ciclos existen y son parte consustancial del desenvolvimiento económico. En la medida en que es así, caeríamos en la melancolía si nos obstinásemos en que pueden ser evitados. No hay dos ciclos iguales, de modo que no son armónicamente recurrentes ni consiguientemente predecibles con precisión. Los factores que hay en su génesis y desarrollo son diversos.

Por otro lado, respecto a la misión de los políticos, banqueros centrales y supervisores, es importante tanto reducir la intensidad de la crisis como mitigar sus efectos, con criterios claros de costes y beneficios sociales, en una perspectiva de «largo plazo». Es innegable que políticamente se hizo poco en España, a lo largo de dos cuatrienios, para reducir la intensidad del ciclo mediante medidas que atemperasen el *boom* de construcción residencial y el endeudamiento asociado a él. Esto ha sido así, en parte, por errores de diagnóstico y, en parte, porque, en su momento, no se estimaba como políticamente correcto suprimir las deducciones fiscales a la vivienda, establecer mayores exigencias prudenciales en términos de cociente entre el importe de los préstamos y el valor de las garantías hipotecarias o imponer una vigilancia más rigurosa sobre las tasaciones inmobiliarias, entre otras. No es que hayamos carecido de llamadas de atención, sino que, por motivos de oportunidad, se consideraba que no eran deseables medi-

das que pusieran en riesgo la expansión inmediata, la creación de empleo y la marcha feliz de las haciendas locales y estatales; todo ello so capa retórica del derecho fundamental a la vivienda, entre otros. Las consecuencias de las exuberancias de la construcción inmobiliaria, y del crédito, habrían de acabar por hacerse patentes en distorsiones graves de precios relativos, desajustes profundos de oferta y pérdidas generales de eficiencia, con incidencia probable sobre la capacidad de crecimiento futuro.

Sin embargo, los políticos y supervisores españoles han hecho algo muy bueno para atemperar los efectos de la recesión: guardar en el granero para cuando vinieran mal dadas—. Y ello en dos vertientes: una, las cuentas públicas —con manejo contracíclico de su saldo—, y otra, la solvencia bancaria —exigencias rigurosas de capital, vigilancia cuidadosa de los riesgos y creación de reservas bancarias anticíclicas—. Ello nos permite contar con un sistema bancario más resistente (aun cuando no a prueba de bombas) y disponer de un colchón de endeudamiento público para aplicar en dos líneas:

a) Políticas presupuestarias para atemperar los efectos depresivos del reajuste de gasto privado y para mitigar los efectos sociales del desempleo.

b) Profundizar en las políticas financieras de compra de activos y avales que se están ya desarrollando, que

permitan ordenar en el tiempo los efectos de un des-apalancamiento financiero brusco y desordenado del conjunto de la economía, con los efectos subsiguientes sobre el crédito, la actividad económica y la confianza de los ciudadanos antes reseñados. En relación con las cuentas públicas, conviene subrayar que la evaluación del margen disponible hay que hacerla en términos de endeudamiento neto (y de riqueza pública), y no de saldo corriente de las liquidaciones presupuestarias.

Con todo, y en lo que concierne al sistema bancario, hoy se hace necesaria una reestructuración profunda de las entidades que las haga más sólidas, competitivas y ajustadas a la nueva realidad económica.

BIBLIOGRAFÍA

FERNÁNDEZ ORDÓÑEZ, M. (2008), «Weiss und Rot: The Cycle, Central Bankers and Supervisors», *18th European Banking Congress*, Frankfurt, noviembre.

FISHER, I. (1933), «The debt-deflation theory of great depressions», *Econometrica*, 1 (4): 337-357.

JIMÉNEZ, G., y SAURINA, J. (2006), «Credit cycles, credit risk, and prudential regulation», *International Journal of Central Banking*, vol. 2, número 2: 65-98, junio.

REINHART, C.M., y ROGOFF, K. (2008), «Banking crises: An equal opportunity menace», *NBER Working Paper*, n.º 14587, diciembre.

ROLDÁN, J.M. (2008), «El papel del modelo de “originar para distribuir” en la crisis financiera», *Revista de Estabilidad Financiera*, Banco de España, 15: 9-20.

Marco institucional de la estabilidad financiera en Europa

María Jesús Nieto Carol (*)

I. INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS: ¿ES RELEVANTE HABLAR DE LA ESTABILIDAD FINANCIERA EN LA UNIÓN EUROPEA?

La creación de un mercado financiero único ha sido históricamente uno de los objetivos de la Unión Europea. El principal propósito del Tratado de Roma de 1957 fue la constitución de un mercado único entre los países de la entonces Comunidad Económica Europea (CEE). Para dar cumplimiento a este objetivo, el Tratado consagraba, entre otras libertades básicas, la libertad de establecimiento y de provisión de servicios financieros, así como la coordinación de las legislaciones nacionales en esa materia. A pesar de todo ello, hasta finales de la década de los años setenta del pasado siglo, el sector financiero no sólo estaba altamente regulado, sino que, en su mayor parte, la normativa estaba muy poco coordinada entre países (Nieto y Peñalosa, 2004). Todo lo cual explicaba la existencia de mercados financieros nacionales plurales y no integrados.

Desde entonces, la integración de los mercados financieros ha tenido hitos importantes, entre los que destaca la tímida invitación al reconocimiento mutuo en el ámbito bancario a finales de los años setenta; la aprobación del Acta Única Europea de 1986, en cuyo marco se armonizaron (1) los sistemas de autorización para la creación de nuevas entidades, así como sus sistemas de supervisión; la actividad transfronteriza de todo tipo de empresas de inversión, incluidos los bancos universales, y la definición del capital regulatorio de bancos y empresas de inversión en función de los riesgos asumidos. Puede decirse que la integración de los mercados financieros en Europa es, al día de hoy, trabajo en marcha, como lo puso de manifiesto el hecho de que la Comisión Europea elaborara, en 1999, un plan de acción para alcanzar un verdadero mercado único de servicios financieros, en el que identificó cuarenta y dos medidas legislativas y de otro orden que incluyó en el denomi-

nado Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF), cuyo ambicioso objetivo era alcanzar la integración plena de los mercados financieros europeos, tanto bancarios como de valores (2).

Ahora bien, el mayor impulso a la integración financiera vino de la mano del establecimiento de la Unión Económica y Monetaria (UEM) y el desarrollo de infraestructuras de mercado comunes. De hecho, el grado de integración de los mercados financieros en Europa ha variado en función del tipo de mercado, y ello ha dependido mucho del grado de integración de las respectivas infraestructuras de dichos mercados (European Central Bank, 2007). Así, los mercados monetarios del área euro están altamente integrados, en gran parte por la existencia de TARGET, que es el sistema de liquidación en tiempo real de grandes pagos denominados en euros más utilizado por los bancos (3). Aunque en menor medida, existe también una elevada integración en el mercado de deuda pública y privada, y se observa un considerable progreso en los mercados de renta variable. En este sentido, existen también una serie de iniciativas (4), tales como la Directiva de mercados de instrumentos financieros (MiFID) (5), el Código de Conducta para la Liquidación y Compensación de valores, y la convención de mercado STEP (6), orientadas al desarrollo de un mercado integrado de valores en Europa. Además, el futuro desarrollo de TARGET2-Valores para la liquidación de todo tipo de valores en dinero de banca central contribuirá a promover una mayor integración de los mercados financieros en Europa.

En línea con estos desarrollos, la integración de los mercados bancarios mayoristas ha sido creciente. Por ejemplo, la exposición transfronteriza de los bancos de la Unión Europea dentro de la Unión se incrementó en aproximadamente el 160 por 100 desde el año 2000 al 2006 (7) (Tiemán y Čihák, 2007). En el área euro, en el año 2007, la exposición transfronteriza en el mercado

interbancario se situaba ligeramente por encima del 30 por 100, y la tenencia de valores (excluyendo los bancarios) se situaba ligeramente por encima del 50 por 100 del total de las respectivas clases de activos bancarios. Sin embargo, los mercados minoristas están todavía poco integrados. A diferencia del sistema de grandes pagos, no se han armonizado todavía procedimientos, instrumentos y servicios ofrecidos a los consumidores en el ámbito de pagos minoristas. La iniciativa del Área Única de Pagos, puesta en marcha en enero de 2008 y cuyo objetivo es permitir a los clientes bancarios realizar pagos transfronterizos en toda el área euro con la misma eficiencia y seguridad que lo harían en sus propios países, favorecerá la mayor integración de los mercados bancarios minoristas, que siguen muy fragmentados (8).

Las fusiones y adquisiciones bancarias transfronterizas son una de las formas más importantes de integración de los mercados financieros en Europa. En los últimos años, se ha apreciado un aumento significativo de la importancia relativa, en términos de valor, de las operaciones transfronterizas, siendo algunas de ellas entre grandes entidades. Aunque, esas fusiones y adquisiciones empezaron teniendo carácter regional (Benelux y países nórdicos), en los últimos años, en buena parte debido al proceso de adhesión de los países de Europa central y del Este, la compra de entida-

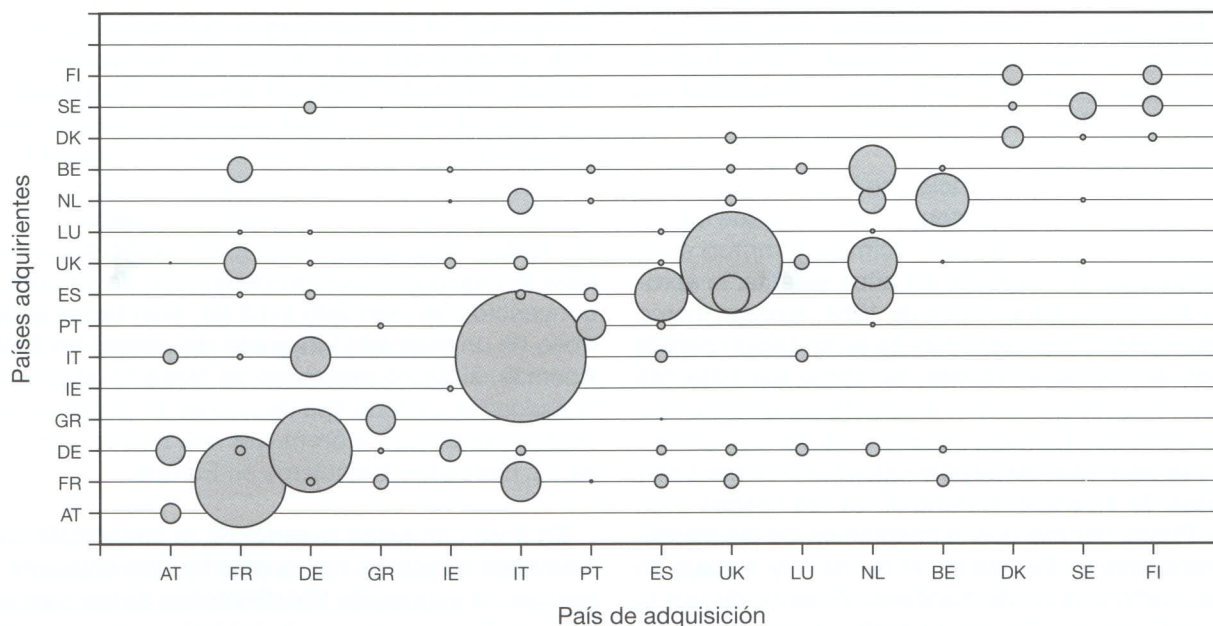
des financieras ha tenido lugar en mercados alejados del país del banco adquirente (gráfico 1) —véase Hernando, Nieto y Wall (2008). Un indicador de la importancia relativa de la actividad transfronteriza son los ingresos obtenidos por las filiales de los bancos europeos en otros países de la Unión Europea. Por ejemplo, en el año 2004, BNP Paribas obtuvo el 43,7 por 100; Fortis, 57,9 por 100; HVB, 59,3 por 100; Santander, 26,8 por 100 y West LB, 21,2 por 100 (Tieman y Čihák, 2007).

II. EL MARCO INSTITUCIONAL DE LA ESTABILIDAD FINANCIERA: ELEMENTOS DISTINTIVOS DEL ÁREA EURO DENTRO DE LA UNIÓN EUROPEA

El marco institucional para la estabilidad financiera en Europa está caracterizado por tres principios: descentralización, segmentación y cooperación (Lastra, 2003; Schinasi y Teixeira, 2006; García y Nieto, 2007).

En primer lugar, el carácter *descentralizado* se explica porque las funciones de supervisión prudencial, reorganización de entidades en situación de crisis y fondos de garantía de depósitos se ejercen fundamentalmente en el ámbito nacional. Hecho que se corresponde con la estructura legal de los grupos financieros y que, a su vez, lleva aparejada la rendición de cuentas en el

GRÁFICO 1
FUSIONES Y ADQUISICIONES EN EL SISTEMA BANCARIO EUROPEO
(OPERACIONES COMPLETADAS EN EL PERÍODO 1997-2007) (*)



(*) El área de los círculos es directamente proporcional al volumen de las operaciones de adquisición.

Fuente: Hernando, Nieto y Wall (2008).

CUADRO NÚM. 1

SUPERVISIÓN PRUDENCIAL, FONDO DE GARANTÍA DE DEPÓSITO, RESOLUCIÓN Y LIQUIDACIÓN DE BANCOS EN LA UNIÓN EUROPEA: JURISDICCIONES

	<i>SUPERVISIÓN PRUDENCIAL (a)</i>	<i>FONDO DE GARANTÍA DE DEPÓSITO (b)</i>	<i>REORGANIZACIÓN Y LIQUIDACIÓN (c)</i>
Bancos nacionales:			
Bancos matrices autorizados en el país de origen	País de origen dónde está legalmente constituido (supervisión consolidada-solvencia)	País de origen	País de origen
Filiales de bancos autorizados en otros países de la Unión Europea	País de origen dónde está autorizada la matriz (supervisión consolidada-solvencia) País de acogida que autoriza la filial (entidad individual-solvencia) (d)	País de acogida	País de acogida
Sucursales de bancos autorizados en la Unión Europea:			
Sucursales de bancos autorizados en otro país de la Unión Europea	País de origen dónde está autorizada la matriz (supervisión consolidada-solvencia) País de acogida (e) (liquidez)	País de origen (posibilidad de complementar la garantía por el país de acogida) (f)	País de origen

(a) Directiva 2006/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (refundición) (DOUE de 30 de junio, 2006).

(b) Directiva 94/19/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo de 1994, relativa a los sistemas de garantía de depósitos (DOUE de 31 de mayo, 1994).

(c) Directiva 2001/24/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de abril de 2001, relativa al saneamiento y a la liquidación de las entidades de crédito (DOUE de 5 de mayo, 2001).

(d) Directiva 2006/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (refundición) (Art. 44): « las autoridades competentes de los diferentes Estados miembros procedan a los intercambios de información previstos en la presente y en otras Directivas aplicables a las entidades de crédito. Dichas informaciones estarán sujetas al secreto profesional contemplado en el apartado 1».

(e) Directiva 2006/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (refundición) (Art. 43.1): «Los Estados miembros de acogida preverán que, cuando una entidad de crédito autorizada en otro Estado miembro ejerza su actividad a través de una sucursal, las autoridades competentes del Estado miembro de origen, tras haber informado previamente a las autoridades competentes del Estado miembro de acogida, puedan proceder, por sí mismas o por mediación de personas a quienes hayan otorgado un mandato para ello, a la verificación *in situ* de las informaciones contempladas en el artículo 42».

(f) Directiva 94/19/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo de 1994, relativa a los sistemas de garantía de depósitos (DOUE de 31 de mayo de 1994) (Art. 4): «La admisión estará supeditada al cumplimiento de las obligaciones pertinentes derivadas del ingreso, incluido en particular el pago de cualesquiera contribuciones y demás cargas. Los Estados miembros, al aplicar este apartado, seguirán las orientaciones que figuran en el Anexo II».

Fuente: García y Nieto (2007).

ámbito nacional (9). En lo referente a la regulación, las directivas comunitarias han sido el instrumento jurídico más comúnmente utilizado para la coordinación «implícita» entre países. Las directivas, obligan a los estados miembros a adaptar el marco normativo a sus principios y contenido (10), e imponen una obligación de resultado, dejando a los estados miembros la elección de los medios formales para alcanzarlo. En muchos casos, el resultado de esta armonización de mínimos es la limitada convergencia en la regulación y la supervisión financiera en Europa (Čihák y Podpiera, 2007).

La coordinación de la regulación y la supervisión de las entidades financieras entre estados miembros tiene lugar en el marco de la arquitectura Lamfalussy (véase el apéndice para su descripción). Dicha arquitectura no

supone una transferencia de soberanía nacional desde el ámbito nacional al comunitario (centralización). Más específicamente, y como ejemplo, en el ámbito bancario, cuando se trata de la supervisión de un grupo bancario transfronterizo, la coordinación entre supervisores tiene lugar en el ámbito de los «colegios» presididos por el supervisor responsable de la consolidación del grupo (país de origen), que no tiene facultad de invalidar ninguna decisión de los supervisores de las filiales (países de acogida). La descentralización y mínima armonización son también la característica del ámbito de actuación de los otros reguladores responsables de la gestión de crisis: reorganización y liquidación de entidades y fondo de garantía de depósito. El cuadro núm. 1 presenta, de forma simplificada, el reparto de responsabilidades que las directivas comunitarias establecen para

los tres reguladores que intervendrían en la gestión de crisis entre los países de origen y acogida de las entidades de crédito.

La *segmentación* por sectores es la segunda característica del marco de gestión de crisis en la Unión Europea. Al final de la década de los años noventa, en algunos países se produjo un cambio en el modelo de organización institucional de la supervisión de los intermediarios financieros, pasando desde un *modelo institucional o sectorial*, basado en el tipo de actividad (banca, seguros y valores), como el que existe en España, Francia, Grecia, Italia y Portugal, hacia dos tipos de modelos: un *modelo basado en objetivos*, en el que la supervisión se articula en torno a las finalidades de la supervisión de los intermediarios financieros (estabilidad macroprudencial, supervisión microprudencial y protección del inversor) con independencia del tipo de actividad del intermediario, que es el que existe en Holanda, o un *modelo de supervisor único*, en el que la supervisión de los tres tipos de intermediarios financieros está encomendada a una autoridad única, responsable del cumplimiento de los tres objetivos mencionados anteriormente, que es el caso de Reino Unido, Dinamarca, Suecia, Alemania y Austria; véase Nieto y Peñalosa (2004) para una descripción de las ventajas e inconvenientes de cada modelo (11). La coordinación de la regulación y supervisión entre sectores tiene lugar en el ámbito de la arquitectura Lamfalussy, que se considera neutral respecto a los distintos modelos de organización institucional de la supervisión existentes actualmente en los estados miembros de la Unión Europea.

La *cooperación* entre reguladores y supervisores de los estados miembros es la tercera característica del marco institucional de gestión de crisis financieras. El objetivo último de las diversas formas de cooperación es reducir las asimetrías de información en un proceso que Nieto y Schinasi (2007) han caracterizado de iterativo y orientado a la internalización de potenciales externalidades negativas de su acción reguladora sobre otros países, y que, hasta la fecha, ha sido incompleto. Estas estructuras de coordinación pueden ser implícitas, como son las directivas y reglamentos, o explícitas, como la estructura de niveles creada por la arquitectura Lamfalussy (y sus comités dependientes) o *memoranda de entendimiento* que, aunque carecen de validez legal, hacen explícito el acuerdo *ex ante* de colaboración (12).

Elementos distintivos del área euro dentro de la Unión Europea

La puesta en marcha de la Unión Monetaria Europea dio lugar a una doble separación, geográfica y funcional, de las actividades de gestión de crisis financieras (supervisión, reorganización-liquidación, seguro de depósito, y

prestamista de última instancia) respecto de la de política monetaria (estabilidad de precios) para los países europeos que integran el área euro. Una de las características diferenciales del área euro es que sus bancos centrales nacionales son responsables de proveer liquidez con garantía de activos —ELA (13)— a entidades de depósito ilíquidas pero solventes, si bien la política monetaria ha sido transferida desde el ámbito nacional al supranacional y, por lo tanto, es única para todos los países del área. Siendo competencia nacional, en determinadas circunstancias la coordinación de las operaciones de ELA se realiza en el Consejo de Gobierno del BCE, con objeto de evaluar el impacto que dichas ayudas de liquidez pudieran tener sobre la política monetaria única.

Ante una situación de crisis del sistema de grandes pagos del euro (TARGET2), el Tratado Constitutivo de las Comunidades Europeas confiere la responsabilidad de promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago —artículo 105 (2)— al Banco Central Europeo (14), ya que la contempla entre sus funciones básicas (15). Si la crisis es de liquidez en los mercados, como la que se está produciendo con las turbulencias financieras que se iniciaron en el segmento *subprime* del mercado hipotecario estadounidense en agosto del 2007, el artículo 18 del Estatuto del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) establece que el Banco Central Europeo es responsable de la provisión de liquidez mediante operaciones de mercado abierto (Lastra, 2006: 304 y ss.). Dicho precepto es consistente con el objetivo principal de estas operaciones, que es garantizar que los tipos de interés del mercado monetario interbancario a muy corto plazo se mantengan en niveles próximos al tipo de interés oficial fijado por el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo para el eurosistema.

Las operaciones de mercado abierto, junto con las exigencias de reservas mínimas y las facilidades permanentes, se encuadran dentro del marco operativo para la ejecución de la política monetaria del eurosistema. Hasta ahora, el eurosistema ha realizado dos tipos de operaciones de mercado abierto: operaciones temporales para inyectar liquidez tanto en las operaciones regulares (principales y a más largo plazo) como en operaciones de ajuste y de captación de depósito para drenar liquidez en operaciones de ajuste. El eurosistema opera con 1.700 entidades de crédito, aunque sólo entre 300 y 500 participan regularmente. Las entidades de crédito del eurosistema pueden, a su vez, por propia iniciativa, colocar liquidez en la facilidad de depósito a plazo de un día a un tipo de interés un punto porcentual por debajo del tipo de interés oficial, y también pueden obtener en préstamo liquidez a un día presentando garantías admisibles a través de la facilidad marginal de crédito a un tipo de interés superior a un punto porcentual al tipo de interés oficial (16). Durante el recien-

te período de volatilidad en los mercados financieros, el eurosistema ha ajustado el calendario y el vencimiento de sus operaciones de mercado abierto ampliándolo hasta seis meses y, desde el 15 de octubre, las operaciones principales de financiación semanales y las operaciones a más largo plazo se han llevado cabo mediante procedimiento de subasta a tipo de interés fijo, con adjudicación plena. Además, desde el 9 de octubre, se redujo la banda que determinan las facilidades permanentes desde los dos puntos porcentuales a un punto porcentual en torno al tipo de interés de la operación principal de financiación (tipo de interés oficial). El BCE también ha participado en operaciones conjuntas con otros bancos centrales para hacer frente al aumento de las presiones en los mercados de financiación a corto plazo en dólares (USD). Con todo, el marco operativo del eurosistema ha demostrado bastante capacidad de resistencia frente a las turbulencias en los mercados, porque ha permitido el acceso a un amplio número de entidades, aceptando un amplio rango de garantías (Banco Central Europeo, 2008; Chailoux, Gray y McCaughrin, 2008).

III. ¿EXISTEN INCENTIVOS PARA LA COOPERACIÓN ENTRE REGULADORES EN SITUACIONES DE CRISIS FINANCIERAS? EL DEBATE ACADÉMICO Y DE POLÍTICA ECONÓMICA

Aunque es posible legalmente bajo la forma de *Societas Europae* (17), no existen «bancos europeos» que hayan sido incorporados o hayan adquirido esta forma jurídico-societaria. Esto justifica el hecho de que la arquitectura institucional de la Unión Europea para la estabilidad financiera esté descentralizada, con responsabilidades y rendición de cuentas en el ámbito nacional. Todo ello contrasta con la experiencia norteamericana, en la cual repetidas crisis bancarias llevaron a las autoridades a centralizar las actividades de prestamista de última instancia (la Reserva Federal fue creada en 1913), el fondo de garantía de depósitos y liquidación y reorganización de bancos (la Corporación Federal de Seguro de Depósito fue creada en 1934), antes de que las barreas interestatales a la actividad bancaria se traspasaran a finales de la década de los ochenta (18); véase García (2008).

Por primera vez, en el año 2004 los ministros de economía y finanzas de la Unión Europea, reunidos en el marco del ECOFIN (19), reconocieron explícitamente las limitaciones del marco institucional vigente para la gestión de crisis bancarias transfronterizas por su orientación marcadamente nacional, al mismo tiempo que plantearon la necesidad de acometer su reforma. Sin embargo, hasta la fecha, el enfoque regulatorio sobre cómo hacer frente a este desafío ha tenido un marcado carácter nacional. Ahora bien, de forma cautelosa,

pero alentadora, ha habido iniciativas políticas que han ido adoptando una perspectiva europea de la estabilidad financiera. Como he descrito más arriba, los mecanismos de cooperación entre reguladores pueden ser implícitos, como por ejemplo los requerimientos legales impuestos por la Directiva de Capital (20), o explícitos, como la coordinación en el contexto de los comités de supervisores (nivel 3 de la estructura Lamfalussy) o *memoranda de entendimiento* (21). Las turbulencias financieras en los mercados financieros internacionales han puesto de manifiesto las limitaciones del marco institucional de la estabilidad financiera en Europa, y han sido catalizadoras de un mayor impulso de reforma. Así, en el ECOFIN de octubre de 2007 se acordó, por vez primera, la reforma comprehensiva, y no parcial, como se había hecho hasta la fecha, de dicho marco de estabilidad financiera (22).

Este reconocimiento político sólo tuvo lugar después de un largo debate académico que había puesto de manifiesto, años antes, cómo la multiplicidad de reguladores nacionales y la falta de incentivos para cooperar agravaba los problemas principal (votante/contribuyente) - agente (regulador), así como la resolución rápida y efectiva en términos de minimización (o eliminación) del coste fiscal de las crisis financieras. Esto, a su vez, haría más difícil un potencial acuerdo sobre el reparto de dicho coste (Mayes, Nieto y Wall, 2008). En este sentido, Freixas (2003) demuestra cómo las asimetrías de información y las diferencias en la calidad de la supervisión prudencial conducen a decisiones subóptimas que mejorarían mediante la centralización de la información y la cooperación en el proceso de decisión. Holthausen y Ronde (2005) analizan el intercambio de información y los incentivos para cooperar entre supervisores nacionales, y concluyen que un supervisor supranacional tendría menos posibilidades de explotar la información que recibe en su «propio» beneficio que lo hace el supervisor del país de origen, que está mejor informado que el supervisor de acogida. Nieto y Schinasi (2007) analizan los incentivos de los reguladores para cooperar en situaciones de crisis financieras, utilizando como marco de análisis la literatura sobre «alianzas económicas» desarrollada por Olson (1965). Una de sus conclusiones apunta a que una mayor coordinación y armonización, o una completa internalización de decisiones y políticas para salvaguardar la estabilidad financiera en Europa, conduciría a una mejora en la función de bienestar respecto a la situación actual. Sirvan como ejemplos, por un lado, el caso de la infraestructura de grandes pagos en euros (TARGET2), dónde la internalización de potenciales externalidades negativas es casi total; por otro lado, el caso de la red de salvamento de bancos transfronterizos, dónde el proceso de internalización es muy incompleto y, por lo tanto, existen potenciales externalidades negativas que no están incluidas en la suma

de las redes de salvamento nacionales. Así, por ejemplo, la existencia de un supervisor prudencial responsable de la entidad consolidada lleva aparejada una cierta «pérdida de control» sobre los activos domésticos por parte de los supervisores del país de acogida, sin que, al mismo tiempo, se transfieran las responsabilidades del fondo de garantía de depósitos y la reorganización y liquidación de bancos a las autoridades del país de origen. Nieto y Schinasi caracterizan el proceso iterativo de fortalecimiento de los mecanismos existentes de cooperación entre reguladores y supervisores (directivas y reglamentos; recomendaciones de comités y *memoranda de entendimiento*) como un acercamiento del proceso de decisión sobre la estabilidad financiera a un óptimo de Pareto. Valiosas contribuciones al debate sobre la efectividad del marco institucional de la estabilidad financiera en Europa corresponden a Prati y Schinasi (1999), Goodhart (2000), Nieto y Wall (2006), Schinasi y Teixeira (2006), Eisenbeis y Kaufman (2006), y Mayes, Nieto y Wall (2008), entre otros.

En el momento de escribir este artículo, la crisis del sistema financiero internacional ha dado un vuelco a la agenda política de reformas del marco de la estabilidad financiera en Europa, impulsada por los ministros de finanzas en el ECOFIN de otoño del pasado año, entre cuyas propuestas merecen resaltarse las siguientes:

— Amplia definición de «relevancia sistémica», que incluye no sólo las entidades de depósito, sino también todos los grupos financieros y las infraestructuras de mercado cuyos problemas de funcionamiento pueden dar lugar a riesgo sistémico en más de un estado miembro (por ejemplo, TARGET, Euroclear o Clearstream), como aparece recogido en el *memorandum de entendimiento* firmado en 2008 (23).

— Introducción de una dimensión europea en los mandatos de los supervisores prudenciales nacionales, que se materializaría, entre otros, en la aplicación del principio de «cumple o explica» por parte de los supervisores nacionales representados en los comités de nivel 3 de la arquitectura Lamfalussy. Ello fortalecerá el compromiso *ex ante* de cumplir con los acuerdos en materia de convergencia de prácticas supervisoras (24). Dichos acuerdos se adoptarán por mayoría cualificada.

— La obligación de compartir información entre supervisores prudenciales (25), ya contemplada en la Directiva de capital (art. 132), se concreta ahora en la necesidad de llegar a acuerdos sobre la importancia sistémica de filiales y sucursales, así como sobre el cálculo de los recursos propios mínimos, tratamiento de los grandes riesgos (exposiciones intragrupo) y exceso de recursos propios mínimos exigibles por el regulador (European Commission, 2008). Incluso va más allá, con

el compromiso político de desarrollar formularios comunes para la transmisión de datos de las entidades financieras a los supervisores antes del año 2012. La obligación de información entre autoridades reguladoras va más allá de las entidades de depósito, e incluye también las infraestructuras financieras. Aunque el *memorandum* no es vinculante desde el punto de vista legal, el hecho de ser público hace que los compromisos adquiridos por los firmantes sean más vinculantes y que el coste de no cumplirlos *ex post* sea mayor al ser transparente el compromiso *ex ante*. El principio de «cumple o explica» al que se comprometen los supervisores nacionales representados en los comités de nivel 3, al que me he referido más arriba, fortalece el compromiso *ex ante* de cumplir en el ámbito nacional los acuerdos alcanzados en dichos comités. Además, incrementa el coste de no cumplimiento al hacer transparentes *ex post* los potenciales incumplimientos.

— Reconocimiento de la necesidad de coordinación explícita entre los seguros de depósito de los estados miembros, así como la reconsideración del papel que pueden tener en la intervención temprana y reorganización —liquidación de grupos financieros en crisis (26).

El Consejo Europeo reunido en Bruselas los pasados días 15 y 16 de octubre (27) subrayó la necesidad de reforzar la supervisión del sector financiero europeo, en concreto la de los grupos transnacionales, y de aplicar urgentemente el plan de trabajo del Consejo ECOFIN con miras a mejorar la coordinación de la supervisión a escala europea (28).

IV. CONCLUSIONES

La creciente integración de los mercados financieros y, en particular, la importancia cada vez mayor de la actividad bancaria transfronteriza en la Unión Europea, además de resultar en un mayor crecimiento económico, lleva aparejada una mayor propensión al contagio de crisis financieras y riesgo sistémico de ámbito regional o paneuropeo. Los responsables de política económica de la Unión Europea han promovido, desde el año 2004, reformas encaminadas a adoptar una perspectiva europea en el enfoque de la regulación existente sobre estabilidad financiera, que está caracterizada por su marcado carácter nacional.

En este sentido, las iniciativas puestas en marcha por los ministros de finanzas en el ámbito del ECOFIN incluyen la amplia definición de riesgo sistémico; el mandato europeo de la supervisión, y la reducción de las asimetrías de información entre los reguladores responsables de la estabilidad financiera. Todas estas iniciativas permiten una mayor internalización, por parte de todos los estados miembros, de potenciales exter-

nalidades negativas en la actividad que desarrollan los reguladores responsables de la gestión de la estabilidad financiera. Sin duda, son pasos en la dirección correcta; sin embargo, se echa de menos más ambición en el reconocimiento pleno por parte de los responsables de la política económica y de los reguladores nacionales de la necesidad de internalizar plenamente dichas potenciales externalidades negativas que pueden resultar de sus acciones en materia de estabilidad financiera. Esta falta de ambición no ha sido antes tan obvia como en las presentes circunstancias.

Todo ello sólo será posible con liderazgo político, el único capaz de tomar decisiones sobre los ámbitos de soberanía nacional. En el momento de terminar este artículo, la crisis financiera y su gestión por parte de las autoridades norteamericanas y europeas resaltan la importancia de un diseño de la regulación financiera y del marco institucional de la estabilidad financiera que ofrezca los incentivos adecuados para la cooperación.

NOTAS

(*) Banco de España (maria.nieto@bde.es). Las opiniones expresadas en este trabajo representan las ideas de la autora, con las que no necesariamente coincide el Banco de España.

(1) Otras directivas relevantes armonizaron la preparación de las cuentas anuales consolidadas (1986), la apertura de sucursales (1989), la exposición a los grandes riesgos (1992) y los fondos de garantía de depósito (1994).

(2) Financial Services - Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan. Commission Communication COM (1999) 232, 11-05-99, http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/action_en.pdf. En mayo de 2005, la Comisión publicó un «Green Paper on Financial Services Policy (2005-2010)», http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/securities/lamfalusy/index_en.htm.

(3) *Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer System*. Aproximadamente 10.400 bancos (incluidas sus sucursales y filiales) utilizan TARGET para iniciar pagos bien por su propia cuenta o por cuenta de clientes. Más de 52.000 bancos (y sus clientes) en el mundo pueden utilizar TARGET (*TARGET Annual Report, 2007*, <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/targetar2007en.pdf>). TARGET2 establecerá un sistema más uniforme de grandes pagos en euros.

(4) En el año 2001, el Grupo Giovannini identificó 15 barreras consideradas clave para la liquidación y compensación (*Giovannini barriers*), que se refieren a las diferencias en prácticas de mercado, regulación y fiscalidad. El Grupo Giovannini estaba presidido por Alberto Giovannini y compuesto por expertos del sector privado; fue un grupo asesores de la Comisión Europea cuyo mandato era trabajar en las cuestiones relativas a la liquidación y compensación en Europa.

(5) Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE, del Consejo, y la Directiva 2000/12/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, y se deroga la Directiva 93/22/CEE, del Consejo, *DOUE* de 30 de abril de 2004.

(6) La iniciativa STEP (*Short Term European Paper*) tiene por objetivo la integración de la deuda a corto plazo (papel comercial y certificados de depósito) en Europa. Detalles sobre esta iniciativa, puesta en fun-

cionamiento en junio de 2006, están disponibles en el Informe sobre Integración en Europa del Banco Central Europeo (http://www.ecb.int/pub/pdf/other/financialintegrationineurope2008_04en.pdf) (págs. 37-49).

(7) Se considera la Unión Europea de quince países.

(8) SEPA (*Single Euro Payment Area*) fue puesta en funcionamiento en enero del 2008.

(9) En este ámbito, la rendición de cuentas debe entenderse en sentido amplio, considerando todos los aspectos de la actividad. Las cuatro formas habituales son la rendición de cuentas al Parlamento, el Gobierno, la justicia y el público en general.

(10) En términos generales, la Directiva comunitaria, a diferencia del Reglamento, no es directamente aplicable, ya que exige siempre el complemento normativo de los estados miembros.

(11) El debate sobre el papel de los bancos centrales en la supervisión prudencial cobró especial vigor tras la reforma institucional de esta actividad en algunos países de la Unión Europea (PEEK *et al.*, 1999, y GOODHART, 2000). En este debate, el Banco Central Europeo se ha mostrado a favor de un marco institucional en el cual el ejercicio de la política monetaria en el área del euro esté acompañado de amplias responsabilidades por parte de los bancos centrales nacionales en las tareas de supervisión bancaria (BANCO CENTRAL EUROPEO, 2000, y DUISENBERG, 2000).

(12) En la actualidad existen tres *memoranda*. Éstos consisten en un conjunto de principios y procedimientos que se refieren a la identificación de las autoridades responsables de la gestión de crisis (bancos centrales, supervisores prudenciales y ministerios de finanzas) y los flujos de información necesarios entre ellas, así como las condiciones prácticas para compartir esa información entre países (http://www.ecb.int/press/pr/date/2003/html/pr030310_3_en.html, http://www.eu2005.lu/en/actualites/documents_travail/2005/05/14/ecofin_mou/index.html, <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/mou-financialstability2008en.pdf> sólo el último de estos memoranda es público). Además, existe un *memorandum de entendimiento* entre supervisores bancarios y de sistemas de pagos que establece los mecanismos de cooperación en relación con los sistemas de grandes pagos (http://www.ecb.int/press/pr/date/2001/html/pr010402_en.html). Finalmente, existen también *memoranda* de carácter bilateral entre supervisores.

(13) *Emergency Liquidity Assistance*. *ECB Annual Report 1999*, página 96: «[...] Emergency liquidity assistance (ELA), which embraces the support given by central banks in exceptional circumstances and on a case-by-case basis to temporarily illiquid institutions and markets ...The main guiding principle is that the competent NCB takes the decision concerning the provision of ELA to an institution operating in its jurisdiction. This would take place under the responsibility and at a cost of the NCB in question...».

(14) Además, el artículo 105.5 del Tratado Constitutivo de las Comunidades Europeas establece que «el SEBC contribuirá a la buena gestión de las políticas que lleven a cabo las autoridades competentes con respecto a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y a la estabilidad del sistema financiero» refiriéndose a otras funciones no básicas.

(15) El Tratado se refiere al Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) que incluye el Banco Central Europeo y los bancos centrales nacionales de todos los países de la UE. El *eurosistema* incluye al Banco Central Europeo y los bancos centrales nacionales que han adoptado el euro.

(16) Existe una lista de garantías admisibles que incluye instrumentos de renta fija cotizados, préstamos bancarios e instrumentos no negociables de renta fija con garantía hipotecaria (una explicación detallada puede encontrarse en «La aplicación de la política monetaria en la zona del euro», BCE, septiembre, 2006, <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/gendoc2006es.pdf>). Esta lista ha sido

ampliada temporalmente en respuesta a las recientes turbulencias para incluir también instrumentos de deuda negociables denominados en otras monedas, tales como USD, BP y Yen; instrumentos de deuda emitidos por instituciones de crédito aceptados en mercados no reglados tales como los CD y créditos sindicados denominados en euros y regidos la Ley británica. Además, se rebajó el límite inferior de la calidad crediticia tanto de los activos negociables como no negociables (véase <http://www.ecb.int/press/pr/date/2008/html/pr081015.en.html>).

(17) Reglamento del Consejo 2157/2001/EC, que entró en vigor el 8 de octubre, 2004.

(18) La posibilidad de abrir sucursales en otros estados sólo fue posible en la mitad de la década de los años noventa.

(19) «[The ECOFIN] stresses the need for Supervisors, Central Banks and Finance Ministers to work together to ensure that appropriate plans and mechanisms are in place to respond to any developing financial crisis which threatens the stability of the financial system. It also [...] stresses the importance of promoting financial stability and market integrity, through both legislative and practical initiatives [...]». Draft Council conclusions on the Financial Services Committee's report on financial integration. Council of the European Union 9799/04. ECOFIN 186 EF 25, 26 de mayo de 2004.

(20) La Directiva de capital, en este contexto, incluye dos directivas: Directiva 2006/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (refundición) (DOUE de 30 de junio, 2006), y Directiva 2006/49/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (refundición) (DOUE de 30 de junio, 2006).

(21) Véase nota 12 para la descripción de *memoranda* existentes.

(22) Council of the European Union, Economic and Financial Affairs, 9 de octubre de 2007, http://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/en/ecofin/96351.pdf. Estas propuestas se desarrollaron posteriormente en el ECOFIN informal de 3 de abril de 2008: ECOFIN/CEFCPE (2008) REP/51731, el ECOFIN informal de 10 de septiembre de 2008: ECOFIN/CEFCPE (2008) REP/5454, y el ECOFIN de 7 de octubre de 2008. Las iniciativas propuestas por el ECOFIN han dado lugar a las propuestas de reforma de la Directiva de Capital (European Commission, 2008) y han abierto la puerta de la reforma de las directivas sobre seguro de depósito y reorganización y liquidación de bancos.

(23) <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/mou-financialstability2008en.pdf> (ver anexo B).

(24) El FMI ha hecho recientemente una propuesta sobre el mandato europeo de las autoridades supervisoras (INTERNATIONAL MONETARY FUND, 2008).

(25) Estos acuerdos se adoptan en el ámbito de los «colegios» de supervisores.

(26) Aunque, en el momento de escribir este artículo, este compromiso estuvo cuestionado por la acción inicial no coordinada de los estados miembros para garantizar los depósitos de sus bancos nacionales.

(27) Esta reunión tuvo lugar tras la adopción de las primeras medidas económicas para sostener los sistemas bancarios nacionales.

(28) Véase, http://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/es/ec/103454.pdf.

BIBLIOGRAFÍA

BANCO CENTRAL EUROPEO (2000), «La UEM y la supervisión bancaria», *Boletín Mensual*, abril.

— (2008), *Boletín Mensual*, mayo.

CHAILLOUX, A.; GRAY, Simon, y McCAUGHRIN, Rebecca (2008), «Central bank collateral frameworks: Principles and policies», *International Monetary Fund WP/08/222*, Washington.

ČIHÁK, Martin, y PODPIERA, Richard (2006), «Is one watchdog better than three: International experience with integrated financial sector supervision», *IMF Working Paper 06/57*.

DUISENBERG, W. (2000), «The future of banking supervision and the integration of financial markets», Conferencia organizada por Euro Group sobre *Improving integration of financial markets in Europe*, 22 de mayo.

EISENBEIS, R. A., y KAUFMAN, George G. (2006), «Cross-border banking: Challenges for deposit insurance and financial stability in the European Union», *Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper 2006-15a* (revisado, enero, 2007).

EUROPEAN CENTRAL BANK (2007), *Financial Stability Review*, diciembre.

EUROPEAN COMMISSION (2008), *Capital Requirement Directive Potential Changes*, DG Internal Market and Services, European Commission, Brussels, 16 de abril.

FREIXAS, X. (2003), «Crisis management in Europe», en KREMERS, J. J. M.; SCHOENMAKER, D., y WIERTS, P. J. (eds.), *Financial Supervision in Europe*: 102-119, Edward Elgar.

GARCÍA, Gillian G. H. (2008), «Sovereignty versus soundness: Cross-border/interstate banking in the European Union and the United States: Similarities, differences and policy issues», *Contemporary Economic Policy*, en prensa.

GARCÍA, Gillian G. H., y NIETO, María J. (2007), «Preserving financial stability: A dilemma for the European Union», *Contemporary Economic Policy*, vol. 25, n.º 3: 444-458.

GOODHART, Ch. A. E. (2000), *The Organizational Structure of Banking Supervision*, FSI Institute, BIS.

HERNANDO, Ignacio; NIETO, María J., y WALL, Larry (2008), «Un análisis de los determinantes de las adquisiciones bancarias en al Unión Europea», *Boletín Económico*, Banco de España, octubre.

HOLTHAUSEN, Cornelia, y RONDE, Thomas (2005), «Cooperation in international banking supervision», *Discussion Paper Series n.º 4990*, Center for Economic Policy Research.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2008), «Euro area policies-selected issues-2008 article IV consultation» (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2008/cr08263.pdf>).

LASTRA, Rosa M. (2003), «The governance structure for financial regulation and supervision in Europe», *Columbia Journal of European Law*, 10: 49-68.

— (2006), *Legal Foundations of International Monetary Stability*, Oxford University Press.

MAYES, David; NIETO, María J., y WALL, Larry (2008), «Multiple safety net regulators and agency problems in the EU: Is prompt corrective action partly the solution?», *Journal of Financial Stability*, vol. 4, iss. 3: 223-257.

NIETO, María J., y PEÑALOSA, Juan (2004), «The european architecture of regulation, supervision and financial stability: A central bank perspective», *Journal of International Banking Regulation*, 5 (3): 228-242.

NIETO, María J., y SCHINASI, Garry J. (2007), «EU framework for safeguarding financial stability: Towards an analytical benchmark for assessing its effectiveness», *IMF Working Paper/07/260*, noviembre, International Monetary Fund, Washington.

NIETO, María J., y WALL, Larry (2006), «Preconditions for a successful implementation of supervisors' prompt corrective action: Is there a case for a banking standard in the EU?», *Journal of Banking Regulation*, vol. 7 ³/₄: 191-220.

- OLSON, Mancur (1965), *The Logic of Collective Action*, Cambridge, Harvard University Press.
- PEEK, J.; ROSENGREN, E. S., y TOOTELL, G. M. B. (1999), *Is Bank supervision Central to Central Banking?*, Federal Reserve Bank of Boston.
- PRATI, Alessandro, y SCHINASI, Garry J. (1999), *Financial Stability in European Economic and Monetary Union*, Princeton Studies in International Finance n.º 86, agosto.
- SCHINASI, Garry J., y TEIXEIRA, Pedro Gustavo (2006), «The lender of last resort in the European single financial market», capítulo 23 en *Cross-Border Banking: Regulatory Challenges*, CAPRIO, Gerard Jr.; EVANOFF, Douglas D., y KAUFMAN, George G. (eds.), World Scientific Studies in International Economics, New Jersey.
- TIEMAN, Alexander, y ČIHÁK, Martin (2007), «Internationally active large banking groups», en *Integrating Europe's Financial Markets*, DEGRESSIN, Jörg; FARUQEE, Hamid y FONTEYNE, Wim (eds.), International Monetary Fund, Washington.

APÉNDICE

La integración de los servicios financieros en Europa experimentó un impulso adicional cuando, en el marco del Plan de Acción sobre Servicios Financieros (PASF), las autoridades consideraron que sería conveniente reflexionar acerca de la mejor forma de llevarlo a cabo. Así, los ministros de economía y finanzas de la Unión Europea, reunidos en el ECOFIN de julio de 2000, encargaron a un comité de expertos, bajo la presidencia de Alexandre Lamfalussy, el análisis de las medidas necesarias para lograr la integración de los mercados de valores europeos. Lo más significativo, por sus implicaciones posteriores para el ámbito bancario, fueron las ideas que introdujo acerca de cómo agilizar el proceso legislativo europeo, caracterizado por la lentitud (se señalaba que se necesitaban una media de dos años para que una propuesta de Directiva de la Comisión Europea fuera definitivamente aprobada); rigidez, ya que cambios pequeños de carácter muy técnico en las regulaciones obligaban a reabrir todo el proceso, y limitada efectividad de los resultados, dada la falta de homogeneidad en la transposición de las directivas, así como falta de transparencia por la escasa participación de los intermediarios financieros regulados en la elaboración de normas (1). El *Comité Lamfalussy* propuso salvar esos obstáculos estableciendo un proceso a varios niveles que agilizará la elaboración de normas y garantizara su aplicación uniforme. Peñalosa y Nieto (2004) señalan que la idea fundamental de la propuesta es la separación entre los que deberían ser los principios fundamentales de la regulación (legislación primaria), y los detalles más técnicos (legislación secundaria). El procedimiento legislativo de aprobación conjunta por el Consejo y el Parlamento Europeo (nivel 1) se mantendría para esos principios generales —contenidos en Directivas—, pero, en cambio, se establecería un procedimiento más ágil para el desarrollo de esos principios mediante reglamentos. Este procedimiento se basa en la delegación de poderes —*comitología*— para que un comité (nivel 2) presidido por la Comisión Europea, y en el que están representados los reguladores de los estados miembros, discuta y apruebe el desarrollo reglamentario. En la arquitectura propuesta se reconoce la creciente importancia de la regulación intersectorial y se establece el Comité de Conglomerados Financieros, de nivel 2, que debería coordinarse estrechamente con los otros tres comités sectoriales de ese nivel. Además, se propuso la creación de un comité (nivel 3) formado por supervisores que se encargarían de asesorar a la Comisión y al nivel 2 en la elaboración de la nueva regulación, así como de vigilar que la transposición de las nuevas normas a los sistemas legislativos nacionales y su implementación fueran homogéneas (2). Finalmente, se sugería que la Comisión Europea tuviera poderes reforzados para controlar que las normas estaban siendo transpuestas de forma similar en todos los países (nivel 4). El Informe Lamfalussy preveía que si la arquitectura propuesta no era efectiva en el cumplimiento de sus objetivos, las facultades de elaboración de la legislación secundaria, su ejecución e implementación deberían ser centralizadas en la Unión Europea (Lamfalussy Report: 41).

Las directivas sobre abuso de mercado y sobre folletos de emisión, junto con la revisión de la Directiva de Servicios de Inversión (no así las directivas de capital para las entidades de crédito) fueron puestas en marcha bajo la arquitectura Lamfalussy, que ha demostrado ser efectiva en lo referente a la agilización y mayor transparencia en el proceso de elaboración de estas normas. Si bien puede decirse que existen cuestiones técnicas relativas a la dificultad de separar los ámbitos de la regulación de los niveles 1 y 2, así como la falta de homogeneidad en la transposición de las directivas y las prácticas supervisoras que quedan todavía por resolver.

NOTAS

(1) Lamfalussy Report, «Final report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets». (http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_en.pdf).

(2) El ECOFIN de octubre de 2008 planteó la necesidad de que este mandato se ampliase para llevar a cabo funciones de mediación en los colegios de supervisores y de seguimiento de la estabilidad financiera en la Unión Europea.

El marco institucional de las políticas económicas de la Unión Monetaria Europea ante las dificultades financieras actuales

Joaquín Zamorano Valiña
Joaquín López Pascual

I. INTRODUCCIÓN

Desde el punto de vista de la instrumentación de las políticas económicas, la Unión Monetaria Europea (UME) se caracteriza por una combinación singular consistente en una política monetaria centralizada en el Banco Central Europeo (BCE), y única para todos los estados miembros soberanos, y por unas políticas fiscales muy descentralizadas a cargo de dichos países miembros; tal combinación se conoce como «una única política monetaria y muchas políticas fiscales», y constituye la referencia básica del marco institucional que regula las interrelaciones entre ambas políticas en la zona euro (1). La importancia de este marco institucional es clara: su estabilidad garantiza el correcto funcionamiento de la UME en el sentido de que continúe la integración monetaria y financiera entre los países ya miembros y los nuevos países que se vayan incorporando.

Durante estos años, el *modus operandi* de este marco institucional se ha basado en un diálogo regular entre las respectivas autoridades monetarias y financieras en el llamado Eurogrupo, diálogo que tiene en cuenta las interrelaciones entre ambas políticas y las responsabilidades de ambas autoridades. Pero esto no significa, en absoluto, la existencia de una coordinación *ex ante*; más bien lo que existe es que cada institución y cada gobierno sea responsable de «mantener en orden su propia casa».

Los resultados de esta estrategia en los últimos años pueden calificarse de desiguales, en el sentido de que si bien es evidente que el logro de la estabilidad de precios se ha alcanzado, al menos de acuerdo con las condiciones incorporadas en la estrategia monetaria vigente, se ha asistido a una inflación en los precios de otros mercados, como los financieros y el de la vivienda; que si bien la ratio déficit público/PIB ha descendido en 1,5

puntos porcentuales desde 1999 a 2007, no sólo se puede atribuir al esfuerzo de consolidación fiscal, sino que también hay que tener en cuenta la caída de la partida de los pagos de intereses (premio por la pertenencia a la UME) asociada a la convergencia de tipos de interés en niveles inferiores a los existentes a la constitución de la UME; y, en fin, que si bien la convergencia entre países está creciendo, su ritmo es insuficiente ante los retos existentes, con muchos de los países miembros manteniendo todavía muchas de sus propias idiosincrasias en aspectos vitales para la Unión Monetaria Europea.

Este trabajo destaca que la validez de este marco institucional es cada vez más difícil de mantener no sólo por los resultados obtenidos y reseñados en el párrafo anterior, sino también por las amenazas a las que se enfrenta, provenientes de una serie de factores que tienen su origen tanto en la propia zona del euro como fuera de ella. Como consecuencia, la política monetaria y las respectivas políticas fiscales tienen más difícil alcanzar sus objetivos en estos momentos de dificultades financieras, máxime si se tiene en cuenta la ausencia de una supervisión bancaria común en la zona y la falta de la función de prestamista de última instancia.

Entre los factores que amenazan este marco institucional y que tienen su origen en la propia zona del euro, cabe destacar:

— La entrada de nuevos países con economías aún muy diferentes a las de los países miembros iniciales, con lo que supone de más dispersión en cuanto a resultados económicos y financieros, además de consolidar estructuras de oferta muy distintas. No se ha producido una integración sectorial clara, todavía se mantiene la especialización, con lo que supone de insuficiente sincronización en las fluctuaciones económicas de la zona.

— El discreto ritmo de avance de la integración financiera experimentado en los últimos años, sobre todo en lo que respecta al sector de la banca minorista y al mercado de valores.

Respecto a los factores de origen externo, se pueden destacar los siguientes:

— La cada vez mayor preponderancia de elementos exteriores en la evolución actual de la inflación en la zona del euro. Consecuentemente, el control de la inflación se hace cada vez más difícil para las autoridades monetarias.

— Las actuales dificultades financieras, que, entre otras, están cuestionando las estrategias monetarias de metas de inflación seguidas en los últimos años por la mayoría de los bancos centrales, en el sentido de dudar de la conveniencia de mantener como objetivo exclusivo la estabilidad de precios al consumo, sin tener en cuenta la evolución de los precios de otros activos como los de determinados activos financieros y de las viviendas, sobre todo ante el proceso de crecimiento excesivo que venían presentando.

— Pero, incluso si se acepta la preponderancia de la estabilidad de precios al consumo, las actuales dificultades financieras también están cuestionando cuál es el índice de precios finales adecuado, si aquel que recoge la inflación total o la subyacente, es decir, excluyendo los precios de la energía y de los alimentos, precisamente las dos partidas que más intensamente están creciendo en la actualidad, como hace el BCE. Esto puede llevar a una situación peligrosa para la credibilidad de la política monetaria: que los bancos centrales estén confortables con los logros obtenidos en materia de estabilización de precios, pero alejados del público y de sus sentimientos y expectativas inflacionistas.

— Asimismo, estas dificultades financieras resaltan las carencias de la actual estrategia monetaria en el sentido global, como son la ausencia de la función de prestamista de última estancia y la inexistencia de una función de supervisión bancaria para toda la zona, y la duda sobre la conveniencia de asignar las responsabilidades de supervisión al Banco Central Europeo o, por el contrario, a una agencia independiente. En estas circunstancias, la integración financiera de la zona todavía se hace más difícil.

— Por último, conforme la crisis financiera merme el crecimiento de las economías, se puede asistir a unas crecientes reclamaciones sociales para la adopción de políticas de estabilización basadas en políticas fiscales expansivas, amenazando los saldos presupuestarios y los niveles de deuda establecidos por la Unión Monetaria Europea.

Como consecuencia, se tiene:

— Una no muy elevada homogeneización de los mecanismos de transmisión de la política monetaria en la zona europea.

— Un deterioro evidente en el *trade-off* entre inflación y crecimiento en la zona del euro.

— Una menor disciplina fiscal, que amenaza a los objetivos fiscales contemplados en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). El papel discrecional de la política fiscal es muy limitado, con efectos pequeños sobre la actividad, si los tiene, pero a cambio lleva implícitos unos riesgos considerables en forma de aumento de las fluctuaciones cíclicas, merma del crecimiento económico a medio plazo y revisión al alza de las expectativas de inflación. En definitiva, resalta algo que no conviene olvidar: que la inflación es el resultado de las acciones conjuntas de las políticas monetaria y fiscal.

La cuestión no es baladí. A pesar de las muchas ventajas que la UME ha logrado en sus años de existencia, todavía no ha alcanzado el requisito básico para su supervivencia a medio plazo: seguir avanzando a un mayor ritmo en la convergencia entre los países miembros. A modo de ejemplo, desde 1995, cuando las cotizaciones de las monedas de los países fundadores de la UME se fijaron, Alemania ha registrado una mejora del 40 por 100 en su competitividad, medida por sus costes laborales unitarios, frente a Italia, de un 30 por 100 frente a España y de un 20 por 100 frente a Francia, de acuerdo a las estadísticas de la propia Comisión Europea (CE). Es decir, los hábitos inflacionistas, las estructuras salariales y los niveles de productividad de los quince países que forman parte de la UME continúan siendo todavía muy diferentes, y pueden cuestionar la propia existencia de ésta a medio plazo si no se toman las medidas oportunas.

Este trabajo tiene un doble objetivo: por un lado, recordar las características más importantes del marco institucional actual, en el que se han desarrollado las políticas económicas de la zona del euro en los últimos años, y por otro, analizar la forma en que una mayor dispersión económica de la UME y las consecuencias de las actuales dificultades financieras debilitan el marco institucional de sus políticas económicas. Con esta finalidad, el trabajo se divide en cinco partes, además de esta introducción.

En el apartado II, se muestran las bases macroeconómicas y los prerrequisitos básicos necesarios para que una unión monetaria como la europea funcione. En el III, se describe la situación actual de la zona del euro en lo que respecta a sus grados de especialización y de integración financiera alcanzados. En el IV, se examinan

las consecuencias de la ampliación de la zona euro en la estrategia monetaria. El V muestra las características más importantes de la estrategia monetaria desarrollada por el BCE con la finalidad de referenciar las dificultades que introducen las actuales dificultades financieras sobre la política monetaria. En este apartado se ofrece además otra posibilidad de que la política fiscal afecte negativamente a los objetivos de inflación, como es que genere una perturbación de carácter permanente. En el apartado VI, finalmente, se ofrece el resumen y las conclusiones más importantes, entre las que se podría destacar que es muy difícil seguir con el actual marco y que es tiempo de debatir los objetivos de las respectivas políticas, su coordinación y su forma de anunciarlo a los ciudadanos.

II. BASES MACROECONÓMICAS Y PRE-REQUISITOS PARA LA INSTRUMENTACIÓN DE LAS POLÍTICAS MONETARIAS Y FISCALES EN UNA UNIÓN MONETARIA

1. Cuestiones generales

Lo primero que un marco institucional debe ofrecer es la seguridad de que se respetarán aquellos fundamentos macroeconómicos sobre los que se asientan las políticas económicas para alcanzar sus objetivos. Con esta finalidad, debe garantizar que los objetivos de tales políticas estén perfectamente delimitados, que sus responsabilidades estén claramente asignadas a cada una de las políticas y que posibiliten unos mecanismos lo suficientemente sólidos para lograr una coordinación eficiente de las políticas nacionales de los respectivos países miembros.

En lo que respecta a la política monetaria, estos principios se concretan en lo que el actual marco establece: su objetivo es lograr una estabilidad de precios, puesto que, al menos hasta la aparición de las actuales dificultades financieras, existía un amplio consenso en que es la contribución más importante que dicha política puede hacer para el crecimiento económico, la creación de empleo y la estabilidad social. Además, el marco debe asumir que esta estabilidad de precios sólo se puede alcanzar con unos desfases temporales importantes, por lo que la política monetaria debe instrumentarse desde una orientación a medio plazo que impida el activismo ante perturbaciones puntuales y considere una perspectiva hacia adelante en la instrumentación de la política monetaria. Es decir, la conocida estrategia de metas de inflación.

Por lo que respecta al objetivo de la política fiscal, el marco debe recoger el hecho básico de que las políticas fiscales deben ser saneadas y sostenibles para contribuir al crecimiento económico y la prosperidad. De

esta forma, propiciará un entorno macroeconómico que facilite el logro de la estabilidad monetaria. De no ser así, contribuirá, por una parte, a mermar la credibilidad de la unión monetaria y, por otra, a dificultar el logro de la estabilidad financiera, al constituirse en un elemento determinante de la inflación.

Pero el acuerdo institucional no debe definir sólo una clara especificación entre los objetivos de las políticas económicas, sino que debe tener en cuenta las distintas e importantes interdependencias existentes entre la política monetaria y la fiscal, así como los beneficios de instrumentar las políticas de acuerdo con el seguimiento de determinadas reglas, en lugar de guiarse por la discrecionalidad. Con esta finalidad, la política monetaria plasma la estabilidad de precios en un objetivo cuantitativo que actúa, en este sentido, como una especie de compromiso que se puede utilizar de forma permanente para vigilar y seguir los logros de la política monetaria a medio plazo, y puede constituirse en una especie de mecanismo de coordinación implícito para el resto de los agentes que asuman decisiones. Sin embargo, estos mecanismos de la política monetaria están ausentes en la instrumentación de la política fiscal, debido, en primer lugar, a las restricciones generadas por los ciclos políticos y, en segundo lugar, a la existencia de otros objetivos. Estas restricciones suponen que la política fiscal sea mucho más dependiente que la política monetaria de las consideraciones de corto plazo. Por tanto, el marco institucional debería contemplar unas políticas fiscales con la suficiente flexibilidad para tener en cuenta estas consideraciones. El marco institucional de la UME debe reconocer que las fluctuaciones de la actividad económica se tratan mejor dejando que los estabilizadores automáticos operen libremente y de forma simétrica a lo largo del ciclo. De esta forma, se aliviarían las presiones inflacionistas derivadas de utilizar unas políticas fiscales procíclicas y también se evitaría la aparición de desequilibrios importantes en la deuda pública a medio y largo plazo.

2. Exigencias en uniones monetarias

La instrumentación de las políticas económicas en una unión monetaria debe cumplir, naturalmente, las mismas exigencias generales señaladas en el epígrafe anterior, pero además debe hacer frente a los problemas de coordinación entre la política monetaria y las diferentes políticas fiscales, coordinación que supondrá, en la mayoría de los casos, la aparición de restricciones sobre las políticas nacionales. Más concretamente, dado el gran número de políticas fiscales independientes que pueden beneficiarse de una moneda única y de un acceso a un volumen de ahorro mucho mayor, como corresponde al de la totalidad de la zona, se crean incentivos para la aparición de acti-

tudes poco solidarias (*free rider problem*) si determinados países incurren en endeudamientos excesivos, sobre todo en épocas como las actuales, de creciente incertidumbre económica. Este riesgo es evidente si las respectivas deudas nacionales pueden financiarse al tipo de interés existente en la unión monetaria, tipo de interés que, por definición, no incorpora totalmente los riesgos específicos de cada país. Entonces, parte del coste de ese endeudamiento es traspasado a otros miembros. Podría esperarse que tales incentivos eliminasen la prima de riesgo asignada a la deuda soberana nacional. En ausencia de riesgos cambiarios dentro de la unión monetaria, el papel sancionador del mercado disminuye. Sin embargo, en la práctica, la capacidad de discriminación entre las características de riesgo de las respectivas deudas públicas nacionales tiende a ser muy imperfecta e incompleta, como muestra el estrechamiento de los *spreads* a través de los países y la aparición de un mercado de bonos muy integrado que se ha producido en los últimos años. Y si el endeudamiento excesivo de un país o grupo de países lleva a presiones inflacionistas, o incluso, en el límite, a un riesgo de impago, las implicaciones en términos de política monetaria y de estabilidad financiera será sentida por todos los miembros de la unión monetaria, lo que aumenta la exigencia de un marco fiscal colectivo que limite la emisión de deuda pública.

Pero el que sea necesaria la existencia de unas reglas fiscales en una unión monetaria no deja de tener una serie de costes. Se podría argumentar que las reglas fiscales limitan las funciones de estabilización de la política fiscal y que políticas fiscales activas son muy necesarias en la unión monetaria, dada la pérdida de la política monetaria como instrumento para hacer frente a *shocks* específicos de un país. Pero este argumento parte del supuesto de la efectividad de la política fiscal activa en la estabilización de la zona, supuesto que está cuestionado por la investigación teórica y empírica actual. Además de los típicos *lags* que transcurren entre reconocer la situación en el ciclo y la aprobación de la ley correspondiente, las limitaciones de esta política fiscal activa pueden ser todavía mayores en condiciones de incertidumbre acerca de la evolución de la renta futura, como ocurre actualmente en muchos países de la zona, en donde existe una preocupación creciente respecto a las pensiones públicas y el gasto sanitario ante las tendencias demográficas. En estas circunstancias, una rebaja de los impuestos o un incremento de los gastos fiscales hoy simplemente se traducen en mayores impuestos o menores gastos mañana (*equivalencia ricardiana*). Consciente de esto, cada vez es más frecuente que la reacción del público de los países de la UME a las expansiones fiscales sea, por motivos de precaución, aumentar el ahorro en lugar del consumo.

Es cierto que se dispone del presupuesto estatal, que es un instrumento efectivo para compensar de forma automática las fluctuaciones cíclicas. Pero, incluso en este caso, una política fiscal sólo puede ser un instrumento estabilizador efectivo si existe un margen de maniobra. La evidencia de los países industrializados en los últimos años muestra de forma clara cómo desequilibrios fiscales persistentes limitan ese margen de maniobra necesario para estabilizar la economía, pues a menudo implican asumir una política fiscal restrictiva durante períodos de desaceleración económica para prevenir la aparición de déficit insostenibles y evolución de deuda muy difíciles de satisfacer. Las reglas fiscales bien diseñadas deberían encarar este problema. En el caso del Pacto de Estabilidad y Desarrollo (PED), el requisito de estar cercano al equilibrio o incluso de presentar un superávit se pide para crear ese margen de maniobra, limitando al 3 por 100 el déficit presupuestario. Su logro aseguraría una evolución correcta de la deuda, de forma que no se pone en peligro la sostenibilidad. De esta forma, las reglas contribuirían, más que limitarían, la función de estabilización de la política fiscal. En cualquier caso, debe recordarse que el PED no es una regla para un único país, sino un marco para asegurar la disciplina entre todos los países miembros, sobre todo los pertenecientes a la Unión Monetaria Europea.

En definitiva, el marco institucional debe facilitar una muy clara división de los objetivos de las políticas centralizadas y no centralizadas, es decir, que la política monetaria se dirija a lograr la estabilidad de precios desde una perspectiva de la totalidad de la zona, mientras que la política fiscal debería configurarse de forma tal que sea capaz de absorber los *shocks* específicos de los diferentes países a través de los estabilizadores automáticos. En este marco ideal, incluso si un país adopta una política fiscal insostenible, no desbaratará la política monetaria común, pues en el caso extremo de que dicho país suspenda pagos, no tiene por qué afectar a los otros países ni a la política monetaria. Es decir, se supone que no existen externalidades desde las políticas fiscales nacionales a la zona como conjunto. Los *trade-off* tradicionales de la política fiscal permanecen, sin aparecer nuevas cuestiones por el hecho de la unión monetaria. Obviamente, este escenario no es razonable y se encuentra cada vez más alejado de la actual zona del euro.

III. SITUACIÓN ACTUAL DE LA ZONA EURO. ESPECIALIZACIÓN E INTEGRACIÓN FINANCIERA. UNA PRIMERA APROXIMACIÓN

Los efectos de las políticas monetarias y fiscales insertadas en este marco institucional dependen, obviamente, de las características de la unión monetaria en

que se aplique y, más concretamente, de la especialización alcanzada en la producción y el grado de integración financiera que presenta. El primer factor determina la sincronización de los ciclos en la zona del euro y el segundo, la profundización de los efectos de dichas políticas.

1. ¿El proceso de integración europea ha producido una especialización sectorial entre los países miembros?

Uno de los determinantes de la eficacia del marco institucional de la política monetaria de la zona euro es el grado de especialización alcanzado entre los países miembros, pues dicho grado establece la homogeneidad del mecanismo de transmisión de la política monetaria, sobre todo, en el caso de la UME, ante la disparidad inicial de los países miembros y de que sea la única política común a toda la zona. Se supone, pues, que cuanto mayor sea esta especialización, supondrá una mayor vulnerabilidad a la aparición de *shocks* simétricos y una mayor necesidad de ajustes de precios relativos.

Existen dos argumentos a este respecto. Por una parte, y apoyada por Krugman (1993) y los nuevos modelos de geografía económica, se encuentra la argumentación de que cuando se reducen las barreras comerciales el comercio interindustrial experimenta un crecimiento, y aparecen nuevas oportunidades para explotar economías de escala y alcanzar una especialización de la producción, siempre, naturalmente, que los países presenten una ventaja comparativa. Por consiguiente, las estructuras de producción de los países miembros se transforman en menos diversificadas, y ello hace que sus economías presenten una vulnerabilidad creciente a *shocks* asimétricos y que sus fluctuaciones económicas se convierten en menos sincronizadas. La segunda línea de razonamiento, opuesta a la anterior, está sustentada por Frankel y Rose (1998), y sugiere que la integración europea llevaría, en realidad, a una mayor integración del comercio intraindustrial y, por tanto, a unas estructuras económicas más similares. En este caso, las fluctuaciones económicas serían más sincronizadas a través de la convergencia de las dotaciones de factores y tecnología, y por una menor variabilidad cambiaria, que de otra forma tendería a debilitar el comercio intraindustrial.

La evidencia acerca de si la UME ha favorecido o impedido la especialización de la zona del euro no está todavía clara. De acuerdo con un estudio de la Comunidad Europea, sólo ha habido cambios muy modestos en el patrón de concentración industrial y especialización geográfica dentro de la zona euro. Mientras que la especialización de la producción ha venido aumen-

tando gradualmente desde 1970, la especialización de las exportaciones parece haber disminuido, lo cual se explicaría, al menos parcialmente, por la importancia creciente del comercio intraindustrial. De forma parecida, un estudio sobre la especialización sectorial, llevado a cabo por el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) en 2004, encuentra que las estructuras de producción de los países de la zona del euro son relativamente similares; de hecho, parecen más homogéneas que las correspondientes a Estados Unidos, y parecen relativamente estables a lo largo del tiempo. Por el contrario, otros muchos estudios han llamado la atención sobre efectos de aglomeración o concentración, y afirman que la concentración de factores de producción (al generar un entorno que crea externalidades positivas, garantiza la presencia de competidores y centros de negocios complementarios informales, facilita la disponibilidad de una oferta de trabajo cualificada y de capital y, en fin, posibilita la proximidad a la capacidad de investigación) es cada vez más importante, y realmente podría aumentar la especialización y reducir el comercio entre países.

Al mismo tiempo, investigaciones recientes (Giannone, Reichlin y Sala, 2004) muestran que el riesgo compartido tiende a aumentar en una unión europea, reforzando la necesidad de una mayor especialización de la producción. La peculiaridad de esta vía es que cualquier asimetría resultante en las fluctuaciones económicas no se traducirá en volatilidad de la renta debido a que la propiedad está diversificada. Esto ayudará a una evolución del consumo mucho más estable entre los países y, por tanto, limitará el coste en términos de bienestar de las fluctuaciones del PIB. Agrupando todos los argumentos, el lapso de tiempo desde el inicio de la UME es demasiado pequeño para sacar conclusiones robustas, y mantener una opinión clara sobre los efectos de la UME sobre la especialización es muy difícil.

2. Integración financiera

Otro de los objetivos de la UME es alcanzar la integración financiera. Resulta muy difícil el trasvase de sociedades y economías a la UME, desde regímenes caracterizados por la intervención estatal a economías de mercado, y requiere un sistema financiero que haga suyas funciones que antes eran asumidas por los gobiernos, pero, aun teniendo en cuenta esta dificultad, hay que reconocer que la estructura del sistema financiero es defectuosa. Un sistema financiero de la UME único, realmente integrado, no existe. Obviamente, los sistemas financieros no se encuentran aislados unos de los otros en el sentido de que se puede realizar comercio casi sin restricción alguna, tanto en activos como en servicios financieros, entre los diferentes países. Pero es importante señalar que, si bien no hay prohibiciones

CUADRO NÚM. 1

SITUACIÓN DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA EN LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA

MERCADOS	GRADO DE INTEGRACIÓN
Monetarios:	
a) Sin garantía.....	Casi perfecta
b) Con garantías.....	Avanzada
Bonos:	
a) Públicos.....	Muy avanzada
b) De empresa.....	Media
Valores	Incipiente

Fuente: Banco Central Europeo.

para negociar, si existen obstáculos y costes a esa negociación. Muchas veces, estos obstáculos no son intencionados, pues son restos de las legislaciones nacionales válidas durante mucho tiempo.

La Comunidad Europea (CE) y el BCE son los dos más poderosos alentadores de un sistema financiero integrado y eficiente de la UME, aunque desde perspectivas diferentes. Para la CE, el deseo de construir un sistema financiero integrado y eficiente parte de la necesidad de apoyar el desarrollo económico eliminando todas las barreras al comercio, de forma explícita o implícita. En el caso del BCE, un sistema financiero integrado y eficiente representa un baluarte esencial para la estabilidad macroeconómica en la zona del euro, al tiempo que mejora sus propios instrumentos dirigidos a controlar la liquidez de la zona y, de forma indirecta, afecta a la inflación y las expectativas de inflación. A modo de resumen, se recoge el estado de la integración financiera en la UME, en el cuadro núm. 1, cuyo origen es el propio Banco Central Europeo.

Con respecto a los mercados bancarios, la situación a grandes rasgos se recoge en el cuadro núm. 2.

CUADRO NÚM. 2

GRADO DE INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS BANCARIOS

MERCADOS	GRADO DE INTEGRACIÓN
Banco al por mayor.....	Muy avanzada
Actividades de los mercados de capitales.....	Avanzada
Banca al por menor.....	Muy baja

Fuente: Banco Central Europeo.

En definitiva, el grado de integración financiera es importante, pero todavía insatisfactorio, en el sentido de que para que el marco institucional de las políticas económicas continúe siendo eficaz, el ritmo de avance de la integración financiera debiera haber sido mucho mayor.

IV. LAS CONSECUENCIAS DE LA AMPLIACIÓN DE LA ZONA DEL EURO EN LA ESTRATEGIA MONETARIA

Como se ha señalado en el apartado III, los países miembros de la zona del euro mantienen todavía un elevado grado de su propia idiosincrasia. Esto implica que, ante una perturbación común, su transmisión no lo sea, apareciendo asimetrías que complican la estrategia monetaria del banco central único en uniones monetarias como la zona europea. Conforme entren nuevos miembros y la dispersión se amplie, estas asimetrías aumentarán, lo que determina que la homogeneidad de los mecanismos de transmisión de la política monetaria de la zona pueda verse reducida.

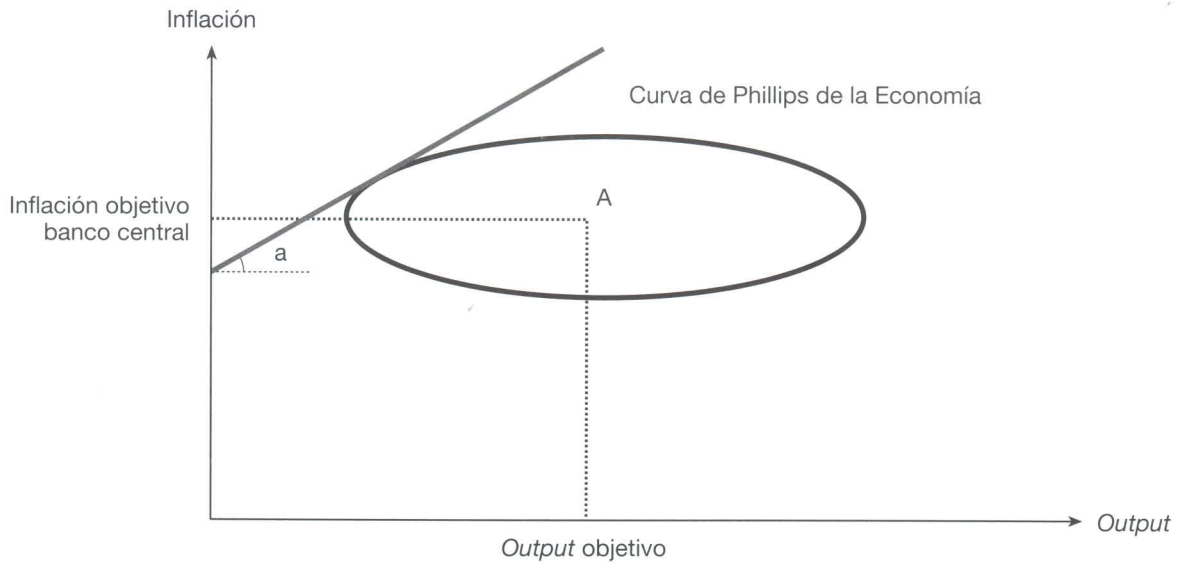
En este caso, el banco central debería plantearse la utilización en su estrategia monetaria respecto a valores de las variables clave, como la inflación y el desempleo, que se obtengan de agregar las respectivas variables de cada uno de los países miembros, en lugar de utilizar variables referidas a toda la zona, como es el caso de la UME en la actualidad. La razón es muy simple: en la primera estrategia, ante una perturbación, la respuesta de la inflación tiene en cuenta la dispersión que exista en cada momento, mientras que en la actual estrategia esta dispersión no se tiene en cuenta.

1. Modelo básico

La forma de analizar las estrategias de un banco central parte de que su regla de política monetaria se obtiene minimizando una función de pérdidas sujeta a su estructura de oferta, que no es sino su curva de Phillips ampliada con expectativas. La función de pérdida recoge las preferencias del banco central respecto a alcanzar sus objetivos de precios y de empleo y *output*.

Los bancos centrales se comportan de manera que minimizan la función de pérdidas que recoge sus dos preocupaciones: la inflación, π , y el nivel de *output*, y . Se supone que los bancos centrales tienen un objetivo de inflación, π^{OBJ} , y desean minimizar las fluctuaciones alrededor de ese nivel. La forma más simple de recoger este deseo es mediante la minimización de la función de pérdidas del tipo $(\pi - \pi^{OBJ})$, pues de esta

GRÁFICO 1
FUNCIÓN OBJETIVO DEL BANCO CENTRAL



forma se recoge, por una parte, que se desea evitar desviaciones tanto por encima como por debajo de la inflación objetivo y, por otra, el hecho de que el banco central tendrá una pérdida mayor conforme la inflación esté más alejada del nivel fijado (desutilidad marginal decreciente ante aumentos de la diferencia.) Respecto al *output*, se supone convencionalmente que el banco central tiene como nivel de *output* deseado el nivel de equilibrio, y_e , que se supone que se conoce, y entonces busca minimizar la diferencia entre $y - y^{OBJ}$. La pérdida del banco central asociada a un *output* distinto del deseado es $(y - y^{OBJ})^2$, recogiendo de nuevo la actitud simétrica a desviaciones positivas y negativas. El banco central entiende el modelo y se da cuenta de que la inflación será constante sólo si $y = y^{OBJ}$. Estos objetivos también se pueden expresar en términos de tasas de desempleo, u , y cuyo objetivo se supone que es la tasa natural, u^N .

Sumando las dos funciones de pérdida, se obtiene la función objetivo de un banco central:

$$L = (\pi - \pi^{OBJ})^2 + \beta (u - u^N)^2$$

donde β es la ponderación relativa que el banco central da a la pérdida derivada de no obtener la tasa de desempleo objetivo. Cuando $\beta < 1$, el banco central da menos importancia a las desviaciones del *output* de su objetivo que a las desviaciones de la inflación del suyo. Por tanto, un banco central que rechace la inflación y, por tanto, goce de una elevada credibilidad antiinflacionista presentará β menor.

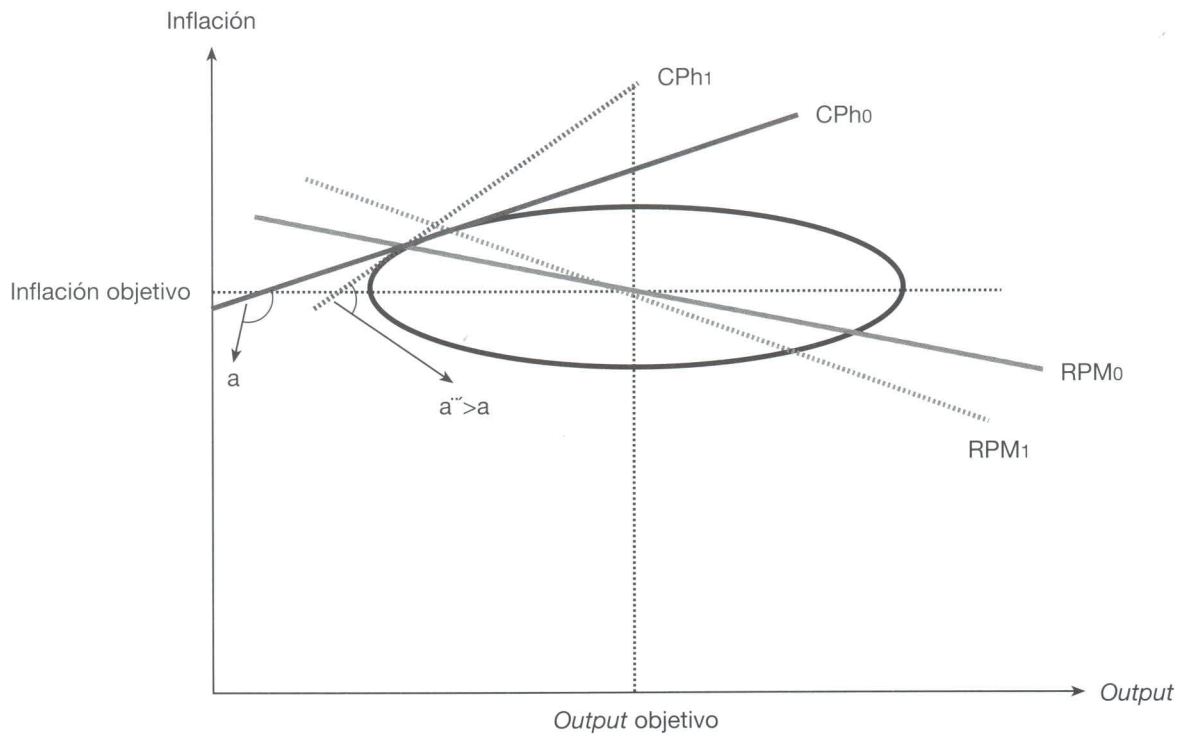
La pérdida nula se asigna al punto en que se alcanzan los objetivos de inflación y *output* (punto A) en el gráfico 1. Las pérdidas asociadas a no alcanzar los objetivos por parte del banco central, que se puede caracterizar por un banco con un β relativamente elevado, se recogen por una función objetivo de forma elíptica, en lugar de circular, que es cuando el banco central correspondiente otorga igual importancia a ambos objetivos ($\beta = 1$).

Además, se supone que los bancos centrales pueden controlar el nivel de *output* por su capacidad de utilizar la política monetaria para controlar la demanda agregada. Sin embargo, no pueden controlar la inflación directamente, sino sólo de forma indirecta, a través de y . El *output* afecta a la inflación a través de la curva de Phillips, del tipo $u_i = u_i^e - a_i (\pi_i - \pi_i^e) + \varepsilon_i$, donde π^e recoge las expectativas de inflación, y a es la pendiente, y muestra la sensibilidad de la inflación al estado del mercado de trabajo; si es mayor que uno, la curva de Phillips será muy inclinada, indicando que cualquier descenso del *output* tiene un efecto grande en la reducción de la inflación.

Entonces, los bancos centrales de economías que se enfrenten a una estructura de oferta que suponga una curva de Phillips muy inclinada lo tienen más fácil, en el sentido de que se exige un pequeño aumento del desempleo (caída del *output*) para alcanzar cualquier descenso deseado de la inflación. Estos parámetros de la curva de Phillips dependen de las estructuras salariales, de los niveles de productividad y de los sesgos inflacionistas de cada país (gráfico 2).

GRÁFICO 2

BANCO CENTRAL EN UNA ZONA MONETARIA CON DIFERENTES ESTRUCTURAS DE OFERTA



2. Las asimetrías de la zona del euro

La asimetría derivada de perturbaciones diferentes se introduce al considerar que las curvas de Phillips son diferentes de un país a otro, de forma que:

$$u_i = u_i^n - a_i (\pi_i - \pi_i^e) + \varepsilon_i$$

donde i denota los diferentes países, $i = 1, 2, 3, \dots, N$, u_i es la tasa de desempleo del país i y u_i^n , la tasa de desempleo natural del país i . El parámetro a_i recoge el efecto de los impulsos de la inflación sobre el mercado de trabajo. Como se han supuesto perturbaciones comunes, pues de lo que se trata ahora es de analizar las asimetrías derivadas de los mecanismos de transmisión, entonces, $\varepsilon_i = \varepsilon$ para toda i . En definitiva, la zona euro se está caracterizando por la aparición de *shocks* simétricos que se transmiten de forma asimétrica y con incertidumbre respecto al proceso de transmisión. La inflación de cada país se recoge por la variable π_i , donde se supone que la inflación objetivo es cero y la tasa de desempleo de las autoridades coincide con la tasa natural, u_i^N .

En este marco, la política monetaria única en una unión monetaria como la UME puede ser llevada a cabo de dos formas diferentes (De Grauwe y Sénégas, 2003):

— El banco central común puede elegir minimizar una supuesta función de pérdida tradicional que resulta de la media ponderada de las respectivas funciones de pérdida de los países miembros. La literatura llama a esta aproximación agregación nacional (AG).

— El banco central común minimiza una función de pérdidas tradicional definida en términos de variables agregadas de la zona del euro; es decir, inflación media y tasa de desempleo media. A esta aproximación se la denomina agregación de la zona euro (AZE).

Con las precauciones propias de estas afirmaciones, esta última aproximación es la utilizada por el BCE, y lo que es importante es si es la más adecuada a las circunstancias actuales. Es decir, se trata de comparar ambas estrategias.

Estrategia 1. Banco central común que minimiza una función resultado de una media ponderada de las funciones de pérdida de cada país.

Cada país presenta una función de pérdidas del tipo:

$$L_i = (\pi - \pi^{OBJ})^2 + \beta (u_i - u_i^N)^2 = \pi^2 + \beta (u_i - u_i^N)^2$$

donde β representa el peso relativo que el banco central sitúa en el *output gap* (o desempleo *gap*) respecto

a alcanzar el objetivo de inflación. Entonces el banco central de una unión monetaria determina su estrategia óptima minimizando la función de pérdida media de las respectivas funciones de pérdidas de cada uno de los países miembros:

$$FP^{AN} \equiv \sum_{i=1}^N \mu_i \cdot L_i$$

donde μ_i es el peso asociado al país i en el cálculo de

la función de pérdidas agregada. Entonces, $\sum_{i=1}^N \mu_i = 1$. Por

último, se supone que cuando los países forman una unión monetaria la inflación es la misma en todos los países, debido a que los países comparten unas mismas condiciones monetarias, además de que las autoridades monetarias controlan directamente la inflación y, en fin, a que las diferencias de inflación que se observan entre los países miembros se deben más al llamado efecto Balassa-Samuelson, que tiene un carácter estructural y, por tanto, no muy influenciado por la política monetaria.

Entonces, la función de pérdidas de esta aproximación será:

$$FP^{AN}(\pi) = \pi^2 + \beta \sum_{i=1}^N \mu_i (u_i - u_i^N)^2$$

y entonces el banco central común minimiza esta función de pérdidas sujeta a la restricción ejercida por la curva de Phillips de cada uno de los países. La inflación óptima que minimiza esta función es π^{AN} . El resultado es:

$$\pi^{AN} = \frac{\beta a_{ZE}}{1 + \beta (a_{ZE}^2 + \phi_{a_{ZE}}^2)} \varepsilon$$

donde $\phi_{a_{ZE}}^2 \equiv \sum_{i=1}^N \mu_i (a_i - a_{ZE})^2$, que mide la dispersión de

los parámetros nacionales de transmisión. Es decir, mide la asimetría del proceso de transmisión, y es obvio que cuando aumenta la inflación óptima se reduce. Es definitiva, ante la aparición de una perturbación, si la dispersión es muy elevada, la reacción de la inflación óptima será menor (menor su variabilidad) a cambio de un aumento de la variabilidad de las tasas de desempleo nacionales.

Estrategia 2. Banco central común que minimiza una función de pérdidas definida en términos de variables referidas a toda la unión monetaria.

Esas variables se refieren a variables definidas a escala de unión monetaria (UME, en este caso) y se reconocen por el prefijo ZE. Así,

$$u_{ZE} \equiv \sum_{i=1}^N \mu_i u_i; u_{ZE}^N \equiv \sum_{i=1}^N \mu_i u_i^N; \pi_{ZE} \equiv \sum_{i=1}^N \mu_i u_i = \pi$$

La función de pérdidas que este banco central común intenta minimizar con esta estrategia se define como sigue:

$$FP^{ZE} = \pi^2 + \beta (u_i - u_i^N)^2 = \pi^2 + \beta \left[\sum_{i=1}^N \mu_i (u_i - u_i^N) \right]^2$$

y está sujeta a una curva de Phillips que, dado el supuesto de linealidad, es una curva de Phillips de la zona y, por tanto, con variables de la zona como un agregado. Es decir,

$$u_{ZE} = u_{ZE}^N - a_{ZE} (\pi - \pi^e) + \varepsilon$$

con $a_{ZE} = \sum_{i=1}^N \mu_i a_i$, que no es sino el parámetro que recoge la transmisión media. En estas circunstancias, la

inflación que minimiza esa función de pérdidas es π^{ZE} , y es igual a:

$$\pi^{ZE} = \frac{\beta a_{ZE}}{1 + \beta (a_{ZE}^2)} \varepsilon$$

Esta inflación óptima sería la que se obtuviese si se estudiase un único país. Como puede observarse, la inflación óptima en esta estrategia no tiene en cuenta la dispersión de los diferentes parámetros que recogen las pendientes de las diferentes curvas de Phillips; es decir, la asimetría del proceso de transmisión.

Por tanto, adoptar una estrategia de agregación nacional resulta, sin lugar a dudas, la mejor estrategia para tratar con las asimetrías (2).

Comparando las Estrategias

Las estrategias pueden compararse utilizando una medida común de bienestar que será la pérdida que resulte de la media ponderada de las pérdidas que pueden obtenerse en cada una de esas estrategias:

$$P \equiv E_{\varepsilon} \left[\sum_{i=1}^N \mu_i L_i \right] = E_{\varepsilon} (FP^{AN})$$

donde E es la esperanza respecto a la distribución de ε . De acuerdo con De Grauwe, y Sénégas (2003), se tiene:

$$FP^{AN} = FP^{ZE} + \beta \left[\sum_{i=1}^N \mu_i (u_i^G - u_{ZE}^G)^2 \right] = FP^{ZE} + \beta \theta_{UG}^2$$

donde $\theta_{UG}^2 \equiv \sum_{i=1}^N \mu_i (u_i^G - u_{ZE}^G)^2$, que mide la dispersión

entre las diferentes tasas de desempleo nacionales. De nuevo aparece la dispersión: las dos estrategias serán equivalentes si, y sólo si, no existe dispersión de las tasas de desempleo en la unión monetaria y/o las autoridades monetarias no tienen en cuenta estabilizar el *output* en su función de pérdidas.

En definitiva, el BCE tiende a mostrar una escasa homogeneización de los mecanismos de transmisión de su política monetaria de la zona. Como consecuencia, las reglas de política monetaria (RPM) que surgen de unir los puntos de tangencia entre la función objetivo y las respectivas curvas de Phillips son diferentes (RPM₀ y RPM₁) en el gráfico 2, expresando que sus medidas tienen un efecto muy diferente según los diferentes países.

V. POLÍTICAS FISCALES DEFICIENTES Y OBJETIVOS DE INFLACIÓN

Otra fuente de amenaza al marco institucional de las políticas económicas de la UME proviene de la política fiscal. En una unión monetaria, el tratamiento inicial de una desaceleración se hace mediante la política fiscal, lo que supone un elemento de divergencia entre los países miembros y, sobre todo, una amenaza a la política monetaria, pues una política fiscal deficiente puede mermar la capacidad de un banco central para controlar la inflación debilitando la propia estrategia incorporada en el objetivo de inflación por la expansión de la demanda pública, precisamente cuando el BCE necesita combatir los *shocks* inflacionarios con tipos de interés más elevados. Con todos los países comportándose de esta forma, el BCE acaba enfrentándose no sólo a esos *shocks*, sino al aumento del déficit público. Aunque el BCE alcance el éxito en lo que a la inflación respecta, el resultado final será más altos tipos de interés y una situación peor para todos. A continuación se muestra el marco teórico de referencia que se utiliza, y que no es otro que el que responde a la teoría fiscal de la inflación (Woodford, 2003).

1. Fundamentos de la teoría fiscal de la inflación

Considérese un gobierno que financia su déficit fiscal ($G + iB - T$) emitiendo deuda (B) y dinero (M). Es decir:

$$B_{t+1} + M_{t+1} - B_t - M_t = G_t - T_t + i_t B_t \quad [1]$$

Definiendo los pasivos totales del gobierno por $V = B + M$, denominando s al superávit fiscal primario ($G-T$) y resolviendo [1] de forma recursiva hacia delante se tiene que:

$$(1 + i_t) V_t / P_t = \sum_{k=t}^{\infty} \delta_k (s_k + i_k M_k / P_k) \quad [2]$$

Donde δ es el factor de descuento (valor presente de un euro pagadero en el período t) y está inversamente relacionado con la trayectoria del tipo de interés real:

$$\delta_t = \prod_{j=1}^T = \left[\frac{1}{(1 + r_j)} \right]$$

Por lo que respecta a la demanda de dinero, L , se hace depender del tipo de interés y de la renta, de modo que la restricción presupuestaria del gobierno se puede expresar de la siguiente manera:

$$(1 + i_t) V_t / P_t = \sum_{k=t}^{\infty} \delta_k [s_k + i_k L(i_k, Y_k)] \quad [3a]$$

Esta restricción señala que el valor presente del superávit fiscal primario en términos reales (s) más el señoreaje [$i L(i_k, Y_k)$], que, a partir de ahora, se denotará por n , debe ser igual al *stock* de pasivos netos reales del gobierno (gobierno más banco central), de forma que la restricción presupuestaria anterior se expresa por la siguiente ecuación:

$$(1 + i_t) V_t / P_t = \sum_{k=t}^{\infty} \delta_k (s_k + n_k) \quad [3b]$$

Otra forma de mostrar lo que la restricción señala es que, a lo largo del tiempo, un gobierno no puede elegir una senda de gasto siempre superior a sus ingresos, reembolsando deuda existente con otra cada vez mayor, es decir, los gobiernos no pueden participar en un juego de Ponzi.

El banco central correspondiente se enfrenta a dos posibles políticas fiscales: una que se puede calificar de responsable y otra de relajada o irresponsable.

2. Responsabilidad fiscal

En este caso, el gobierno fija una trayectoria para s que sea consistente con la restricción presupuestaria que toma como dada una trayectoria de precios cohe-

rente con las metas inflacionistas de la economía. Esto le permite al banco central llevar a cabo la política monetaria para cumplir con la meta y no tener contradicciones con el diseño de la política fiscal.

En este régimen *ricardiano*, la política fiscal tiene en cuenta, como se ha señalado, su restricción presupuestaria intertemporal, lo que permite que los precios y el tipo de interés puedan ser determinados exógenamente por el banco central. Lo único que se necesita es que se genere un superávit primario suficiente como para rembolsar la deuda y evitar que ésta aumente indefinidamente.

Aun en este caso, es posible que haya expectativas que generen procesos inflacionistas e inestabilidad de precios. La solución para ello es tener un compromiso con una regla fiscal. Por ejemplo, una regla de presupuesto equilibrado o superávit constante. Cabe señalar a este respecto que para permitir que operen los estabilizadores automáticos y permitir una política fiscal contracíclica la regla sería mejor definirla con respecto al superávit estructural (excluidos los pagos de intereses).

3. Relajación fiscal

El gobierno sigue estando sujeto a la restricción presupuestaria mostrada por la ecuación [3b], pero la trayectoria de su superávit no necesariamente es consistente con una meta inflacionista dada. Dada la meta de inflación (una trayectoria de precios), la política fiscal no satisface dicha restricción.

¿Cómo se cumple entonces la restricción presupuestaria? El ajuste se logra con un aumento de P , es decir, la inflación permite cerrar el presupuesto por la vía de lo que se ha venido en llamar la licuación de pasivos. Como consecuencia, el banco central no puede cumplir con la meta de inflación. Es decir, en un régimen no *ricardiano*, la política fiscal no tiene en cuenta su restricción presupuestaria intertemporal, por lo que P y r son las variables endógenas que se ajustan para que la restricción se satisfaga, es decir, para que la deuda no sea repudiada.

Obviamente, la introducción de deuda en términos reales (indexada) puede servir como señal de compromiso fiscal para no licuar deudas. Pero, si la política fiscal es muy relajada, aparecerán problemas de índole parecida a los que se derivaban de la desagradable aritmética monetarista. La inflación puede situarse en niveles muy elevados para aumentar la recaudación vía señoreaje, e incluso, en el corto plazo, una contracción monetaria puede ser inflacionista (si M se contrae, P tiene que aumentar).

4. Políticas fiscales deficientes y regla de Taylor

Otra forma en la que las políticas fiscales deficientes pueden contribuir a mermar la capacidad que poseen los bancos centrales para lograr sus metas de inflación es la creación de perturbaciones de carácter permanente que anulen la eficacia de la regla de Taylor. Se contempla un horizonte temporal de dos períodos.

El banco central elige un objetivo para los tipos de interés a largo plazo acorde a las metas inflacionistas establecidas. Cuando la tasa esperada de inflación se sitúa por encima de la establecida como objetivo, el banco central debería responder de forma decidida y situar los tipos de interés nominales por encima de su nivel objetivo a largo plazo y por una cuantía superior al aumento experimentado por la tasa de inflación esperada. Este aumento del tipo de interés nominal supone, a su vez, un incremento del tipo de interés real (tipo de interés menos la tasa esperada de inflación), que es el tipo de interés que, en última instancia, influye en la demanda agregada.

Con un tipo de interés real mayor, los consumidores que presentan un comportamiento basado en el futuro (*forward looking*) entienden que existe un incentivo a posponer su consumo. Si, efectivamente, reducen el consumo actual y ahorran más ante la mayor remuneración ofrecida por la existencia de tipos de interés más elevados, podrán consumir más mañana. Entonces, el banco central al propiciar una elevación de los tipos de interés nominales está contribuyendo a reducir la demanda en la actualidad y a contener el componente de gasto que puede tener ese episodio inflacionista.

El atractivo de utilizar la regla de Taylor para guiar la política monetaria es que el banco central no necesita conocer si el aumento de la tasa de inflación esperada se debe a una perturbación transitoria que tenga su origen en factores de demanda, de oferta o provenga de los mercados financieros.

En efecto, supongamos, por ejemplo, que aparezca un aumento transitorio de la demanda que se manifieste durante un único período. El exceso de demanda resultante crea una expectativa de inflación mayor. Si el banco central sigue la regla de Taylor, debería reaccionar elevando los tipos de interés nominales por encima de los niveles establecidos como objetivos para que aumenten los tipos de interés reales, que son los significativos para las decisiones de gasto de los consumidores. Como ya se ha señalado, este incremento de los tipos de interés reales convencería a los consumidores de posponer su gasto, con la subsiguiente reducción de los niveles de demanda agregada y de inflación. En el período siguiente, el incremento original de la demanda desaparecería, lo que llevaría a la

tasa de inflación hacia su objetivo y facilitaría a los bancos centrales que, a su vez, pudiesen reducir los tipos de interés nominales hasta situarlos de nuevo en los niveles considerados como objetivos. Los movimientos transitorios en los tipos de interés eliminan la inflación; si no se hubieran movido, los episodios de inflación se habrían materializado.

Sea ahora el ejemplo el de una perturbación de oferta de carácter también transitorio: un descenso de la oferta de la energía y, en general, de las materias primas, tal como está ocurriendo en la actualidad, que suponga un incremento de su precio y, por ende, un mayor coste de producción para las empresas que utilicen como *input* esa forma de energía. De acuerdo con la función de producción *standard*, este incremento del coste de producción implica un descenso del nivel de producción potencial, lo que, *ceteris paribus*, generaría una situación de exceso de demanda (cabe señalar que si la perturbación de oferta tuviera un carácter permanente, no generaría un exceso de demanda, ya que el valor presente de las rentas futuras descendería en la misma magnitud que lo hace la oferta actual).

De nuevo, el exceso de demanda crea la expectativa de una inflación futura mayor, y el banco central reaccionaría de idéntica manera que lo haría cuando la perturbación fuera de demanda e igualmente de carácter transitorio. El mayor incremento de los tipos de interés nominales eleva los tipos de interés reales, lo que llevaría a los consumidores a posponer su consumo en un período en el que la perturbación ha generado una reducción de la oferta.

En el período siguiente, cuando la oferta regresa a su nivel normal, el exceso de demanda y la mayor inflación anticipada desaparecen, lo que posibilita al banco central a situar de nuevo sus tipos de interés en los niveles objetivos. De esta forma, nuevamente el incremento de los tipos de interés elimina la necesidad de que los precios aumenten, manteniendo la estabilidad de precios.

Por último, supongamos que aparece una perturbación en los mercados financieros ante, por ejemplo, una mejora de la tecnología financiera. Ya que esta perturbación afecta a la demanda agregada a través de los tipos de interés, no tiene efectos inflacionistas siempre que los bancos centrales tengan establecidas metas inflacionistas y mantengan los tipos de interés a los niveles objetivo.

En definitiva, no importa la fuente de la perturbación que afecte a la economía, siempre que sea de naturaleza transitoria. Si el banco central sigue la llamada regla de Taylor —es decir, ante expectativas de mayor inflación reacciona con aumentos de tipos de interés supe-

riores a esa mayor inflación esperada—, tendrá éxito en su intento de alcanzar las metas inflacionistas establecidas y, por ende, en establecer las bases para acceder a un crecimiento económico sostenible.

Pero ¿qué sucede cuando la economía se enfrenta a perturbaciones de carácter permanente? ¿Sigue el banco central teniendo capacidad de controlar la inflación a través de la regla de Taylor, con independencia de la actitud que adopte la política fiscal?

5. El comportamiento de las autoridades fiscales

Más concretamente, ¿de qué forma la política fiscal puede crear una perturbación a la economía de carácter permanente? El ejemplo más evidente es a través de una reducción de la tasa impositiva. Este descenso hace incrementar el valor presente de la renta disponible y, como consecuencia, conciencia al consumidor con visión futura (*forward looking*) de que tiene más capacidad de consumo no sólo ahora, sino también en el futuro. Este suceso puede ser considerado como un aumento permanente de la demanda que llevaría a un incremento de la inflación esperada.

De acuerdo con la regla de Taylor, y ante el aumento de la inflación esperada, el banco central debería reaccionar elevando los tipos de interés nominales de forma que también aumenten los tipos de interés reales. Como ya se ha señalado, esta acción llevaría a que los consumidores pospongan el consumo en el período actual y, por tanto, a prevenir que aparezca una mayor tasa de inflación.

Pero, ante la aparición de una perturbación de demanda de carácter permanente, la situación en el período siguiente es muy distinta a la que aparece cuando la perturbación es de carácter transitorio. En el próximo período, el consumo es más elevado que el existente en su nivel original debido a que la reducción de la tasa impositiva ha llevado a un incremento permanente de la demanda, y a que los consumidores posponen deliberadamente su gasto ante los tipos de interés mayores. Por estas dos vías, tanto el exceso de demanda como la inflación esperada son mayores en el período siguiente que en el actual. La política del banco central de elevar los tipos de interés para reducir la demanda sólo funciona si lo que se necesita es una reducción transitoria en la demanda para compensar una perturbación de carácter transitorio. Cuando la perturbación es de carácter permanente, el incremento de los tipos de interés solo lleva a posponer la inflación. Y cuando la inflación se manifiesta, es a una tasa más elevada que la existente originalmente, debido a la acumulación de exceso de demanda generado por el retraimiento del consumo.

La eliminación de este exceso de demanda creado por la reducción de la tasa impositiva sólo puede ser llevada a cabo por la inflación. A través de ella, el valor real de los activos nominales del consumidor (liquidez monetaria y bonos públicos) se reducen; esta reducción actúa como si fuera una especie de impuesto sobre la riqueza denominada en la moneda nacional. Una vez que el descenso de la riqueza privada compensa la reducción del valor presente de los pasivos fiscales, entonces la demanda regresa a su nivel original. Esta inflación está causada por la política fiscal, y es necesaria para restaurar el equilibrio entre la oferta y la demanda. Por tanto, de acuerdo con la teoría fiscal del nivel de precios, los bancos centrales se encuentran sin capacidad para prevenir esta clase de inflación; de hecho, sólo pueden determinar su magnitud y el momento en que ocurre.

Los consumidores pueden reaccionar de otra forma ante una reducción de la tasa impositiva. Si creen que esa reducción de la tasa impositiva será amortiguada en el futuro por elevaciones de la propia tasa o por reducciones del gasto público, la reducción de la tasa impositiva puede no generar una perturbación de carácter permanente.

VI. RESUMEN Y CONCLUSIONES

El actual marco institucional en el que se desarrollan las políticas económicas de la UME se enfrenta a una serie de retos que le exigen cambios importantes. A los efectos derivados de la incorporación de nuevos miembros con estructuras económicas y financieras todavía muy alejadas de las que caracterizan a los países de referencia de la zona, se le añade el hecho de una escasa especialización y una lenta integración financiera. Como consecuencia, los mecanismos de la política monetaria no son muy homogéneos, y resulta muy difícil la disciplina fiscal exigida en el Pacto de Estabilización y Crecimiento (PEC), como recoge el que las ratios de deuda/PIB superen el 60 por 100 en la mayoría de los países.

Y aunque son innegables los grandes logros obtenidos por la UME en los años de su vigencia, debe tenerse en cuenta que la condición básica para la supervivencia de una unión monetaria a medio plazo, esto es, la convergencia real entre los países miembros, no se ha alcanzado, al menos en el grado necesario y esperado. Esto sería suficiente para reforzar el marco institucional vigente.

Pero es que además esta fragilidad del marco institucional de las políticas económicas de la UME se ha visto agravada con la aparición de las actuales dificultades financieras e inflacionistas, que han llevado a

cuestionar la estrategia monetaria llevada a cabo por los principales bancos centrales, incluido el BCE, en el sentido de que, en las actuales circunstancias, una inflación constante no proporciona en absoluto información alguna acerca de si la política monetaria es la adecuada, y los logros obtenidos no son compartidos por la opinión pública, cuya sensación inflacionista es mucho mayor.

Para ello, los cambios de la estrategia monetaria deben dirigirse a dotarla de un mayor grado de homogeneización en sus mecanismos de transmisión, de forma que la restricción a la que se enfrenta el BCE y su regla de decisión sea parecida para todos los países. Es necesaria la ayuda de todos aquellos factores que lleven a la unificación de estructuras salariales, la asimilación de procesos de producción parecidos y parecidas expectativas de inflación en todos los países de la zona, lo que contribuirá a que su función, además de homogénea, sea más fácil de realizar. Asimismo, la no ingerencia en la aparición de un burbuja, sobre todo en la vivienda, no es una actitud apropiada para países miembros de la UME, acaso habría que utilizar los impuestos ligados a la vivienda para amortiguar futuros ciclos alcistas.

Respecto a la política fiscal, las dificultades financieras actuales tienden a que asuma un papel de estabilización, en lugar de su función de estabilizador automático. Países de la zona euro con grandes déficit presupuestarios y todavía altas ratios de deuda necesitan dar prioridad al cumplimiento de los requisitos de consolidación incluidos en el (PCE), con la finalidad de alcanzar los objetivos a medio plazo (OMP). Esto les ofrecerá una panorámica suficiente para dejar que los estabilizadores automáticos operen libremente y alisar los ciclos económicos. Entonces, deberían resistir la tentación de adoptar acciones fiscales, con la finalidad de intervenir en la economía con efectos a corto plazo, que lo único que hacen es amenazar las perspectivas de crecimiento económico y la sostenibilidad fiscal a largo plazo. Además, la discrecionalidad fiscal incorpora un riesgo cierto de inflación. La razón más conocida, incorporada en la llamada teoría de la determinación del nivel de precios, es que en economías con elementos no ricardianos la política fiscal no tiene en cuenta la restricción presupuestaria intertemporal, por lo que el nivel de precios y el tipo de interés real se convierten en variables endógenas que se ajustan para cumplir dicha restricción. Es decir, la inflación permite cerrar el presupuesto por la vía de lo que se conoce como la licuación de pasivos. Como consecuencia, los bancos centrales no pueden conseguir sus metas de inflación.

Este trabajo señala otra razón que merma la capacidad de los bancos centrales para controlar la inflación, como es la capacidad que la política fiscal tiene de crear

perturbaciones de carácter permanente a través, por ejemplo, de una reducción de impuestos. Entonces, la regla monetaria más utilizada, la de Taylor, deja de ser eficaz. Esta incapacidad de controlar la inflación ocurre incluso cuando el banco central posee la independencia legal; políticas fiscales deficientes les supone a los bancos centrales perder independencia funcional. Y un banco central subordinado por este tipo de política fiscal no está en condiciones de cumplir adecuadamente sus objetivos de inflación. Evitar y controlar estas dificultades supone un argumento adicional a los ya existentes para la introducción de reglas fiscales, pues posibilita a los bancos centrales recuperar esa independencia funcional, y así poder continuar aplicando la política monetaria consistente con sus objetivos y fortalecer la credibilidad de las políticas macroeconómicas.

NOTAS

(1) Esta configuración de la UME obedecía, por una parte, a las dificultades iniciales que existían para alcanzar un compromiso mayor, ante las diferencias existentes por aquel entonces, y por otra, al deseo de reflejar el consenso que existía respecto a que la estabilidad macroeconómica, basada en unas finanzas públicas sólidas y una política monetaria orientada a la estabilidad de precios, era un requisito previo para alcanzar una unión monetaria estable y con crecimiento económico sostenible.

(2) DE GRAUWE y SÉNÉGAS (2003) desarrollan este análisis en condiciones de incertidumbre, llegando a la misma conclusión respecto a las estrategias del banco central.

BIBLIOGRAFÍA

BLANCHARD, O., y GALI, J. (2007), «Real rigidities and the new keynesian model», *JMCB* (39-1), febrero: 35-66.

BENIGNO, P., y WOODFORD, (2007), «Optimal inflation targeting under alternative fiscal regimes», en MISHKIN, F., y SCHMIDT-HEBBEL, K. (eds.), *Monetary Policy under Inflation Targeting*, Santiago, Banco Central de Chile: 37-75.

DE GRAUWE, P. (2007), «There is more to central banking than inflation targeting», *VOX*, noviembre.

DE GRAUWE, P., y SÉNÉGAS, M. A. (2003), «Monetary policy in EMU when the transmission is asymmetric and uncertain», *CESIFO WP n.º 891*.

ENGLISH, W. B. (1999), «Inflation and financial sector size», *Journal of Monetary Economics*, vol. 44, diciembre: 379-400.

ERCEG, C.; HENDERSON, D., y LEVIN, A. (2000), «Optimal monetary policy with staggered wage and price contracts», *Journal of Monetary Economics*, 46 (2): 281-313.

FRANKEL, J., y ROSE, A. (1998), «The endogeneity of the optimum currency area criteria», *Economic Journal*, 106, julio.

GIANNONE, D.; REICHLIN, L. y SALA, L. (2004), «Monetary policy in real time», en *NBER Macroeconomics Annual*, ed. por M. GERTLER y K. ROGOFF, MIT Press: 161-200.

KRUGMAN, P. (1993), «Lesson of Massachusetts for EMU», en GIAVAZZI y TORRES (eds.), *The Transition to Economic Monetary Union of Europe*, Cambridge University Press.

MUKHERJEE, B., y SINGER, D. A. (2008), «Monetary institutions, partisanship and inflation target», *International Organization*, 62, primavera: 323-358.

MISHKIN, F. S. (2008), «Does stabilizing inflation contribute to stabilizing economic activity?», *Working Paper 13970*, NBER, abril.

— (2007), «Headline versus core inflation in the conduct of monetary policy», *HEC*, Montreal, octubre.

SCHMITT-GROHÉ, S., y URIBE, M. (2007), «Optimal simple and implementable monetary and fiscal rules», *Journal of Monetary Economics*, vol. 54 (septiembre): 1702-1725.

STIGLITZ, J. (2008), «The failure of inflation target», *Project-Syndicate*, mayo.

WOODFORD, M. (2003), *Interest and Prices. Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press.

Instrumentos de política monetaria para la gestión de la liquidez. Marco conceptual

Gabinete de Análisis Financiero de FUNCAS

I. INTRODUCCIÓN

La liquidez es un concepto que abarca diferentes acepciones en la economía financiera, la economía monetaria y bancaria y la técnica contable, entre otras disciplinas. Este número de *Perspectivas del Sistema Financiero*, y en cualquier caso el presente artículo, se refiere a dos acepciones de liquidez relacionadas desde la perspectiva de las entidades financieras y determinantes en el contexto de la crisis financiera global, como son la liquidez de mercado (*market liquidity*), que mide la capacidad de una entidad financiera para generar o deshacer posiciones en una determinada situación de mercado, y la liquidez para financiación (*funding liquidity*), que recoge la capacidad de una entidad financiera para generar en todo momento los recursos necesarios para hacer frente a sus obligaciones e inversiones en un tiempo y coste razonables. Estos conceptos están estrechamente ligados a la actividad financiera de las entidades de depósito y a los instrumentos y tipos de interés con que cuenta la política monetaria a tal efecto.

El sistema financiero español, y, por extensión, el eurosistema en el que se encuentra insertada su política monetaria, cuenta con dos instrumentos principales de política monetaria para actuar sobre los recursos de liquidez disponibles: las operaciones de mercado abierto y las facilidades de crédito. A su vez, dentro de estos dos instrumentos generales se articula un conjunto amplio de procedimientos (*).

El presente artículo tiene como objetivo definir los conceptos e instrumentos con los que la política monetaria puede actuar sobre la liquidez de las entidades financieras, con especial atención a su papel en el contexto de la crisis financiera global. El artículo se estructura en tres apartados siguiendo a esta introducción. Los principales instrumentos utilizados para inyectar

liquidez por parte de la autoridad monetaria se analizan en el apartado II, con especial atención a la evolución en la eurozona durante 2007-2008. El apartado III analiza la evolución de estos instrumentos en el entorno de la crisis financiera. El artículo se cierra con las principales conclusiones (apartado IV).

II. INSTRUMENTOS BÁSICOS DE GESTIÓN DE LA LIQUIDEZ

1. Operaciones de mercado abierto

Las operaciones de mercado abierto desempeñan un papel central en la política monetaria del eurosistema a efectos de controlar los tipos de interés, gestionar la situación de liquidez del mercado y señalar la orientación de la política monetaria. El eurosistema dispone de cinco tipos de instrumentos para la realización de estas facilidades. Las operaciones temporales (aplicables mediante cesiones temporales o préstamos garantizados) constituyen el instrumento más importante. Asimismo, el eurosistema puede utilizar operaciones simples: la emisión de certificados de deuda, *swaps* de divisas y la captación de depósitos a plazo fijo. Las operaciones de mercado abierto se inician a instancias del Banco Central Europeo, que también decide el instrumento a utilizar y las condiciones para su ejecución. Se pueden realizar mediante subastas convencionales, subastas rápidas o procedimientos bilaterales.

1.1. Operaciones temporales

Las operaciones temporales son transacciones en las que el eurosistema compra o vende activos de garantía mediante cesiones temporales o de crédito, utilizando como garantía dichos activos. Se enmarcan

dentro de las operaciones principales de financiación y en las de plazo más largo. Además, el eurosistema puede recurrir a ellas para realizar operaciones estructurales y de ajuste.

Los bancos centrales nacionales pueden realizar estas operaciones tanto en forma de cesiones temporales (en las que la propiedad del activo se transfiere al acreedor, al tiempo que las partes acuerdan efectuar la operación inversa mediante la reventa del activo al deudor en un momento futuro) como de préstamos garantizados (en cuyo caso se constituye una garantía susceptible de ejecución sobre los activos, pero, siempre que se cumpla la obligación principal, el deudor conserva la propiedad del activo): La diferencia entre el precio de adquisición y el precio de recompra en una cesión temporal equivale al interés devengado por la cantidad de dinero prestada o tomada en préstamo hasta el vencimiento de la operación, es decir, el precio de recompra incluye el interés correspondiente.

Entre las características de las operaciones principales de financiación destacan su carácter de inyección de liquidez, que se ejecuta regularmente cada semana; normalmente tienen un vencimiento de una semana, los bancos centrales nacionales las ejecutan de forma descentralizada y se articulan mediante subastas convencionales.

Junto con las operaciones semanales, el Banco Central Europeo también suele articular las de financiación a largo plazo, realizadas cada mes y para financiación a tres meses. Estas facilidades representan sólo una pequeña parte del volumen total de fondos concedido por la autoridad monetaria. Se ejecutan normalmente mediante subastas a tipo de interés variable y, con antelación, el Banco Central Europeo indica el volumen que se adjudicará en las subastas siguientes. En circunstancias excepcionales, el eurosistema puede llevar a cabo también operaciones de financiación a plazo más largo mediante subastas a tipo de interés fijo.

El eurosistema puede realizar también ajustes (*fine-tuning operations*) mediante las operaciones temporales de mercado abierto, con importantes implicaciones para la gestión de liquidez. En particular, los ajustes tienen por objeto regular la situación de liquidez del mercado y controlar los tipos de interés. Éste ha sido, sin ir más lejos, uno de los problemas recurrentes en la crisis financiera durante 2007 y 2008. Dada la posibilidad de que haya que adoptar rápidamente medidas en caso de que el mercado evolucione de forma imprevista, es conveniente mantener un alto grado de flexibilidad al seleccionar los procedimientos y las características operativas de estas

transacciones. Entre las características operativas de las operaciones de ajuste cabe destacar que pueden adoptar la forma de absorción o de inyección de liquidez, no tienen periodicidad normalizada, no tienen vencimiento normalizado y se ejecutan normalmente mediante subastas rápidas, aunque no se excluye la posibilidad de utilizar procedimientos bilaterales. Por regla general, los bancos centrales nacionales las ejecutan de forma descentralizada.

Finalmente, el eurosistema puede realizar también operaciones estructurales mediante las temporales de mercado abierto, con el fin de modificar su posición estructural frente al sector financiero. Son también operaciones de inyección de liquidez que pueden realizarse de forma periódica o no periódica, y que no tienen vencimiento normalizado a priori. Al igual que las de ajuste, se ejecutan mediante subastas convencionales y los bancos centrales nacionales las ejecutan de forma descentralizada.

1.2. Operaciones simples

Las operaciones simples de mercado abierto son aquellas en las que el eurosistema realiza compras o ventas simples de activos. Se ejecutan sólo con fines estructurales y de ajuste. Suponen la plena transferencia de la propiedad del vendedor al comprador, sin que exista ninguna transferencia asociada en sentido contrario. Por otro lado, se realizan con arreglo a las convenciones de mercado del instrumento de renta fija utilizado en la transacción. Para calcular los precios, el eurosistema se basa en la convención de mercado más ampliamente aceptada referente a los instrumentos de renta fija utilizados en la operación. Pueden adoptar tanto la forma de inyección (compras) como la de absorción (ventas) de liquidez, no tienen periodicidad normalizada, se ejecutan mediante procedimientos bilaterales y, por regla general, los bancos centrales nacionales las ejecutan de forma descentralizada.

1.3. Emisión de certificados de deuda del Banco Central Europeo

El Banco Central Europeo puede emitir certificados de deuda para ajustar la posición estructural del eurosistema frente al sector financiero, y así crear (o ampliar) el déficit de liquidez del mercado. Los certificados constituyen una obligación del Banco Central Europeo frente al tenedor. Estos certificados se emiten y se mantienen en forma de anotaciones en cuenta en centrales depositarias de valores de la zona del euro. El Banco Central Europeo no impone ninguna restricción en cuanto a su transferibilidad. Los certificados se emiten a

descuento, es decir, por debajo de su valor nominal y, a su vencimiento, se amortizan por el nominal. Entre sus características operativas destaca que se emiten con el fin de absorber liquidez del mercado, pueden emitirse de forma periódica o no periódica, deben tener un plazo de vencimiento inferior a doce meses y se emiten mediante subastas convencionales. Los bancos centrales nacionales los subastan y liquidan de forma descentralizada.

1.4. Swaps de divisas

Los *swaps* de divisas realizados con fines de política monetaria consisten en operaciones simultáneas al contado y a plazo de euros contra divisas. Se utilizan con fines de ajuste, principalmente para regular la situación de liquidez en el mercado y controlar los tipos de interés. Mediante los *swaps* de divisas, el eurosistema compra (o vende) euros al contado contra una divisa y, simultáneamente, los vende (o compra) a plazo, en una fecha especificada. En general, el eurosistema opera sólo con las principales monedas y de conformidad con las prácticas habituales del mercado. En cada *swap* de divisas, el eurosistema y las entidades de contrapartida acuerdan los puntos *swap* de la operación. Los puntos *swap* son la diferencia entre el tipo de cambio de la operación a plazo y el tipo de cambio de la operación al contado. Los puntos *swap* del euro frente a la divisa se cotizan de acuerdo con las convenciones generales del mercado. Estos *swaps* pueden ser operaciones de absorción o de inyección de liquidez, no tienen periodicidad normalizada, no tienen vencimiento normalizado, se ejecutan mediante subastas rápidas o procedimientos bilaterales y, por regla general, los bancos centrales nacionales las ejecutan de forma descentralizada.

1.5. Captación de depósitos a plazo fijo

El eurosistema puede proponer a las entidades de contrapartida que constituyan depósitos remunerados a plazo fijo en el banco central nacional del estado miembro en que la entidad está establecida. La captación de depósitos a plazo fijo se contempla sólo para absorber la liquidez del mercado con fines de ajuste. Los depósitos constituidos por las entidades de contrapartida son depósitos a plazo y tipo de interés fijos. Los bancos centrales nacionales no proporcionan a cambio de estos depósitos ningún activo de garantía. Estos depósitos tienen por objeto absorber liquidez, no tiene periodicidad normalizada ni vencimiento normalizado, la toma de los depósitos se realiza mediante subastas rápidas y, por regla general, los bancos centrales nacionales captan los depósitos de forma descentralizada.

2. Facilidades marginales de crédito

Las entidades de contrapartida (principalmente, las entidades bancarias) pueden utilizar la facilidad marginal de crédito para obtener liquidez de los bancos centrales nacionales a un día, a un tipo de interés predefinido, contra activos de garantía. Esta facilidad tiene por objeto satisfacer las necesidades transitorias de recursos de las entidades. En circunstancias normales, el tipo de interés de este instrumento constituye un límite superior para el tipo de interés de mercado a un día. Las condiciones de la facilidad marginal de crédito son idénticas para toda la zona del euro.

Los bancos centrales nacionales pueden proporcionar liquidez mediante la facilidad de crédito, tanto en forma de cesiones temporales (la propiedad del activo se transfiere al acreedor, al tiempo que las partes acuerdan efectuar la operación inversa, mediante la reventa del activo al deudor, al siguiente día hábil) como mediante préstamos a un día garantizados (se constituye una garantía susceptible de ejecución sobre los activos, pero el deudor conserva la propiedad del activo siempre que cumpla su obligación principal). Para las cesiones temporales, los acuerdos contractuales aplicados por los respectivos bancos centrales nacionales incluyen disposiciones adicionales. Las operaciones de inyección de liquidez en forma de préstamos garantizados se ajustan a los distintos procedimientos y trámites exigidos en las diversas jurisdicciones para la constitución y posterior ejecución de la correspondiente garantía (prenda).

El acceso a esta facilidad lo proporciona el banco central nacional del Estado miembro en el que la entidad se encuentre establecida. Se accede mediante los sistemas nacionales de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR) y los sistemas de liquidación de valores (SLV) respectivos. Al final de cada sesión, las posiciones deudoras intradía de las entidades en la cuenta de liquidación abierta en los bancos centrales nacionales son consideradas automáticamente como una solicitud de recurso a la facilidad marginal de crédito.

Debe señalarse, finalmente que, junto con la facilidad de crédito existe una contrapartida por el lado del pasivo, la facilidad de depósito. Las entidades de contrapartida pueden utilizar la facilidad de depósito para efectuar depósitos a un día en los bancos centrales nacionales, que se remuneran a un tipo de interés establecido con anterioridad. En circunstancias normales, el tipo de interés de esta facilidad representa un límite inferior para el tipo de interés de mercado a un día. Las condiciones de la facilidad de depósito son idénticas para toda la zona del euro. Los depósitos a un día de las entidades de contrapartida se remuneran a un tipo de interés fijo. No se ofrece a las entidades ningún activo de garantía a cambio de los depósitos.

III. LOS INSTRUMENTOS DE LIQUIDEZ ANTE LA CRISIS FINANCIERA

1. Evolución de los principales instrumentos

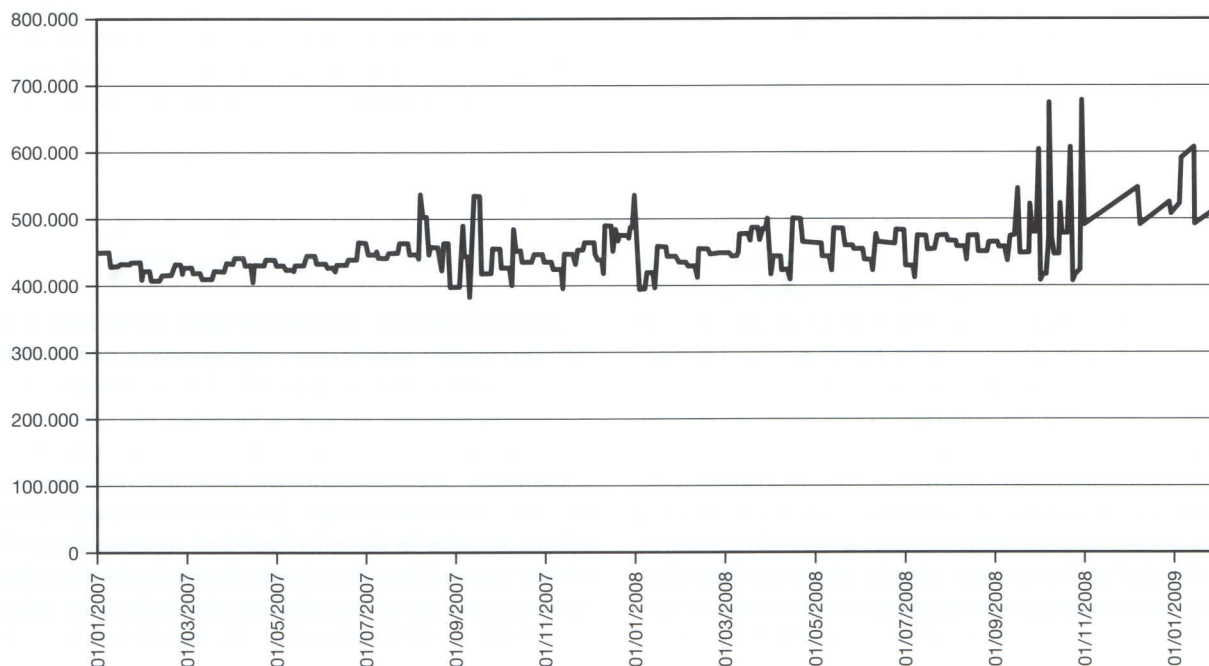
El gráfico 1 muestra las operaciones de mercado abierto del eurosistema. Para ello, se toman como referencia los valores diarios desde enero de 2007 hasta enero de 2009. Si se atiende a las variaciones diarias o a más corto plazo, se puede observar que la serie presenta importantes repuntes a partir de agosto de 2007, con el estallido de la crisis hipotecaria en Estados Unidos. Desde aquel momento, se han sucedido las operaciones de inyección de liquidez de mercado abierto. Las actuaciones de carácter extraordinario se han sucedido en los momentos de mayor tensión financiera y se observan en el gráfico 1 en los repuntes de la serie, que tienen especial intensidad en agosto de 2007, una relativa estabilidad posteriormente y un nuevo incremento significativo partir de septiembre de 2008, coincidiendo con el recrudecimiento de la crisis y las acciones coordinadas de los principales bancos centrales de todo el mundo para inyectar liquidez al sistema financiero.

La evolución de las facilidades de crédito es similar a la de las operaciones de mercado abierto, con algunas diferencias en su evolución temporal. El gráfico 2 muestra la evolución de las facilidades marginales de

crédito entre enero de 2007 y octubre de 2008. En este sentido, las facilidades marginales de crédito no fueron empleadas en la misma medida que las operaciones de mercado abierto en el comienzo de la crisis financiera, y tan sólo desde septiembre de 2008 se observa un repunte muy significativo en el empleo de este instrumento de gestión de liquidez.

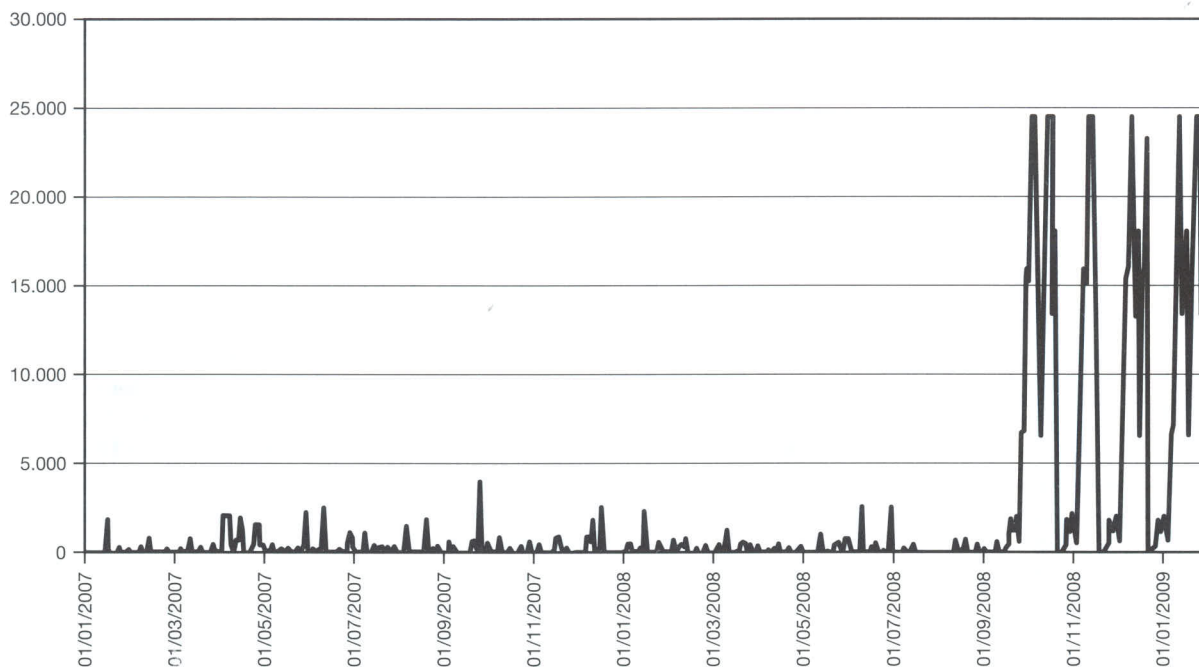
Por otro lado, se atiende al pasivo del balance del eurosistema; el gráfico 3 muestra la evolución de las facilidades de depósito, en las cuales se observa, una vez más una cierta estabilidad hasta septiembre de 2008, fecha a partir de la cual se incrementa este tipo de depósitos de forma significativa. Este hecho es ilustrativo en la medida en que las soluciones arbitradas por los bancos centrales tenían como objetivo aportar liquidez para «sustituir» a unos mercados interbancarios y de bonos estancados. En este sentido, aun cuando las operaciones de mercado abierto han paliado en gran medida los problemas a corto plazo, el aumento de facilidades permanentes como las de depósito parece señalar que, desde septiembre/octubre de 2008 el problema de liquidez ha pasado a un segundo plano, y las entidades bancarias han mostrado un perfil más conservador aumentando, por ejemplo, las facilidades de depósito en el Banco Central Europeo. Este efecto se observa también cuando se analiza la evolución del volumen de reservas mínimas mantenidas en el balance de

GRÁFICO 1
OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO
(Enero 2007-Enero 2009)



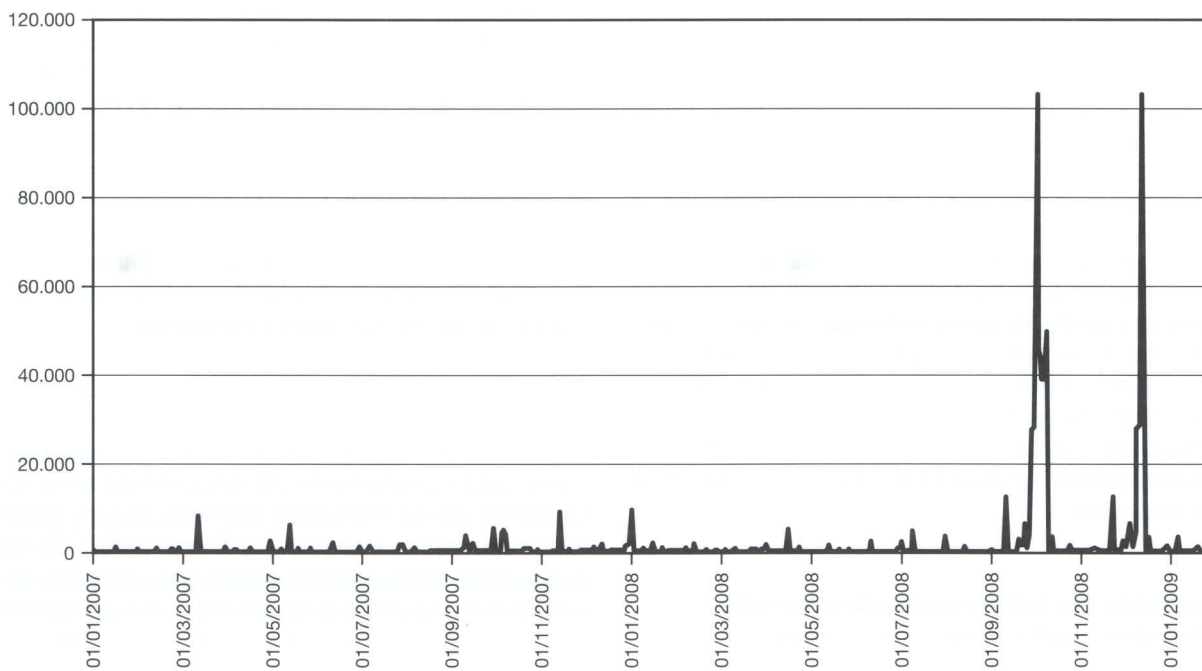
Fuente: Banco Central Europeo, y elaboración propia.

GRÁFICO 2
FACILIDADES MARGINALES DE CRÉDITO
 (Enero 2007-Enero 2009)



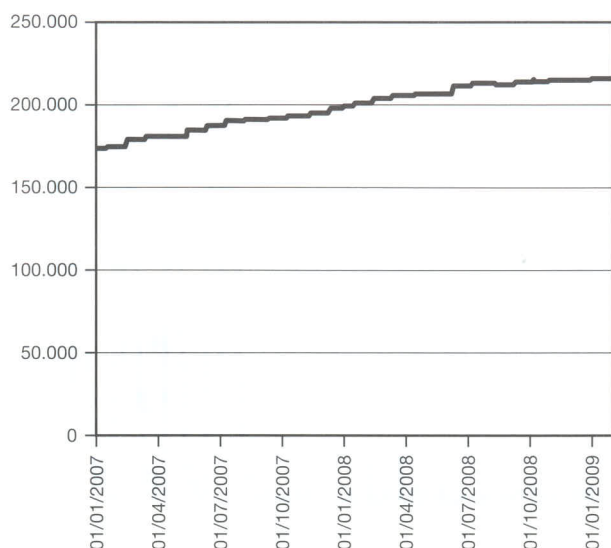
Fuente: Banco Central Europeo, y elaboración propia.

GRÁFICO 3
FACILIDADES DE DEPÓSITOS
 (Enero 2007-Enero 2009)



Fuente: Banco Central Europeo, y elaboración propia.

GRÁFICO 4
RESERVAS DE LIQUIDEZ MANTENIDAS
EN EL BALANCE DE LAS INSTITUCIONES DE CRÉDITO
(Enero 2007-Enero 2009)



Fuente: Banco Central Europeo, y elaboración propia.

las entidades de crédito europeas, que, tal y como muestra el gráfico 4, han aumentado de forma paulatina entre enero de 2007 y enero de 2009.

En el contexto de la actuación del Banco Central Europeo, cabe destacar que las operaciones realizadas se han incrementado de forma significativa desde agosto de 2007 respecto a la frecuencia general con que suelen articularse estas facilidades. Este incremento de la frecuencia de operaciones de inyección de liquidez se refleja en el calendario de operaciones, que se muestra en el anexo de este artículo, desde febrero de 2007 hasta enero de 2009. Como se puede comprobar en este anexo, muchas de estas operaciones han revestido un carácter especial, en muchos casos como manifestaciones expresas del Banco Central Europeo de actuación urgente ante la crisis, bien mediante operaciones especiales de mercado abierto, bien mediante operaciones de ajuste (*fine-tuning*) y, en muchos casos, mediante operaciones de subastas de dólares americanos, en acciones coordinadas con otros bancos centrales.

2. El papel de los instrumentos de provisión de liquidez en el contexto de la crisis

A finales de la década de 1990, y en los primeros años de la década de 2000, se produjo una expansión con-

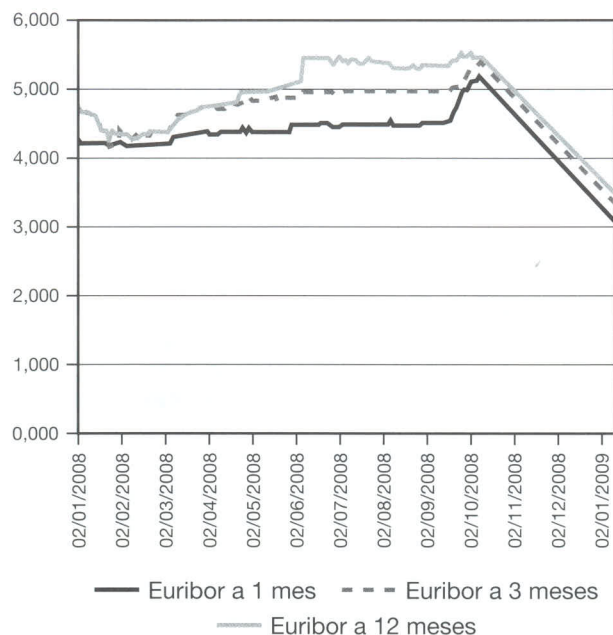
siderable de los mercados financieros e inmobiliarios, coincidente con una relativa abundancia de liquidez y financiación crediticia, que ha permanecido, con ciertos matices, hasta agosto de 2007, con el estallido de la crisis hipotecaria que habría de convertirse en crisis financiera global. Entre los principales efectos inmediatos de esta crisis en su origen, se observó un aumento sensible de las tensiones de liquidez que, a la postre, iba a producir fenómenos de racionamiento de crédito en todo el mundo (Carbó, 2008).

La crisis financiera internacional ha tenido ciertas repercusiones en este contexto. El primer efecto es la reducción de bonos de titulización. Baena (2008) describe que en Europa se produce un fuerte descenso de las emisiones de bonos de titulización en el tercer trimestre de 2007 y que, desde ese momento, las entidades financieras encontraron dificultades en el mercado interbancario y de renta fija. Ante esta situación, el Banco Central Europeo amplió el número y el vencimiento de las operaciones de mercado abierto.

Los mercados interbancarios, asimismo, se congestionaron de forma considerable. Restoy (2008) señala que a la falta de actividad en los mercados interbancarios no ayudó el mantenimiento de tipos de interés elevados, que redujeron la actividad en estos mercados a niveles inusitados. Las condiciones adversas coincidieron, además, con las necesidades de fondos cada vez mayores de varias instituciones financieras, particularmente de las instituciones más expuestas a los vehículos de inversión de más riesgo. Estos vehículos fueron usados por los bancos como emisiones de títulos respaldados por sus activos. Como el mercado para estos instrumentos desapareció virtualmente con el estallido de la crisis hipotecaria, las instituciones financieras fueron al rescate de los títulos adquiriendo liquidez o, más frecuentemente, readquiriendo sus activos. Como consecuencia, la exposición de los bancos al riesgo se incrementó notablemente. Esta situación lleva a los bancos centrales a corregir el problema haciendo más accesible la financiación a las instituciones financieras.

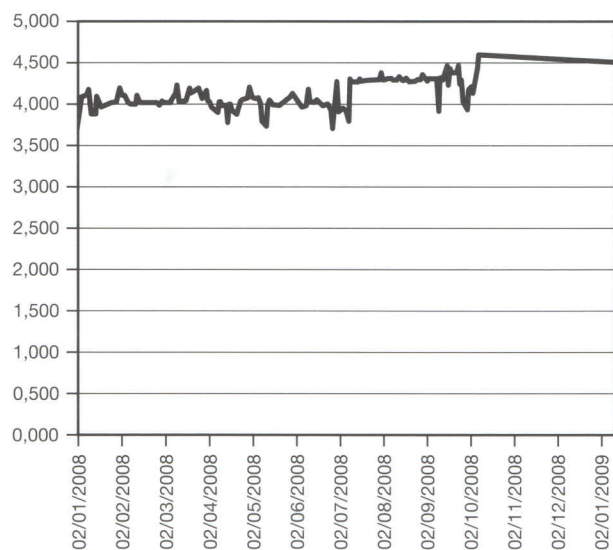
En este contexto, ¿qué papel han tenido las inyecciones de liquidez? Caruana (2008) señala que la actuación de los bancos centrales ha sido determinante para evitar peores consecuencias en el funcionamiento de los mercados interbancarios y garantizar el acceso de los bancos a la financiación. Se ha evidenciado la necesidad de contar con una serie de bancos de contrapartida que permitan una apropiada distribución de la liquidez cuando los mercados no funcionan correctamente. Asimismo, pueden extraerse lecciones relativas a la necesidad de establecer plazos más amplios en las acciones de política moneta-

GRÁFICO 5
**EVOLUCIÓN DEL EURIBOR
 A CORTO PLAZO EN EL EUROSISTEMA
 (Enero de 2008-Enero de 2009)**



Fuente: Banco Central Europeo, y elaboración propia.

GRÁFICO 6
**EVOLUCIÓN DE EONIA
 A CORTO PLAZO EN EL EUROSISTEMA
 (Enero de 2008-Enero de 2009)**



Fuente: Banco Central Europeo, y elaboración propia.

ria, así como la necesidad de limitar el riesgo por parte de los supervisores.

En España, el descenso de las emisiones de bonos de titulización fue muy significativo en el tercer trimestre de 2007. Las entidades financieras españolas afrontaron dificultades considerables para acudir a la financiación en los mercados internacionales de deuda titulizada. El porcentaje de emisiones de titulización colocadas entre inversores descendió progresivamente hasta alcanzar su mínimo en el primer trimestre de 2008. Todo ello se produjo pese a que los préstamos subyacentes a dichas emisiones eran de buena calidad y a que la exposición a las hipotecas de alto riesgo en España era baja.

Alonso (2008) analiza la demanda de liquidez en el eurosistema y muestra que en los últimos años había disminuido de forma significativa la demanda de entidades que intermediaban en los mercados interbancarios, mientras que se había incrementado el número de entidades que se financian en el mercado a largo plazo, esto es, emisiones de bonos y titulizaciones, al no encontrar ahora un mercado adecuado para sus emisiones, en la línea descrita por Restoy (2008), en un contexto que durante mucho tiempo fue de tipos de interés elevados. En todo caso, en estos estudios se parte de un consenso generalizado de que las operaciones de mercado abierto y las facilidades permanentes han permitido solventar, al menos a corto plazo, los problemas de liquidez de las entidades financieras europeas y estabilizar los tipos de interés a corto plazo, tal y como se muestra en los gráficos 5 y 6 para el euribor diario y el tipo EONIA intradía.

IV. CONCLUSIONES

En el presente artículo se realiza una aproximación conceptual a los instrumentos de liquidez con que cuentan las autoridades monetarias y, en particular, el Banco Central Europeo, y se analiza su papel hasta el momento en la gestión de la actual crisis financiera. Entre los mecanismos con los que cuentan los bancos centrales se destacan las operaciones de mercado abierto y las facilidades marginales de crédito, y se describe el amplio conjunto de procedimientos que pueden considerarse dentro de cada una de estas dos categorías.

El análisis de la evolución de estos instrumentos de liquidez, que en este artículo abarca hasta enero de 2009, muestra cómo su papel se hizo patente desde el comienzo de la crisis hipotecaria, sobre todo en lo que a las operaciones de mercado abierto se refiere. Sin embargo, las principales actuaciones se produjeron en septiembre y octubre de 2008, debido en gran

parte al recrudecimiento de la crisis tras la quiebra de algunos bancos de dimensión internacional y el posterior rescate de algunos de ellos. Desde estos meses, no sólo las operaciones de mercado abierto, sino también las facilidades permanentes de crédito, se emplearon de forma aún más intensa, con el objetivo de «sustituir al mercado» de liquidez (interbancario y de titulización, principalmente). Un análisis de la coyuntura que sigue a estas intervenciones del Banco Central Europeo, en muchos casos coordinadas con otras autoridades monetarias internacionales, sugiere que este objetivo de provisión de recursos y de sustitución del mercado parece haberse conseguido, dejando incluso el problema de liquidez, al menos a corto plazo, en un segundo plano. En todo caso, algunos análisis recientes han mantenido un planteamiento crítico que va más allá de estas actuaciones de las autoridades monetarias, y que sugiere que los tipos de interés de referencia se han mantenido, al menos en Europa, algo elevados durante demasiado tiempo. En este punto, será necesario evaluar la tendencia a la baja que marcan los tipos de interés de referencia y que escapa necesariamente al análisis coyuntural del presente artículo. Del mismo modo, será necesario evaluar en qué medida el problema de liquidez da paso a un problema de deflación en el que la emisión de dinero en circulación puede convertirse en el principal instrumento de acción de los bancos centrales en los próximos meses.

NOTA

(*) Para una revisión técnica del papel de estos instrumentos en la liquidez agregada del eurosistema, véase CABRERO y otros (2002) y BANCO CENTRAL EUROPEO (2002).

BIBLIOGRAFÍA

- ALONSO, J. (2008), «Los déficits estructurales de liquidez y las tensiones en los mercados monetarios», *Revista de Estabilidad Financiera*, 14: 55-68.
- BAENA, N. (2008), «La liquidez en los mercados financieros: Repercusiones de la crisis crediticia», *Monografía n.º 32*, Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2002), «La política monetaria en la zona euro», *Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del eurosistema*.
- CABRERO, A.; CAMBA, G.; HIRSCH, A., y NIETO, F. (2002), «Modelling the daily banknotes in circulation in the context of the liquidity management of the European Central Bank», *Documento de Trabajo número 0211*, Banco de España.
- CARBÓ, S. (2008), «La crisis económica y el crédito bancario: ¿credit crunch o corrección?», *Cuadernos de Información Económica*, número 205, julio-agosto: 33-35.
- CARUANA, J. (2008), «Regulación e innovación en la reciente crisis financiera», *Revista de Estabilidad Financiera*, 14: 9-21.
- RESTOY, F. (2008), «The sub-prime crisis: Some lessons for financial supervisors», *Monografía n.º 31*, Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

ANEXO 1

**PRINCIPALES OPERACIONES DE INYECCIÓN DE LIQUIDEZ DEL BANCO CENTRAL EUROPEO
ENTRE FEBRERO DE 2007 Y ENERO DE 2009**

FECHA	TIPO DE OPERACIÓN	FECHA	TIPO DE OPERACIÓN
15/01/2009	Operaciones swaps de divisas	28/03/2008	Operaciones especiales de refinanciación
14/01/2009	Operaciones especiales de refinanciación	27/03/2008	General announcement on liquidity policy
13/01/2009	Operaciones especiales de refinanciación	20/03/2008	Operaciones de ajuste (fine-tuning)
12/01/2009	Operaciones especiales de refinanciación	20/03/2008	Subastas a plazo de dólares USA
08/01/2009	Operaciones especiales de refinanciación a largo plazo	11/03/2008	Operaciones de ajuste (fine-tuning)
07/01/2009	Operaciones especiales de refinanciación a largo plazo	11/03/2008	Operaciones de ajuste (fine-tuning)
06/01/2009	Operaciones especiales de refinanciación a largo plazo	11/03/2008	Subastas a plazo de dólares USA
05/01/2009	Operaciones especiales de refinanciación	04/03/2008	Operaciones principales de refinanciación
31/12/2008	Operaciones swaps de divisas	12/02/2008	Operaciones de ajuste (fine-tuning)
31/12/2008	Operaciones especiales de refinanciación	07/02/2008	Operaciones especiales de refinanciación
29/12/2008	Operaciones especiales de refinanciación	25/01/2008	Subastas a plazo de dólares USA
24/11/2008	Operaciones de financiación de largo plazo (a 3 meses)	15/01/2008	Operaciones de ajuste (fine-tuning)
11/11/2008	Operaciones de ajuste (fine-tuning)	14/01/2008	Operaciones principales de refinanciación
10/11/2008	Operaciones especiales de refinanciación (a 3 y 6 meses)	11/01/2008	Subastas a plazo de dólares USA
07/11/2008	Subastas a futuro de dólares USA	10/01/2008	Subastas a plazo de dólares USA
04/11/2008	Operaciones swaps de divisas	03/01/2008	Operaciones de ajuste (fine-tuning)
03/11/2008	Operaciones de refinanciación a plazo especiales	03/01/2008	Operaciones principales de refinanciación
27/10/2008	Operaciones de refinanciación a plazo	02/01/2008	Operaciones de ajuste (fine-tuning)
13/10/2008	Subastas de dólares USA intradía	31/12/2007	Operaciones de ajuste (fine-tuning)
09/10/2008	Operaciones de ajuste (fine-tuning)	28/12/2007	Operaciones de ajuste (fine-tuning)
08/10/2008	Anuncio de facilidades especiales de crédito	27/12/2007	Operaciones de ajuste (fine-tuning)
07/10/2008	Operaciones de ajuste (fine-tuning)	27/12/2007	Operaciones principales de refinanciación
07/10/2008	Operaciones especiales de refinanciación a largo plazo	21/12/2007	Operaciones de ajuste (fine-tuning)
07/10/2008	Subastas a plazo de dólares USA	20/12/2007	Operaciones de ajuste (fine-tuning)
06/10/2008	Operaciones de ajuste (fine-tuning)	19/12/2007	Operaciones de ajuste (fine-tuning)
03/10/2008	Operaciones de ajuste (fine-tuning)	19/12/2007	Subastas a plazo de dólares USA
03/10/2008	Anuncio de facilidades adicionales de liquidez	17/12/2007	Operaciones principales de refinanciación
02/10/2008	Operaciones de ajuste (fine-tuning)	17/12/2007	Operaciones de ajuste (fine-tuning)
01/10/2008	Operaciones de ajuste (fine-tuning)	14/12/2007	Subastas a plazo de dólares USA
29/09/2008	Operaciones especiales de refinanciación	12/12/2007	Subastas a plazo de dólares USA
29/09/2008	Subastas a plazo de dólares USA	11/12/2007	Operaciones de ajuste (fine-tuning)
26/09/2008	Subastas a plazo de dólares USA	07/12/2007	Operaciones de ajuste (fine-tuning)
26/09/2008	Subastas a plazo de dólares USA	30/11/2007	Anuncio de facilidades adicionales de liquidez
22/09/2008	Anuncio de facilidades adicionales de liquidez	23/11/2007	Anuncio de facilidades adicionales de liquidez
19/09/2008	Subastas a plazo de dólares USA	19/11/2007	Operaciones principales de refinanciación
18/09/2008	Subastas de dólares USA intradía	13/11/2007	Operaciones de ajuste (fine-tuning)
15/09/2008	Anuncio de facilidades adicionales de liquidez	08/11/2007	Operaciones especiales de refinanciación
09/09/2008	Operaciones de ajuste (fine-tuning)	12/10/2007	Operaciones de ajuste (fine-tuning)
08/09/2008	Subastas a plazo de dólares USA	09/10/2007	Operaciones de ajuste (fine-tuning)
05/09/2008	Subastas a plazo de dólares USA	08/10/2007	General announcement on liquidity policy
04/09/2008	Operaciones especiales de refinanciación	11/09/2007	Operaciones de ajuste (fine-tuning)
22/08/2008	Subastas a plazo de dólares USA	10/09/2007	Operaciones principales de refinanciación
12/08/2008	Operaciones de ajuste (fine-tuning)	06/09/2007	Operaciones especiales de refinanciación
11/08/2008	Subastas a plazo de dólares USA	05/09/2007	Anuncio de facilidades adicionales de liquidez
08/08/2008	Subastas a plazo de dólares USA	03/09/2007	Operaciones principales de refinanciación
31/07/2008	Operaciones especiales de refinanciación	27/08/2007	Operaciones principales de refinanciación
30/07/2008	Subastas a plazo de dólares USA	22/08/2007	Operaciones especiales de refinanciación
25/07/2008	Subastas a plazo de dólares USA	20/08/2007	Operaciones principales de refinanciación
11/07/2008	Subastas a plazo de dólares USA	14/08/2007	Operaciones de ajuste (fine-tuning)
08/07/2008	Operaciones de ajuste (fine-tuning)	14/08/2007	Anuncio de facilidades adicionales de liquidez
27/06/2008	Subastas a plazo de dólares USA	13/08/2007	Operaciones especiales de refinanciación
13/06/2008	Subastas a plazo de dólares USA	13/08/2007	Operaciones de ajuste (fine-tuning)
10/06/2008	Operaciones de ajuste (fine-tuning)	13/08/2007	Anuncio de facilidades adicionales de liquidez
09/06/2008	General announcement on liquidity policy	10/08/2007	Operaciones de ajuste (fine-tuning)
30/05/2008	Subastas a plazo de dólares USA	10/08/2007	Anuncio de facilidades adicionales de liquidez
16/05/2008	Subastas a plazo de dólares USA	09/08/2007	Operaciones de ajuste (fine-tuning)
13/05/2008	Operaciones de ajuste (fine-tuning)	09/08/2007	Anuncio de facilidades adicionales de liquidez
02/05/2008	Subastas a plazo de dólares USA	10/07/2007	Operaciones de ajuste (fine-tuning)
02/05/2008	Subastas a plazo de dólares USA	12/06/2007	Operaciones de ajuste (fine-tuning)
18/04/2008	Subastas a plazo de dólares USA	14/05/2007	Operaciones de ajuste (fine-tuning)
15/04/2008	Operaciones de ajuste (fine-tuning)	17/04/2007	Operaciones de ajuste (fine-tuning)
04/04/2008	Subastas a plazo de dólares USA	13/03/2007	Operaciones de ajuste (fine-tuning)
31/03/2008	Operaciones de ajuste (fine-tuning)	13/02/2007	Operaciones de ajuste (fine-tuning)

Fuente: Banco Central Europeo, y elaboración propia.

La gestión de liquidez del Banco Central Europeo durante la turbulencia financiera: experiencia y retos de cara al futuro

Arturo Diez-Caballero
Francisco Ramón-Ballester (*)

I. INTRODUCCIÓN

Las turbulencias que se vienen registrando en los mercados financieros desde agosto de 2007 han supuesto un serio examen para el marco operativo en el que se desarrolla la gestión de liquidez de los bancos centrales. La implementación de la política monetaria mediante la utilización de los instrumentos tradicionales para controlar los tipos de interés a corto plazo —las operaciones de mercado abierto y las facilidades permanentes de crédito y depósito— se ha visto dificultada por la menor predecibilidad de la demanda de liquidez. El clima de desconfianza creciente se ha traducido en un incremento de la inseguridad en cuanto al grado de exposición eventual de las entidades al riesgo de contrapartida, resultando en una importante reducción de las líneas de crédito con otras entidades y llegándose, en el punto álgido de la incertidumbre, a la virtual paralización de la actividad interbancaria. Las tensiones en los mercados interbancarios, a su vez, han contribuido a afectar parcialmente a la efectividad del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Estos acontecimientos han precipitado la intervención de los bancos centrales en distintos mercados para intentar suavizar los impedimentos al normal funcionamiento de los mercados monetarios en general.

El presente artículo pretende analizar el modo en que se ha llevado a cabo la gestión de liquidez del Banco Central Europeo (BCE) durante el episodio reciente de turbulencia financiera. El período comprendido para el análisis va de agosto de 2007 a enero de 2009. Los resultados de la investigación sugieren que las acciones emprendidas en este ámbito, tanto a nivel del Eurosistema (1) como en intervenciones coordinadas con otros bancos centrales, permitieron al BCE seguir ejerciendo una influencia notable en los tipos de interés a

corto plazo en el mercado monetario, preservando así la orientación de la política monetaria. Al mismo tiempo, se garantizó que las entidades de crédito pudieran disponer de liquidez en todo momento. La flexibilidad del marco operativo del BCE respecto a la gestión de liquidez (en cuanto a política de activos de garantía, entidades de contrapartida y variedad de instrumentos disponibles), así como la reforzada cooperación a escala internacional, han sido determinantes en la consecución de estos objetivos. Dichas iniciativas, junto con las medidas anunciadas por los distintos gobiernos europeos para restablecer la confianza en el sector bancario, han contribuido a aliviar parcialmente las tensiones en los mercados monetarios y a mantener la estabilidad financiera en la zona euro. Sin embargo, la importante actuación del BCE en los mercados se ha visto acompañada por la necesidad final de adoptar medidas excepcionales y, por ende, temporales en el marco operativo de la gestión de liquidez. El resultado principal de estas medidas es que el banco central ha pasado a asumir el papel principal de intermediación financiera en el mercado monetario que normalmente correspondería a las entidades crediticias en un período de ausencia de turbulencias en los mercados.

El mayor grado de implicación del BCE en la intermediación financiera presenta una serie de retos tanto para el banco central en particular como para el Eurosistema en general. A corto plazo, una dependencia excesiva y prolongada en el tiempo de la liquidez del banco central por parte de las entidades de crédito podría contribuir a desincentivar o retrasar la recuperación de la actividad normal de los mercados. En caso de mantenerse, esta dinámica se podría ver acompañada por un incremento en la toma de riesgo financiero por parte del Eurosistema, relacionado con la evolución de los activos de garantía que respaldan el mayor volumen y la

mayor duración media de las operaciones de mercado abierto desde agosto de 2007. Por otra parte, la política de gestión de liquidez no puede ni debe restablecer el eficiente funcionamiento de los mercados por sí misma. Si bien las primas de riesgo en el segmento de tipos de interés a más largo plazo del mercado han bajado notablemente desde octubre de 2008 hasta la fecha de cierre de edición de este artículo en enero de 2009, el hecho de que éstas se mantengan en niveles históricamente elevados demuestra que una provisión anticipada de liquidez o la posibilidad de acceso total a la misma no elimina completamente los riesgos de contrapartida entre las entidades crediticias. Por ello, la implantación total de las medidas anunciadas por algunos gobiernos de la zona euro para el sistema bancario aparece como factor clave para recuperar la confianza, en particular por lo que respecta a las garantías públicas en la emisión de deuda bancaria y los planes para recapitalizar las entidades de crédito.

La investigación concluye ofreciendo algunas consideraciones respecto al manejo y la distribución de liquidez que podrían ser relevantes a medio y largo plazo, resaltando la importancia de la cooperación internacional y la eficiente comunicación con los mercados durante una crisis de confianza como la que nos ocupa. Asimismo, se destacan otras iniciativas que se están discutiendo en el marco del Grupo de los veinte países industrializados y emergentes en cuanto a supervisión, regulación e infraestructura financiera para contribuir a normalizar el funcionamiento de los mercados en general.

El resto del artículo está estructurado de la siguiente manera: el apartado II repasa brevemente el marco operativo y la instrumentación de la política monetaria del BCE; el III describe la gestión de la liquidez en tiempos de normalidad; el IV analiza las medidas adoptadas por el banco central en la gestión de liquidez a raíz de la turbulencia financiera, mientras que el V explora el impacto de éstas tanto para el Eurosistema como a nivel de mercados. El apartado VI presenta las conclusiones preliminares y detalla los retos de cara al futuro.

II. MARCO OPERATIVO E INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

Para entender la evolución de la gestión de liquidez del BCE desde el comienzo de las turbulencias financieras en agosto de 2007, es útil repasar brevemente el marco general en el que se desarrolla esta actividad, así como los principales instrumentos de aquél (2).

El objetivo primordial del Eurosistema es el mantenimiento de la estabilidad de precios en la zona euro. Para alcanzarlo, el Eurosistema dispone de un conjunto de

instrumentos y procedimientos que constituyen el marco operativo utilizado para instrumentar la política monetaria única. El marco operativo tiene por objeto controlar los tipos de interés a corto plazo mediante la gestión de liquidez, señalar la orientación de la política monetaria y garantizar un funcionamiento ordenado del mercado monetario ayudando a las entidades de crédito a satisfacer sus necesidades de liquidez, facilitando así la transmisión de los impulsos de la política monetaria. Tanto el marco operativo como la estrategia de política monetaria tienen una función específica en la instrumentación de ésta. La estrategia determina el nivel de los tipos de interés del mercado monetario que se requiere para mantener la estabilidad de precios a medio plazo, mientras que el marco operativo establece el procedimiento que se ha de utilizar para conseguir dicho nivel con los instrumentos de política monetaria disponibles. Por ello, el Eurosistema siempre ha hecho una clara y rigurosa distinción entre el establecimiento de la orientación de la política monetaria y la política de gestión de liquidez a la que corresponde ejecutar dicha orientación.

La herramienta principal dentro de los instrumentos de los que el Eurosistema dispone para la realización de su política monetaria son las operaciones de mercado abierto. Estas operaciones temporales, cuyo objetivo es el control de los tipos de interés a corto plazo en el mercado monetario, son transacciones en las que el Eurosistema compra o vende activos de garantía mediante cesiones temporales o realiza operaciones de crédito utilizando como garantía dichos activos. Entre ellas, destacan las operaciones principales de financiación (OPF), que se realizan con periodicidad semanal y vencimiento a una semana, y las operaciones de financiación a plazo más largo (OPFML), con periodicidad mensual y vencimiento a tres meses (3). En ambos casos, las operaciones se ejecutan mediante subastas estándar que pueden ser tanto a tipo de interés fijo (de volumen) como a tipo de interés variable (de tipo de interés). En el primer caso, el BCE determina previamente el tipo de interés y las entidades de contrapartida solicitan la cantidad que desean obtener a dicho tipo. En el segundo caso, las entidades de contrapartida pujan por el volumen de liquidez y los tipos de interés a los que desean realizar la operación con los bancos centrales nacionales. El BCE dispone también de operaciones de ajuste, que pueden ser de inyección o absorción de liquidez, en las que el banco central interviene para ajustar la situación de liquidez en el mercado. Las operaciones de ajuste no tienen periodicidad ni vencimientos normalizados (aunque suelen ser a un día), y tampoco se realizan de acuerdo con ningún calendario establecido con antelación, ejecutándose mediante subastas rápidas (a tipo fijo o variable) o bien a través de procedimientos bilaterales en contacto directo con las entidades de crédito. Por todo ello, son un instrumento muy flexible.

Todas las operaciones de inyección de liquidez por parte del banco central deben estar respaldadas por activos de garantía, a fin de proteger al Eurosistema frente al riesgo financiero. En este sentido, el BCE ha aceptado desde su inicio un amplio abanico de activos —tanto públicos como privados de acuerdo con el principio de igualdad de trato y de calidad adecuada— que las entidades crediticias utilizan como garantía (o «colateral» como se denomina comúnmente) para acceder a sus operaciones de mercado abierto. Esta amplia gama de activos de garantía aceptados, junto al elevado número de entidades de crédito que figuran como instituciones de contrapartida, son a su vez un reflejo de la estructura de los mercados de capitales en la zona euro. Dichas cualidades estructurales permiten que el marco operativo donde se desarrolla la gestión de liquidez se amolde adecuadamente a las características específicas de los sectores bancarios en los distintos países miembros.

Asimismo, el Eurosistema dispone de dos facilidades permanentes que ofrece a las entidades crediticias de contrapartida. La facilidad marginal de crédito les permite disponer de liquidez a un día, a un tipo de interés predeterminado, contra activos de garantía. La facilidad de depósito cumple la función opuesta, al permitir que las entidades coloquen su «exceso» de liquidez a un tipo de interés fijo, también a un día. Los tipos de interés para ambas facilidades son fijados por el Consejo de Gobierno (4) del BCE junto con el tipo de interés mínimo de las operaciones principales de financiación (OPF).

Por último, el BCE exige a las entidades de crédito el mantenimiento de unas reservas mínimas en los bancos centrales nacionales del Eurosistema, cuyo importe se calcula en función de la base de reservas de cada entidad, que se define en relación con determinadas partidas de su balance. La exigencia de reservas mínimas se determina como media de los saldos mantenidos por las entidades de contrapartida en sus cuentas de reservas al final de cada día, a lo largo del período de mantenimiento (aproximadamente, un mes). Conviene reseñar asimismo que las reservas obligatorias mantenidas por las entidades se remuneran al tipo de interés correspondiente a las operaciones principales de financiación del Eurosistema. La posibilidad de compensar reservas durante el período de mantenimiento implica que la oferta de liquidez por parte del banco central durante dos fechas distintas dentro de un mismo período de mantenimiento se pueda considerar cercana a la sustitución perfecta. El tipo de interés constante que se espera como resultado de esta sustitución perfecta se deriva mediante la «hipótesis de martingala», por la cual las expectativas sobre las condiciones de liquidez que se esperan el último día del período de mantenimiento fijan los tipos de interés para ese día y para los días precedentes. Estas cualidades hacen que el sistema de reservas mínimas facilite la estabilización de los tipos de interés a corto plazo (5).

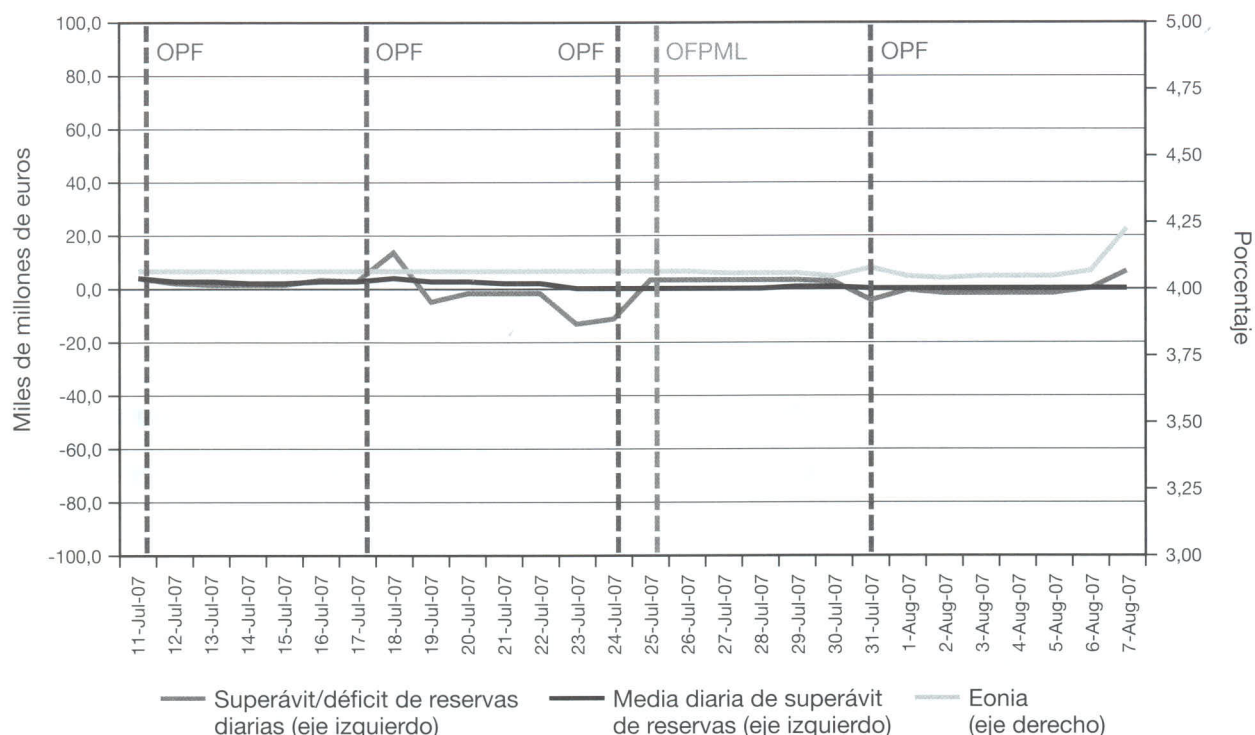
III. LA GESTIÓN DE LIQUIDEZ EN TIEMPOS DE NORMALIDAD

La interacción de los elementos del marco operativo arriba mencionados hacen que la gestión de liquidez en un período de normal funcionamiento de los mercados sea un ejercicio relativamente simple. Se parte de la base de que el sistema bancario de la zona euro tiene un déficit estructural de liquidez con el Eurosistema al que contribuyen principalmente los billetes en circulación y la exigencia de mantener reservas mínimas. Con el mecanismo de promedio en mente, el BCE calcula la cantidad de adjudicación de referencia, bajo el supuesto de que las entidades crediticias prefieren cumplir con la exigencia de reservas manteniendo el mismo nivel de saldo con el banco central todos los días del período de mantenimiento, desde un punto de vista agregado. Dicha cantidad de adjudicación de referencia se publica semanalmente. En la práctica, por tanto, el BCE suele ofrecer un montante de liquidez próximo a su adjudicación de referencia en sus operaciones semanales (OPF).

Las facilidades marginales de crédito y de depósito sirven para reducir la volatilidad de los tipos de interés en el mercado monetario; al no existir restricciones para acceder a aquéllas, constituyen en teoría el límite superior e inferior, respectivamente, del tipo de interés de los depósitos interbancarios a un día. El tipo de interés de las operaciones principales de financiación (OPF) se sitúa en el centro de la banda de fluctuación, a un punto porcentual (6) a cada lado de los tipos de interés vigentes para ambas facilidades. Desde Junio de 2000, las OPF se han llevado a cabo mediante subastas a tipo de interés variable, si bien el Consejo de Gobierno del BCE fija un tipo mínimo de puja con el fin de señalar la orientación de la política monetaria (7). Mediante este sistema de adjudicación, las pujas con los tipos de interés más altos son las primeras en adjudicarse y después se aceptan sucesivamente las de tipos de interés más bajos hasta agotar la liquidez total decidida por el BCE. La adjudicación del tipo de interés más bajo —llamado tipo de interés marginal de adjudicación— se efectúa por prorrateo entre las pujas en función del volumen total de liquidez a adjudicar decidido.

Mediante sus subastas semanales, por tanto, el BCE intenta minimizar la desviación de los tipos de interés a corto plazo, y específicamente el tipo de interés a un día que prevalece en el mercado de depósitos —EONIA (8)— respecto al tipo mínimo de puja. En condiciones normales, este control de los tipos de interés del mercado monetario a corto plazo por parte del banco central supone el primer paso en la transmisión de los impulsos de la política monetaria a plazos más largos. Como se puede observar en el gráfico 1, la desviación en este sentido durante un período de mantenimiento típico es, en efecto, muy pequeña; asimismo, los excesos de liquidez

GRÁFICO 1
PERÍODO DE MANTENIMIENTO DE RESERVAS TÍPICO ANTES DE LAS TURBUENCIAS



Fuente: Cálculos a partir de datos del BCE.

(tanto el promedio como el diario) son apenas apreciables. Como se señaló anteriormente, esto refleja la tendencia de las entidades crediticias a mantener sus saldos diarios con el banco central constantes en términos agregados. Por otro lado, la subasta mensual correspondiente a la operación de financiación a plazo más largo (OFPML) también se ejecuta a tipo variable, aunque en este caso en un sentido estricto, puesto que el volumen de adjudicación se anuncia previamente y el Euro-sistema actúa como «aceptante de tipos de interés» ofrecidos por las entidades. Con estas operaciones, el BCE no intenta enviar señales de política monetaria al mercado, sino únicamente proporcionar financiación adicional a más largo plazo. Las operaciones de ajuste, que normalmente se ejecutan al final del período de mantenimiento, completan el típico panorama de gestión de liquidez por parte del BCE en un período de ausencia de turbulencias en los mercados.

IV. LA GESTIÓN DE LIQUIDEZ A RAÍZ DE LA TURBUENCIA FINANCIERA

Para facilitar el análisis de las medidas respecto a la gestión de liquidez que el BCE ha adoptado durante la turbulencia financiera, es útil distinguir entre dos fases.

La primera fase comienza en agosto de 2007, cuando las tensiones en los mercados financieros desatadas por la crisis de las hipotecas *sub-prime* (o hipotecas «basura») en Estados Unidos se empiezan a reflejar en el mercado monetario de la zona euro. La segunda fase coincide con la intensificación de la turbulencia en los mercados en septiembre de 2008, después de que la quiebra del banco de inversión estadounidense Lehman Brothers, a mediados de ese mes, empujara las primas de riesgo a niveles excepcionalmente elevados y sumiera a los mercados mundiales en la desconfianza generalizada.

1. La primera fase de la turbulencia (agosto 2007-agosto 2008)

El problema de la exposición al mercado hipotecario estadounidense en general por parte de las entidades financieras se puso de relieve entre marzo y abril de 2007. Las perturbaciones en los mercados parecieron estar confinadas inicialmente al ámbito inmediato relacionado con este segmento, como por ejemplo los préstamos hipotecarios titulizados. Sin embargo, con el tiempo emergieron tensiones en los mercados interbancarios a largo plazo, en un clima de creciente incertidumbre

acerca de las posibles pérdidas ocasionadas por la exposición potencial de las entidades de crédito a títulos de alto riesgo («activos tóxicos») en general y sus instrumentos derivados. A la consiguiente reticencia progresiva de los bancos a prestarse entre sí por el riesgo de contrapartida se sumó la incertidumbre en cuanto a las propias necesidades de financiación, ante la posibilidad de tener que absorber vehículos especiales de inversión fuera de balance o fondos de inversión estructurados. Las turbulencias se propagaron a los mercados monetarios a corto plazo en Estados Unidos hacia agosto de 2007, por lo que algunas entidades de crédito europeas se vieron en dificultades para obtener liquidez en dólares estadounidenses. Las perturbaciones a gran escala en el mercado monetario de la zona euro se manifestaron decididamente el 9 de agosto de 2007, resultando en tipos de interés muy elevados a corto plazo y una virtual parálisis del negocio interbancario.

El BCE respondió a las tensiones del 9 de agosto de 2007 en los mercados de la zona euro mediante una operación de ajuste de inyección de liquidez ejecutada como subasta a tipo fijo con preanuncio de adjudicación total de las peticiones. Con esta operación, se pretendía retomar el control sobre los tipos de interés a corto plazo aportando a las entidades de crédito la seguridad de que sus necesidades inmediatas de liquidez serían satisfechas. Esta medida supuso el inicio de un período en el que la gestión de liquidez por parte del BCE estuvo marcada por las siguientes características.

a) *Distribución de liquidez*

Las turbulencias en los mercados monetarios trajeron consigo un patrón menos predecible de la demanda de liquidez, y con ello complicaron la labor del banco central de estimar las necesidades reales del sistema bancario. Las entidades de crédito preferían tener liquidez abundante por motivos de precaución para asegurar sus compromisos, y el exceso de liquidez acumulado, a su vez, permitía satisfacer con antelación las obligaciones de reservas mínimas con el Eurosistema. Por todo ello, el BCE empezó a adjudicar anticipadamente la provisión de liquidez (por encima del montante de referencia) en sus operaciones principales al inicio del período de mantenimiento, satisfaciendo así las preferencias de las entidades de crédito. Sin embargo, este aumento del volumen de liquidez inicial se compensaba posteriormente con una menor oferta durante el resto del período de mantenimiento, lo que, unido a un mayor uso de las operaciones de ajuste en su faceta de absorción de liquidez, hizo que la provisión total de liquidez permaneciera inalterada. Cabe resaltar por tanto que las iniciativas del BCE en este ámbito supusieron un ajuste en la distribución de liquidez dentro del período de mantenimiento, pero no un aumento de la

liquidez dentro de éste. Esto, sin embargo, resultó en una mayor volatilidad en los tipos de interés a corto plazo, sugiriendo a su vez que la «hipótesis de martingala», respecto a la sustitución perfecta de liquidez en dos fechas distintas dentro de un mismo período de mantenimiento, había perdido fuerza. La elevada volatilidad de los tipos de interés a corto plazo y la consiguiente desviación respecto al tipo de interés de referencia del banco central también representaban retos para la señalización de la política monetaria.

b) *Duración media y frecuencia de operaciones*

El BCE ajustó tanto la distribución como la frecuencia de operaciones en respuesta a la turbulencia en los mercados de la zona euro. Se empezó a hacer un uso más frecuente de las operaciones de ajuste a tenor de la mayor inestabilidad de la demanda de liquidez. Al mismo tiempo, se aumentó notablemente el volumen de liquidez proporcionado mediante las operaciones de financiación a plazo más largo. Dicho aumento se concentró esencialmente en el segmento de las operaciones con vencimiento a tres meses, si bien el BCE también introdujo nuevas operaciones con vencimiento a seis meses de una forma limitada. Con estas iniciativas se intentaba proporcionar una posibilidad adicional de financiación a largo plazo que reducía el impacto de la dramática reducción de actividad en el mercado de depósitos a plazo y contribuía a reducir el importante incremento en el coste del dinero prestado sin colateral. Al mismo tiempo, la extensión de la duración media de las operaciones del BCE servía para proporcionar un colchón adicional de liquidez a las entidades de contrapartida en un entorno donde los mercados monetarios no funcionaban normalmente. El incremento en las operaciones a largo plazo se compensaba con una correspondiente reducción de la liquidez ofrecida a través de las operaciones principales de financiación (OPF), con lo que la oferta de liquidez permanecía constante.

c) *Cooperación con otros bancos centrales*

La volatilidad en los mercados financieros a escala global también propició una mayor cooperación entre bancos centrales, resultando en medidas coordinadas de inyección de liquidez en forma de *swaps* (intercambio de divisas). A partir de diciembre de 2007, el BCE comenzó a facilitar financiación a plazo en dólares estadounidenses a las entidades de crédito de la zona euro con el fin de aliviar sus necesidades de liquidez en esta moneda. Dicha medida se lleva a cabo en el marco de las operaciones denominadas TAF (*Term Auction Facility*) de la Reserva Federal estadounidense, en donde el BCE (junto con otros bancos centrales, como el Banco Nacional de Suiza) actúa de intermediario. Al igual que en otras

operaciones del BCE, las inyecciones de liquidez se respaldan por activos aportados por las entidades de contrapartida a modo de garantía, con los mismos criterios que para las operaciones en euros. Durante esta primera fase de las turbulencias, se ejecutaron subastas de liquidez en dólares con una duración de 28 días y, a partir de agosto de 2008, también de 84 días, mientras que el volumen del *swap* entre la Reserva Federal y el BCE ascendió progresivamente hasta los 50.000 millones de dólares.

d) *Intensificación de la comunicación*

Las medidas emprendidas por el BCE en su gestión de liquidez durante la primera fase de las turbulencias se complementaron con una comunicación intensificada con los mercados. Dicha labor estuvo encaminada tanto a informar puntualmente a los agentes del mercado acerca de los detalles técnicos y del calendario de operaciones a realizar como a explicar la naturaleza de las mismas al público en general. Por lo que respecta a este último aspecto, el BCE intentó transmitir tres mensajes fundamentales. Primero, enfatizar que la distinción entre la orientación de la política monetaria y los ajustes en la gestión de la política de liquidez emprendidos en la ejecución de dicha orientación seguía plenamente vigente. Segundo, reseñar que las iniciativas emprendidas en la gestión de liquidez eran enteramente coherentes con los objetivos fijados para ésta (en especial, en cuanto al control de tipos de interés a corto plazo y la contribución al funcionamiento ordenado de los mercados). Y tercero, subrayar que los ajustes emprendidos en la gestión de liquidez que iban encaminados a mantener unas condiciones adecuadas en el mercado monetario entraban dentro de la flexibilidad que aportaba el marco operativo de ejecución de política monetaria (9) y, por tanto, no suponían cambio estructural alguno (por ejemplo, en cuanto a la política de activos de garantía aceptados por el Eurosistema o a la oferta de liquidez total ofrecida por el BCE en sus distintas operaciones).

2. La segunda fase de la turbulencia (septiembre 2008 en adelante)

Las turbulencias en los mercados financieros entraron en una fase más aguda a mediados de septiembre de 2008, a raíz de la quiebra de Lehman Brothers. Este incidente dio una nueva dimensión al concepto de riesgo de contrapartida y, en consecuencia, la desconfianza se convirtió en la tónica general entre los agentes del mercado. El grado de disfunción de los mercados monetarios en particular alcanzó nuevas cotas entre tanta incertidumbre, y la posibilidad de que una crisis de liquidez continuada pudiera desembocar en una crisis de

solvencia empezó a tomar forma. Por todo ello, la necesidad de que las entidades de crédito pudieran disponer de financiación en todo momento adquirió un papel clave en la gestión de liquidez del BCE, empujando al banco central a adoptar medidas excepcionales y a asumir con ellas una tarea determinante en la intermediación financiera dentro de la zona euro. Entre dichas iniciativas destacaron las siguientes.

a) *Acceso pleno a la liquidez*

Las subastas de las operaciones principales de financiación (OPF) y las de plazo más largo (OPML) pasaron a ser de tipo de interés fijo con preanuncio de adjudicación plena. Asimismo, el BCE renovó y amplió las operaciones suplementarias a largo plazo —a uno (10), tres y seis meses respectivamente— que había adoptado durante la primera fase de la turbulencia financiera. Junto al aumento de la provisión de liquidez en dólares (ver abajo), esto resultó en un aumento sustancial del volumen total de liquidez ofrecido a las entidades de contrapartida de la zona euro, que sería posteriormente compensado con un masivo acceso diario a la facilidad de depósito (ver epígrafe V.2) y con la ejecución de operaciones de ajuste de gran volumen al final del período de mantenimiento.

b) *Refuerzo de la cooperación en el ámbito de la banca central*

Las tensiones en los mercados europeos se dejaron notar en la capacidad de las entidades europeas para financiarse en dólares, especialmente durante el tiempo en el que sólo el mercado europeo estaba abierto, ya que las entidades de crédito tenían difícil acceso tanto a la financiación mediante depósitos en dólares como mediante intercambios temporales de divisas («*swap* de divisas»). El BCE expandió notablemente tanto las modalidades de provisión de liquidez en dólares (añadiendo financiación a 1 y 7 días a los plazos de 28 y 84 días ya existentes) como el volumen de liquidez asociado a las mismas (ampliándose el *swap* con la Reserva Federal progresivamente de 50.000 a 240.000 millones de dólares, hasta incrementarse de manera ilimitada para acomodar la demanda potencial, relacionada con la adjudicación plena a tipos de interés fijos por parte de las entidades de crédito). En esta iniciativa de distribución de liquidez en dólares a nivel global participan otros ocho bancos centrales además de la Reserva Federal y el BCE. Junto a las operaciones respaldadas por activos de garantía (TAF), el BCE comenzó a ofrecer intercambios de divisas (*swaps*) tanto en dólares estadounidenses (ilimitados) como en francos suizos (hasta un límite de 25.000 millones de euros) frente al euro, en colaboración con los bancos centrales de estos países, facili-

tando el acceso a las entidades de la zona euro a la financiación en éstas monedas. Adicionalmente, el Euro-sistema ha llevado a cabo acuerdos con otros bancos centrales para mejorar la provisión de liquidez en euros de sus respectivos sectores bancarios.

c) *Expansión del marco de activos de garantía*

El marco de activos de garantía elegibles sufrió cambios acordes con la mayor provisión de liquidez por parte del BCE y el notable perfil de plazo más largo que dicha oferta había adquirido. De esta manera, se amplió tanto la gama de activos aceptados por el Eurosistema (por ejemplo, se empezaron a admitir activos en monedas distintas al euro como el yen japonés, el dólar estadounidense o la libra esterlina siempre que los títulos estuvieran emitidos en la zona euro) como la calidad crediticia mínima que estos activos debían satisfacer (bajándose el requisito crediticio general de A- a BBB-, con la excepción de los bonos de titulización «ABS»). No obstante, se efectuaron nuevos recortes de valoración para ciertos activos con motivo de la revisión bienal de las medidas de control de riesgos para las operaciones de crédito del Eurosistema, reflejando más adecuadamente las características de los activos de garantía en términos de riesgo de mercado y de liquidez. Todos estos cambios se consideraron adecuados para facilitar el acceso a la liquidez ofrecida por el Eurosistema a las entidades de contrapartida.

d) *Reducción de la banda de fluctuación alrededor del tipo de interés de referencia*

El Consejo de Gobierno del BCE también acordó reducir en un punto porcentual la banda de fluctuación alrededor del tipo de interés de las operaciones principales de financiación (OPF). De esta manera, el tipo de interés de las facilidades de crédito y depósito quedó fijado en 50 puntos básicos a ambos lados del tipo de interés de las OPF. Esta medida se adoptó para intentar acotar la volatilidad potencial de los tipos de interés a corto plazo en un período de gran incertidumbre en los mercados (11).

La segunda fase de turbulencias financieras presentó nuevos retos de comunicación para el BCE, máxime cuando la mayor parte de las medidas arriba mencionadas se adoptaron durante el mes de octubre de 2008. En este sentido, las iniciativas en cuanto a la gestión de liquidez se enmarcaron dentro del papel que el Eurosistema podía y debía ofrecer para reducir el nivel de disfunción de los mercados monetarios, con su consiguiente contribución a la estabilidad financiera de la zona euro. Al mismo tiempo, se insistió en que las medidas emprendidas eran de carácter excepcional y, por ende,

necesariamente temporal. En este sentido, se ha venido recalcando que los *swaps* con la Reserva Federal para la provisión de liquidez en dólares se mantendrán como mínimo hasta octubre de 2009; las operaciones principales y las de plazo más largo se subastarán a tipo fijo con preanuncio de adjudicación plena hasta marzo de 2009 como mínimo; mientras que la expansión en la lista de activos de garantía aceptados por el Eurosistema se conservará hasta finales de 2009.

V. IMPACTO Y RESULTADOS DE LA GESTIÓN DE LIQUIDEZ POR PARTE DEL BCE

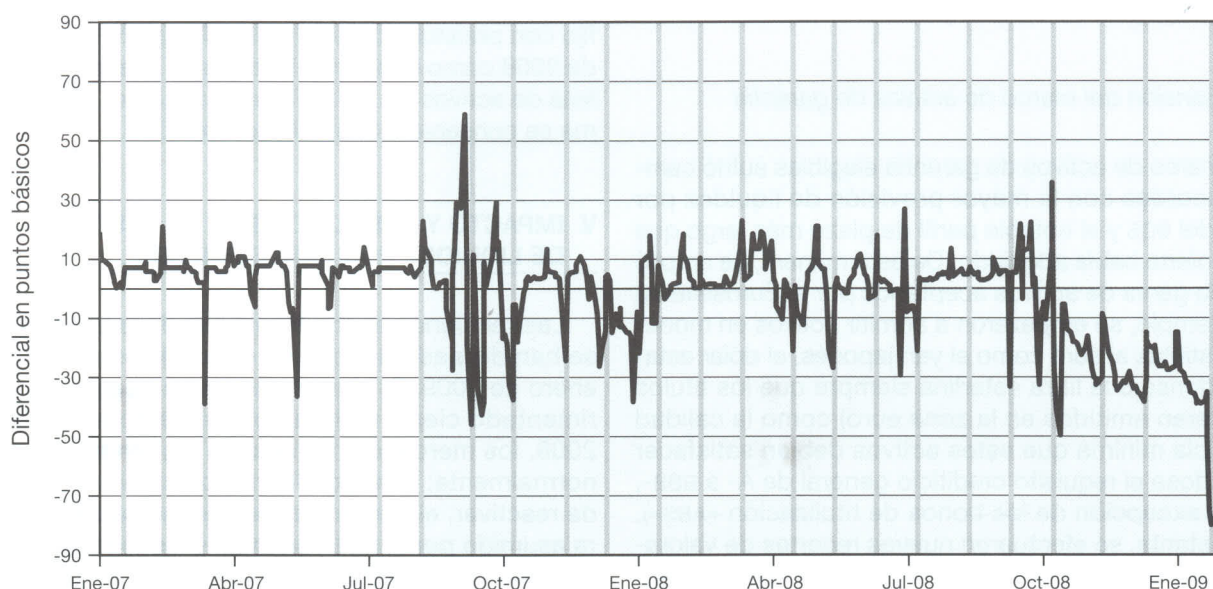
Las tensiones en los mercados de la zona euro no se han disipado a fecha de cierre de este artículo en enero de 2009. Si bien el panorama general ha experimentado cierta mejora con respecto a octubre de 2008, los mercados monetarios siguen sin funcionar normalmente; el mercado interbancario no se acaba de reactivar; el alto grado de intermediación financiera asumido por el BCE continúa, y las medidas excepcionales que apuntalan dicha función de intermediación siguen vigentes en su mayoría. Sin embargo, aunque es aún pronto para hacer un análisis definitivo del alcance de las iniciativas emprendidas en el marco de la gestión de liquidez, la experiencia en este ámbito desde agosto de 2007 permite hacer una serie de observaciones al respecto tanto a nivel de los mercados monetarios en general como para el Eurosistema y el BCE en particular.

1. La experiencia en los mercados monetarios

Para evaluar el impacto de la gestión de liquidez del BCE en los mercados monetarios, es útil observar la evolución de los distintos tipos de interés. El gráfico 2 refleja el diferencial entre el EONIA (tipo de interés a un día no garantizado) y el tipo de interés de las operaciones principales de financiación (OPF); tal y como se señaló en el apartado III, el BCE persigue minimizar este diferencial en la ejecución de su política monetaria mediante subastas semanales. En el gráfico se observa que la desviación entre las dos variables mostró una significativa volatilidad al inicio de las turbulencias que fue más controlada hasta la segunda fase de éstas, y que finalmente ha reflejado una tendencia a la baja desde que el Eurosistema adoptó la política de adjudicación plena de liquidez tanto en euros como dólares.

Por lo tanto, en la medida en que el control sobre los tipos de interés a corto plazo en el mercado monetario constituye un objetivo fundamental del marco operativo del BCE, se podría argumentar que el BCE ha podido seguir ejerciendo una notable influencia en este ámbito y preservar así el efecto señal acerca de la orientación

GRÁFICO 2

**DIFERENCIAL ENTRE EL EONIA Y EL TIPO DE INTERÉS DE LAS OPERACIONES
PRINCIPALES DE FINANCIACIÓN**


Fuente: Cálculos a partir de datos del BCE.

de la política monetaria. Sin embargo, cabe reseñar que la variabilidad del nivel medio del tipo de interés a un día ha sido mayor de la normal durante todo el período, y que la desviación entre el EONIA y el tipo de interés de las OPF ha sido básicamente unidireccional durante la segunda fase de la turbulencia financiera (en particular, a partir de las medidas excepcionales adoptadas por el BCE en octubre de 2008).

La evolución de los tipos de interés a plazo es más compleja. El gráfico 3 muestra el diferencial entre el tipo de interés EURIBOR y el tipo de interés del EONIA swap (12) a distintos plazos, como principal reflejo de las primas de riesgo de crédito y liquidez en los mercados monetarios. Este diferencial se compone, por un lado, por la prima que las entidades tienen que pagar por recibir depósitos sin garantizar en un ambiente de desconfianza, y por otro, por el riesgo de que la liquidez sea escasa en el sistema o que las otras entidades desconfíen de la propia entidad, limitando su capacidad de financiación interbancaria. Esta prima estaba por debajo de los 10 puntos básicos (0,1 por 100) antes de las turbulencias financieras, pero aumentó exponencialmente en agosto de 2007 y a finales del mismo año, cuando la necesidad de liquidez de las entidades fue mayor. Las iniciativas llevadas a cabo por el BCE y otros bancos centrales durante la primera fase de las turbulencias se mostraron relativamente efectivas en controlar dicho diferencial, y en reducirlo incluso después del repunte de la crisis de confianza con el rescate de la

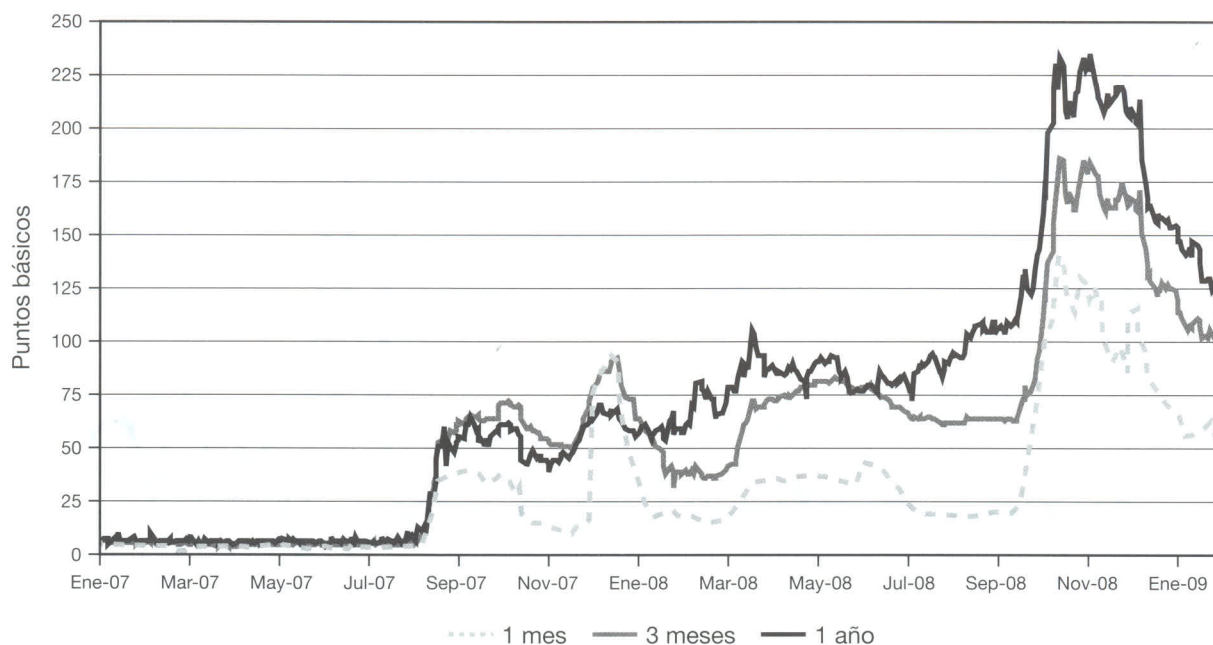
entidad americana Bear Stearns por la Reserva Federal estadounidense en marzo de 2008.

Sin embargo, la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 supuso un nuevo revés en la confianza del sector, conduciendo al diferencial entre el EURIBOR y EONIA swap a niveles desorbitados. Si bien las medidas llevadas a cabo desde entonces por el BCE han ayudado de forma notable a la reducción de las primas de riesgo, el hecho de que éstas se mantengan en niveles históricamente elevados demuestra que una mayor provisión de liquidez no elimina totalmente los riesgos de contrapartida entre las entidades crediticias. Las medidas anunciadas por algunos gobiernos de la zona euro para el sistema bancario —en particular, las garantías públicas aportadas para la emisión de deuda bancaria y los planes para recapitalizar las entidades de crédito— también han contribuido parcialmente a rebajar las tensiones en los mercados. Por ello, la total implantación de estas medidas a nivel gubernamental aparece como un ingrediente crítico para recuperar la confianza a corto plazo. Las distintas iniciativas que aún se discuten en el ámbito europeo para lidiar con los «activos tóxicos» que pudieran tener las entidades de crédito también ayudarían a normalizar la actividad de los mercados monetarios.

Respecto a la financiación en dólares, las entidades de crédito encontraron problemas para conseguir liquidez en el mercado interbancario de depósitos desde el principio de las turbulencias financieras, especialmen-

GRÁFICO 3

DIFERENCIAL ENTRE EURIBOR Y SWAP PARA DISTINTOS PLAZOS



Fuente: Cálculos a partir de datos de la Federación Bancaria Europea.

te durante el horario europeo. A partir de agosto de 2008 esta dificultad se hizo patente también en el mercado de *swap* de divisas, que actuaba de alguna forma como alternativa al primero, y mediante el cual las entidades intercambiaban euros con dólares americanos a plazo. La quiebra de Lehman Brothers en septiembre encareció radicalmente la adquisición de dólares a través de este mercado también, y en algunos casos las entidades se vieron obligadas a pagar más de 5 puntos porcentuales (gráfico 4) con respecto al precio del dinero en el mercado interbancario americano. La provisión ilimitada de liquidez del BCE en dólares americanos contribuyó notablemente a reducir las tensiones sufridas en el mercado europeo del dólar.

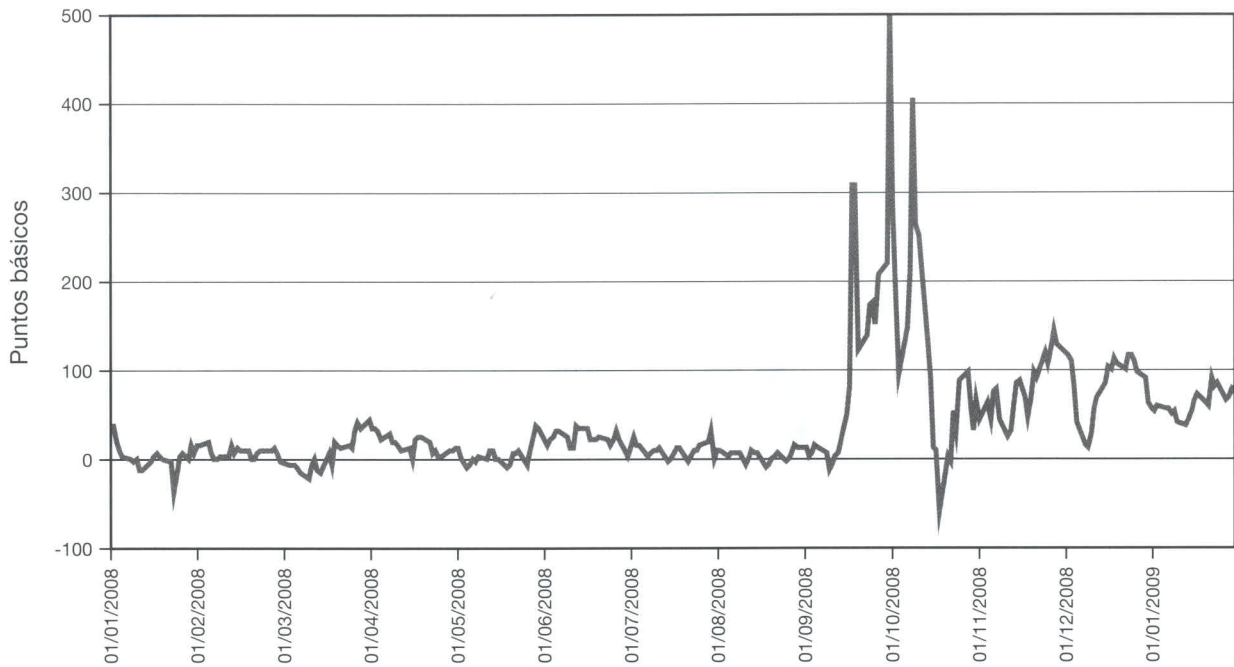
2. El impacto de la gestión de liquidez en el propio Eurosistema

Las iniciativas emprendidas por el BCE en cuanto a la gestión de liquidez han tenido un impacto apreciable en el propio Eurosistema. El balance del Eurosistema se ha expandido notablemente durante la turbulencia financiera, aumentando en casi un 65 por 100 desde julio de 2007 a enero de 2009. El principal aumento en este sentido se ha reflejado en las partidas relativas a la instrumentación de la política monetaria ejecutada por medio de las distintas operaciones de mercado abierto, lo que ha resultado en un aumento de la oferta de liquidez total proporcionada por el Eurosistema. Como se señaló en

el apartado III, la oferta de liquidez bruta y neta ofrecida por el Eurosistema apenas difería en un período típico de mantenimiento, ya que el BCE tendía a proporcionar la cantidad justa para que las entidades de crédito pudieran cumplir con sus exigencias de reservas mínimas (unos 450.000 millones de euros aproximadamente). Sin embargo, con el desencadenamiento de las turbulencias financieras, y en particular a partir de octubre de 2008 en el marco de las medidas excepcionales de provisión de liquidez, el saldo vivo de liquidez inyectada en el sistema en ciertos momentos se ha más que doblado teniendo en cuenta operaciones en euros y operaciones en moneda extranjera.

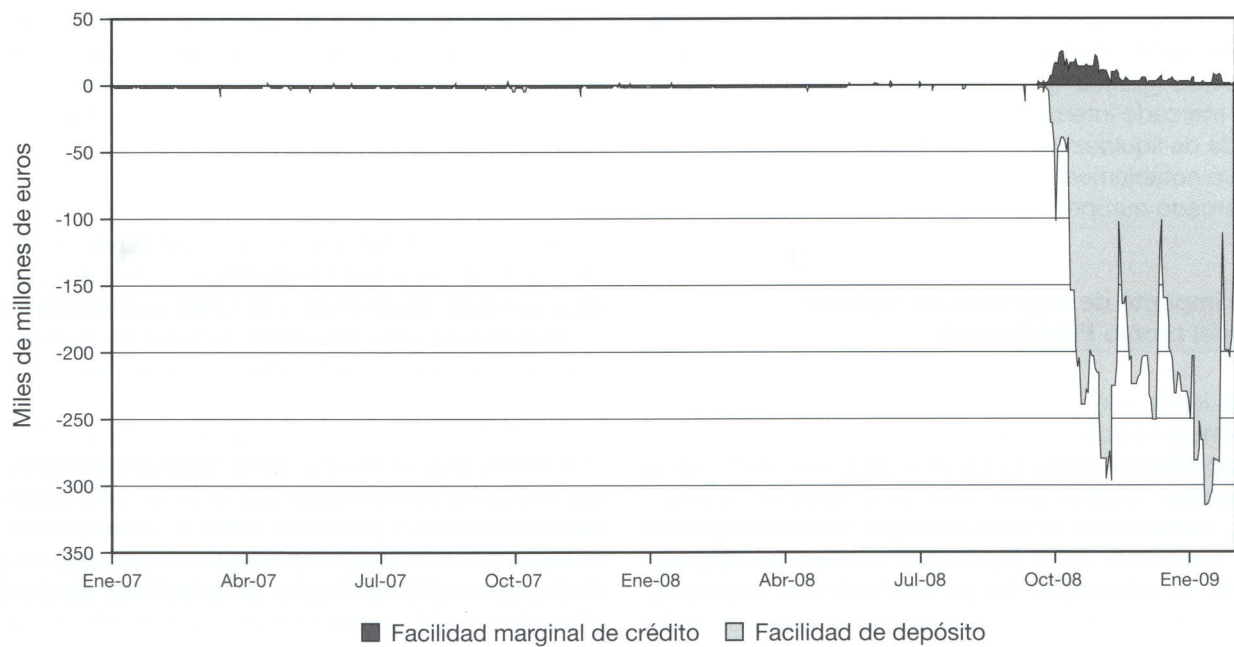
Estas cifras reflejan a su vez el papel clave de intermediación financiera que ha desempeñado el BCE durante este período, asumiendo una tarea que normalmente correspondería a los mercados. Si antes de las turbulencias eran las grandes entidades de crédito las que accedían a las subastas del BCE para distribuir la liquidez entre otras entidades de menor envergadura, ahora es el BCE el que se encarga de realizar dicha tarea directamente con las entidades de contrapartida, ante la continuada reticencia de éstas a prestarse entre sí. Otra medida que muestra dicha reticencia se refleja en el uso que las entidades de crédito han hecho de la facilidad de depósito ofrecida por el Eurosistema, el cual registró un notable aumento a raíz de la política de provisión plena de liquidez desde octubre de 2008 (gráfico 5), a la vez que una reducción de la banda de fluctuación de los tipos de interés.

GRÁFICO 4
**DIFERENCIAL ENTRE EL PRECIO DEL DÓLAR A TRES MESES VÍA SWAP DE DIVISAS
 Y VÍA MERCADO INTERBANCARIO AMERICANO**



Fuente: Cálculos a partir de datos de Bloomberg.

GRÁFICO 5
FACILIDADES PERMANENTES DEL EUROSISTEMA



Fuente: Cálculos a partir de datos del BCE.

El Consejo de Gobierno del BCE decidió volver a la banda de fluctuación anterior más ancha (donde los tipos de interés de las facilidades se sitúan a un punto porcentual a ambos lados del tipo de interés de las operaciones principales de financiación) en parte como medida para incentivar la recuperación de la actividad normal en los mercados monetarios.

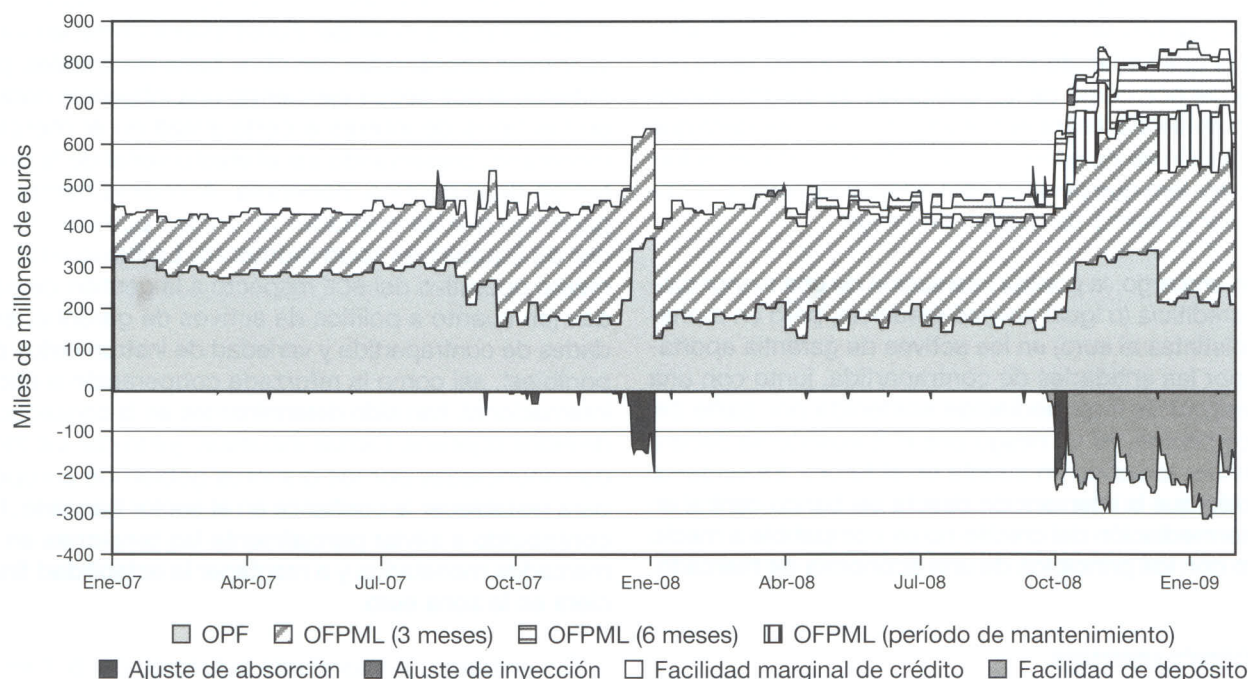
En consonancia con el aumento de la oferta de liquidez proporcionada por el Eurosistema a las entidades de crédito durante la turbulencia financiera, cabe destacar el cambio en la duración media de la misma. La evolución gradual hacia un plazo más largo en este sentido queda claramente reflejada en el gráfico 6, con una práctica inversión de la relación entre los volúmenes de las operaciones a plazo de una semana (OPF) y a tres/seis meses respectivamente (OFPML). Si antes de las turbulencias financieras las OPF representaban dos tercios del volumen de financiación provisto por el Eurosistema, a finales de enero de 2009 representaban alrededor del 30 por 100.

Por último, la evolución de los activos de garantía que respaldan la mayor duración media de las operaciones de mercado abierto desde agosto de 2007 también es reseñable. Como muestra el gráfico 7, desde el inicio de las turbulencias financieras se ha producido un incremento

de los bonos de titulización aportados como garantía por las entidades crediticias en sus operaciones con el BCE, fundamentalmente a costa de los activos considerados más seguros, principalmente la deuda pública.

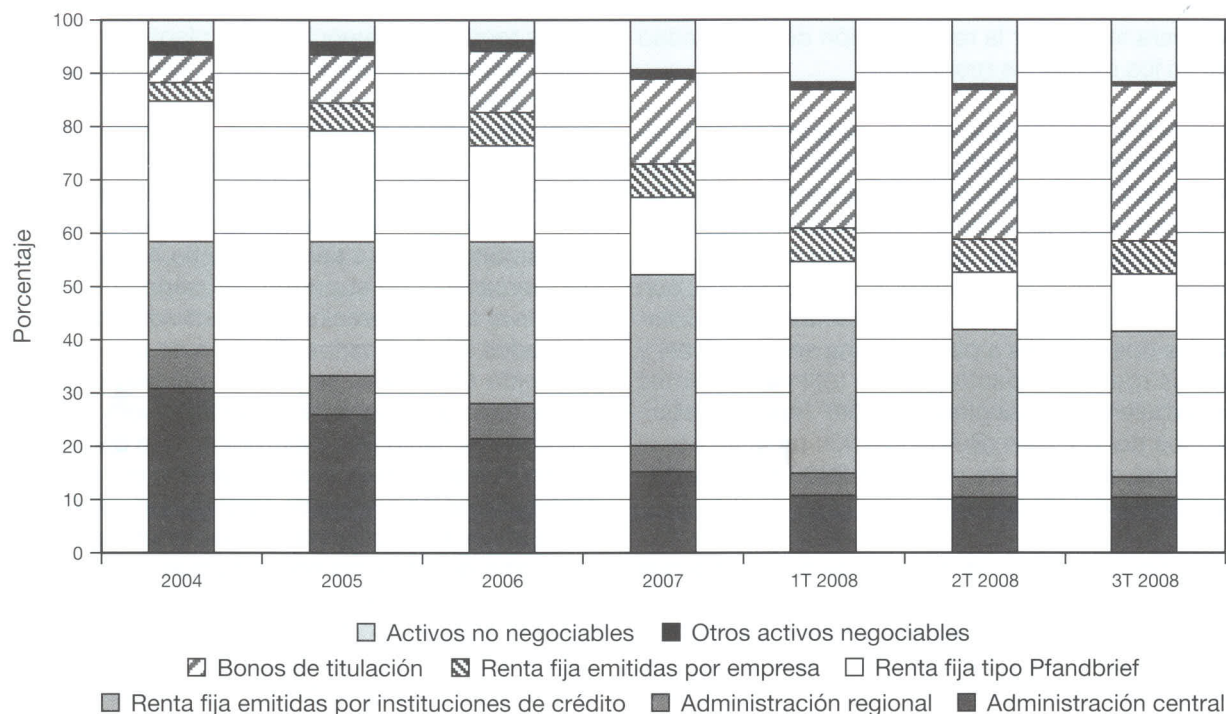
Las tendencias mencionadas plantean una serie de retos tanto para el banco central en particular como para el Eurosistema en general. La dificultad principal a corto plazo viene dada por la llamada «estrategia de salida», conectada con la forma en que la actividad de intermediación financiera por parte del banco central, como resultado de las medidas excepcionales adoptadas en este ámbito, llegue a ser vista como habitual por parte del mercado. Esto supondría un serio obstáculo para incentivar la recuperación de la actividad normal en los mercados interbancarios. En caso de que se materializara este escenario, se podría plantear también una mayor toma de riesgos de índole financiera por parte del Eurosistema, tanto por la extensión de la duración media de sus operaciones de mercado abierto como por la concentración de los activos de garantía que respaldan éstas hacia títulos menos líquidos o de menor calidad crediticia. Cabe destacar no obstante que los dos primeros aspectos —la tendencia de las entidades de crédito a reservar activos que siguen siendo negociables en sus operaciones con el banco central y el aumento de las operaciones de financiación a más largo plazo— tienen

GRÁFICO 6
PROVISIÓN DE LIQUIDEZ POR EL EUROSISTEMA
(Por tipo de operación)



Fuente: Cálculos a partir de datos del BCE.

GRÁFICO 7

**DISTRIBUCIÓN DE LOS TIPOS DE ACTIVO UTILIZADOS COMO GARANTÍA
EN OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA**


Fuente: Euro Money Market Study 2008 (BCE).

plena cabida dentro de la estructura original del marco operativo del Eurosistema en cuanto al manejo de la liquidez se refiere. De hecho, es justamente esa flexibilidad la que ha facilitado la gestión de liquidez tanto por parte del BCE como de las entidades de crédito durante la turbulencia financiera. Asimismo, se considera que la evolución de los activos de garantía a la vista del entorno financiero que perdura está adecuadamente controlada por el marco de gestión de riesgo.

Sin embargo, la posible interacción de una menor calidad crediticia (o igual calidad crediticia, pero en monedas distintas al euro) en los activos de garantía aportados por las entidades de contrapartida, junto con una necesidad de intermediación sostenida por parte del banco central, es un riesgo que el Eurosistema deberá continuar teniendo en cuenta en el futuro. Es evidente también que la intervención directa del banco central en la intermediación del crédito no es compatible a medio plazo con los principios de una economía de mercado.

VI. CONCLUSIONES

En el presente artículo se ha analizado la gestión de liquidez por parte del Banco Central Europeo durante la

turbulencia financiera. Los resultados de la investigación sugieren que las acciones emprendidas en este ámbito, tanto a nivel del Eurosistema como en intervenciones coordinadas con otros bancos centrales, permitieron al BCE seguir ejerciendo una influencia notable en los tipos de interés a corto plazo en el mercado monetario, preservando así el efecto señal de la orientación de la política monetaria. Al mismo tiempo, se garantizó que las entidades de crédito pudieran disponer de liquidez en todo momento. La flexibilidad del marco operativo del BCE respecto a la gestión de liquidez (en cuanto a política de activos de garantía, entidades de contrapartida y variedad de instrumentos disponibles), así como la reforzada cooperación a escala internacional, han sido determinantes en la consecución de estos objetivos. Dichas iniciativas, junto con las medidas anunciadas por los distintos gobiernos europeos para restablecer la confianza en el sector bancario, han contribuido a aliviar parcialmente las tensiones en los mercados monetarios y a mantener la estabilidad financiera en la zona euro.

Sin embargo, la importante actuación del BCE en los mercados se ha visto acompañada por la necesidad final de adoptar medidas excepcionales y, por ende, temporales en el marco operativo de la gestión de liquidez.

El resultado principal de estas medidas es que el banco central ha pasado a asumir el papel principal de intermediación financiera que normalmente correspondería a las entidades crediticias en un período de ausencia de turbulencias en los mercados. El mayor grado de implicación del BCE en la intermediación financiera presenta por ello una serie de retos tanto para el banco central en particular como para el Eurosistema en general.

A corto plazo, se plantea la llamada «estrategia de salida», o la necesidad de revertir las medidas excepcionales que se han adoptado en el ámbito de la gestión de liquidez. En concreto, una dependencia excesiva y prolongada de la liquidez del banco central por parte de las entidades de crédito podría contribuir a desincentivar o retrasar la recuperación de la actividad normal de los mercados. En caso de mantenerse, esta dinámica se podría ver acompañada por un incremento en la toma de riesgo financiero, por parte del Eurosistema, relacionado con la evolución de los activos de garantía que respaldan la mayor duración media de las operaciones de mercado abierto desde agosto de 2007. Por otra parte, la política de gestión de liquidez no puede ni debe restablecer el eficiente funcionamiento de los mercados por sí misma. Si bien las primas de riesgo en el segmento de tipos de interés a más largo plazo del mercado han bajado notablemente desde octubre de 2008 hasta enero de 2009, el hecho de que éstas se mantengan en niveles históricamente elevados demuestra que una mayor provisión anticipada de liquidez o la posibilidad de acceso total a ésta no elimina completamente los riesgos de contrapartida entre las entidades crediticias. La implantación total de las medidas anunciadas por algunos gobiernos de la zona euro para el sistema bancario aparece, por tanto, como factor clave para recuperar la confianza, en particular por lo que respecta a las garantías públicas en la emisión de deuda bancaria y a los planes para recapitalizar las entidades de crédito.

A medio plazo, es evidente que la intervención directa del banco central en la intermediación del crédito no es compatible con los principios básicos de una economía de mercado. Sin perjuicio de esta idea, la medida en que casaría un mayor activismo de los bancos centrales en el segmento de operaciones a plazo no es tan obvia. Asimismo, la comunidad de bancos centrales debe considerar si las medidas coordinadas que se han adoptado para mejorar la distribución de liquidez a escala global en tiempos de turbulencias (fundamentalmente, la provisión de liquidez en moneda extranjera a las entidades domésticas) deben tener continuidad en tiempos menos turbulentos, aunque sea como salvaguarda de emergencia.

Por último, aunque las acciones de los bancos centrales en distintos ámbitos (incluida la gestión de liqui-

dez) han contribuido a aliviar las turbulencias financieras desde agosto de 2007, la solución a la crisis de confianza que nos ocupa trasciende el ámbito inmediato de la banca central. El diagnóstico del origen de las turbulencias financieras excede el enfoque de este artículo, pero los fallos en supervisión, regulación, infraestructura y transparencia financiera, tanto a escala estrictamente nacional como a escala global, han sido plenamente identificados en el marco de las reuniones del Grupo de los veinte países industrializados y emergentes. Este grupo, en colaboración con otras instituciones, como el Foro de Estabilidad Financiera y el Fondo Monetario Internacional, está discutiendo por ello una serie de iniciativas coordinadas para dar una respuesta completa a la crisis. Dichas medidas están contempladas en cuatro campos de acción concreta que abarcan desde el tratamiento que se dará a los activos por parte de las entidades de crédito desde un punto contable, pasando por la revisión del papel de las agencias de calificación crediticia y de los mercados de derivados en la infraestructura financiera, hasta la reforma de la arquitectura financiera internacional y los grupos de supervisión bancaria que velarán de manera conjunta por la salud de las entidades de crédito sistémicamente importantes. La total implantación, de una manera coordinada, de las iniciativas concretas que puedan surgir de estos foros será fundamental para contribuir a normalizar el funcionamiento de los mercados a escala global.

NOTAS

(*) Las opiniones vertidas en este artículo reflejan únicamente los puntos de vista de los autores, y no se corresponden necesariamente con los del Banco Central Europeo. Agradecemos a José Manuel GONZÁLEZ-PÁRAMO, Francesco PAPADIA y Michel STUBBE, del Banco Central Europeo, y a Esteban RÓSPIDE PÉREZ y Antonio RUIZ GUTIÉRREZ, del Banco de España, sus comentarios y sugerencias para la mejora de este estudio. Cualquier error u omisión es responsabilidad única de los autores.

(1) El Eurosistema comprende el Banco Central Europeo y los bancos centrales nacionales de los estados miembros de la Unión Europea que han adoptado el euro. Actualmente, consta de 16 bancos centrales nacionales junto con el Banco Central Europeo.

(2) La información que se detalla en esta sección se encuentra disponible en *La política monetaria del Banco Central Europeo*, BCE, 2004. El marco operativo del Eurosistema se describe concretamente en *La aplicación de la política monetaria en la zona del euro: Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema*, BCE, noviembre 2008.

(3) Operaciones a largo plazo con diferente vencimiento se empezaron a realizar a raíz de las turbulencias en los mercados.

(4) El Consejo de Gobierno del BCE está formado por los miembros del Comité Ejecutivo del BCE y los gobernadores de los bancos centrales de la zona euro.

(5) Ver «Tensiones financieras, incertidumbre y mercados monetarios: La experiencia del Banco Central Europeo», discurso de José Manuel González-Páramo, miembro del Comité Ejecutivo del BCE, 29 de febrero de 2008.

(6) La diferencia en cada momento entre el tipo de interés de las OPF y las facilidades marginales es decidida por el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.

(7) Por ello, el tipo de interés de las OPF también se conoce como «tipo mínimo de puja».

(8) El índice medio del tipo del euro a un día (EONIA), publicado por la Federación Bancaria Europea, es la media ponderada de todos los préstamos a un día no garantizados, de acuerdo con la información facilitada por un panel compuesto por las entidades de crédito más activas en el mercado monetario.

(9) Ver «Política monetaria y gestión de liquidez en tiempos de turbulencias económicas y financieras», discurso de José Manuel GONZÁLEZ-PARAMO, miembro del Comité Ejecutivo del BCE, 9 de julio de 2008.

(10) El BCE decidió proveer liquidez mediante operaciones de financiación a largo plazo con duración igual a un período de mantenimiento (aproximadamente un mes) con objeto de que estas operaciones no se vieran influenciadas por expectativas de tipos de interés.

(11) Cabe resaltar, en este sentido, que se adoptó una medida similar de carácter temporal en el marco de la introducción de la moneda única europea en enero de 1999.

(12) El EONIA *swap* es una transacción financiera que implica un simulación de intercambio de flujos financieros en una fecha determinada. Las contrapartidas de la transacción pagan o reciben una cantidad fija a cambio de recibir o pagar una cantidad variable en la fecha de vencimiento del contrato. Se liquida por diferencia de tipo de interés; por lo tanto, el riesgo de contrapartida es muy reducido y se puede considerar un activo «casi» sin riesgo.

La Reserva Federal y los nuevos sistemas de generación de liquidez en Estados Unidos

Santiago Carbó Valverde
José Manuel Mansilla Fernández
Francisco Rodríguez Fernández

I. INTRODUCCIÓN

Recientemente, los mercados de liquidez se han enfrentado a desequilibrios de consideración ante la crisis financiera. El principal problema ha surgido cuando un solo lado del mercado, el de los demandantes, se ha encontrado «congestionado», y los problemas de confianza y escasez de oferta (de liquidez) han desanimado a inversores y ahorradores a dar profundidad a estos mercados (Alfonso, 2008).

Como respuesta a la reciente crisis financiera —en la que la liquidez se convirtió, al menos en origen, en uno de los problemas fundamentales—, los bancos centrales de todo el mundo han impulsado y ampliado sus mecanismos de generación de liquidez para las instituciones financieras. En este artículo se analizan los instrumentos con los que ha contado la Reserva Federal, que ha introducido novedades en diversas facilidades, entre las que destacan los *Term Auction Facilities* (facilidades de subastas de liquidez a plazo), *Term Securities Lending Facilities* (facilidades de préstamos de valores a plazo) y *Primary Dealer Credit Facility* (facilidad de crédito para operadores primarios), desde diciembre de 2007, a la vez que se han impulsado los instrumentos tradicionales, como las operaciones de mercado abierto y la ventana de descuento (*discount window*). Asimismo, debe considerarse que el Banco Central Europeo y el Banco Nacional de Suiza han conducido sus operaciones de provisión de liquidez en dólares norteamericanos, y han establecido intercambio de líneas de divisas con los bancos de la Reserva Federal que han incrementado el rango de las garantías colaterales aceptadas en operaciones de mercado abierto.

El objetivo de este artículo es analizar cuáles son los nuevos instrumentos de generación de liquidez que la Reserva Federal de Estados Unidos ha puesto en marcha para atajar los problemas de liquidez que han surgi-

do ante la crisis financiera, y cómo han evolucionado recientemente. El artículo se estructura en cuatro apartados, que siguen a esta introducción. En el apartado II, se muestran los antecedentes de los nuevos instrumentos, así como el sustento teórico más relevante encontrado en la literatura económica. En el III, se presenta una descripción detallada de los nuevos instrumentos de generación de liquidez, así como las correspondientes mejoras de los ya existentes. Los datos más relevantes que ayudan a comprender la senda de los nuevos instrumentos puestos en marcha por la Reserva Federal se analizan en el IV. Por último, el artículo se cierra en el apartado V, con las principales conclusiones e implicaciones.

II. ANTECEDENTES Y RELEVANCIA DE LOS MECANISMOS DE GENERACIÓN DE LIQUIDEZ

La literatura económica concede una importancia central a la liquidez en los mecanismos de financiación e inversión del sistema financiero. En lo que se refiere a la relación de la liquidez con el mecanismo de funcionamiento de las entidades bancarias, el modelo de referencia es el de Diamond y Dybvig (1983), en el que se analiza el riesgo de liquidez compartido entre bancos en sus operaciones de captación de depósitos y concesión de crédito, y concluye que la ventana de descuento (*discount window*), como principal referencia mediante la cual las entidades bancarias toman liquidez de la Reserva Federal, puede comportarse como un seguro de depósitos. En particular, cuando se producen *shocks* de liquidez, y para facilitar que las entidades financieras puedan atender las demandas de fondos de sus depositantes, la Reserva Federal podría comprar activos bancarios (creación de dinero) a precios mayores que su valor de liquidación, dotando de liquidez adicional a las entidades bancarias. Este es el principal mecanismo por el cual a los bancos centrales se les considera «prestamistas de última instancia».

A partir del modelo seminal de Diamond y Dybvig, la literatura se ha preocupado en los últimos veinticinco años por tratar de determinar las facilidades de liquidez que puede ofrecer un banco central como prestamista de última instancia y, en buena medida, por la eficiencia final de estas medidas. A la hora de analizar esta eficiencia, las asimetrías en el recurso a estas facilidades de entidades bancarias de diferente dimensión ha sido una de las cuestiones más recurrentes, con el resultado general de que las entidades más pequeñas prefieren depender en mayor medida de la captación de depósitos que del acceso a fondos de los bancos centrales. En este sentido, por ejemplo, Ho y Saunders (1985) desarrollan un modelo en el cual los bancos pequeños prefieren captar depósitos que acudir a los mercados de fondos federales debido a la aversión al riesgo. Una explicación alternativa sobre la confianza de las entidades de menor dimensión en los depósitos se encuentra en los resultados de Rose y Kolari (1985) y Allen, Peristiani y Saunders (1989), quienes sugieren que la banca regional de menor dimensión cuenta con menores costes de captación de depósitos como resultado de su mayor especialización local (1). Recientemente, aportaciones como las de Ashcraft y Bleakley (2006) sugieren que el recurso de las entidades bancarias a los mercados de fondos federales está ligado a problemas de financiación en los mercados interbancarios. Esta literatura reciente examina, además, los efectos que sobre la política monetaria tienen los *shocks* de liquidez que sufren las entidades financieras. Las reservas de liquidez y las ventanas de descuento se convierten, durante episodios de tensiones financieras, en instrumentos que permiten amortiguar estos *shocks* de liquidez y preservar los mecanismos de transmisión de la política monetaria y la estabilidad financiera (Pérez y Rodríguez, 2006; Whitesell, 2006a, 2006b; Berentsen y Monnet, 2006; Ennis y Weingberg, 2007). Por su parte, Ashcraft y otros (2008) desarrollan un modelo de equilibrio general para analizar los fundamentos de las restricciones de liquidez durante la crisis financiera de 2007 y 2008, y sugieren que la oferta día a día (*overnight*) de fondos federales se incrementa a medida que las entidades bancarias se encuentran más restringidas financieramente, y la banca, a su vez, sustituye el crédito interbancario por las facilidades *overnight*. Sin embargo, la elevada volatilidad de los tipos de interés de estos fondos federales incrementa la demanda y la necesidad de otras facilidades a mayor plazo (*term facilities*) más que la de crédito *overnight*. La *Term Auction Facility* (TAF) —que se describe con profundidad más adelante— introducida por la Fed en diciembre de 2007 ayudó a cubrir esta demanda incrementada neta de crédito, situando los plazos de vencimiento en 28 días. La evidencia de McAndrews y otros (2008) muestra que la TAF ha contribuido a estabilizar precios en los mercados de liquidez tras las turbulencias observadas en agosto de 2008

y en los meses posteriores, tras los que se evidenció la necesidad de inyectar nuevos fondos de liquidez para aportar algo de calma al mercado.

En el análisis de los mecanismos de generación de liquidez ante la crisis, Lagos y otros (2007) sugieren que la provisión de liquidez en este entorno depende de la correcta identificación de las fricciones financieras en el mercado, de las características del mercado en sí (entre ellas, su profundidad y reputación), así como de la severidad y persistencia del *shock* de demanda de los inversores. En este contexto, el tratamiento de las garantías colaterales en las facilidades de liquidez merece especial atención. Kashyap y otros (2002) y Ewerhart y Tapking (2008) sugieren que la existencia de colateral en estas operaciones lleva a las partes a alcanzar una gestión más eficiente del riesgo. Sin embargo, si el mejor colateral disponible en circunstancias de turbulencia financiera no cuenta con la liquidez suficiente, o es un activo con elevado riesgo, el riesgo bilateral entre las partes se incrementa (Borio, 2004).

Teniendo en cuenta el amplio conjunto de determinantes y condicionantes de la crisis, ¿en qué ha consistido la actuación de la Reserva Federal de Estados Unidos? Las acciones más determinantes para proporcionar liquidez han tenido lugar desde marzo de 2008, cuando se ofrece a los operadores primarios (2) en los mercados de deuda (*primary dealers*) una cantidad de 200.000 millones de dólares en bonos del Tesoro (*Treasury Bonds*) y letras del Tesoro (*Treasury Bills*) a cambio de activos titulizados respaldados por hipotecas (*mortgage-backed securities*). Por otro lado, se han añadido las facilidades de préstamos de valores a plazo (*Term Securities Lending Facility*, o TSLF) con vencimientos a 28 días. Asimismo, se han ampliado las facilidades de liquidez para las operaciones día a día (*overnight*) implementado la llamada facilidad de crédito para operadores primarios (*Primary Dealer Credit Facility*, o PDCF), que provee de financiación a los operadores primarios a cambio de un rango específico de colateral disponible. Sin embargo, la PDCF, en contraste con la ventana de descuento (*discount window*), está abierta a operadores primarios de la Reserva Federal de Nueva York, y no a entidades de depósito. Aun cuando no está dirigido a las entidades bancarias, la facilidad de crédito para operadores primarios juega un papel crucial en la crisis financiera, dado que durante esta crisis el papel comercial respaldado por activos (*Assets Backed Commercial Paper*, o ABCP) ha visto reducida de forma drástica su negociación y su precio, y era necesario darle salida, ya que había sido uno de los instrumentos principales para la financiación de los vehículos de inversión estructurada (*Structured Investment Vehicles*, SIV) de todo tipo que trasladaron el riesgo hipotecario *subprime* a las carteras de inversión de todo el mundo (3). Las entidades bancarias con com-

promisos de crédito *vis-à-vis* con vehículos se han visto, por lo tanto, particularmente afectadas por el *shock* de liquidez. Los activos (no líquidos) mantenidos por los vehículos como garantía, como las obligaciones de deuda colateralizada (*collateralized debt obligations*, CDO), perdieron todo su valor como garantías colaterales (4), y por lo tanto el uso de facilidades de crédito para los operadores primarios beneficia finalmente a las entidades bancarias con mayor exposición al riesgo de vehículos estructurados, ya que se da salida a algunos de los instrumentos con los que se financiaron estos vehículos.

En el apartado III se analizan, de forma individualizada y más extensa, el papel de los mecanismos tradicionales y el de los nuevos instrumentos de generación de liquidez de la Reserva Federal en el entorno de la crisis.

III. INSTRUMENTOS TRADICIONALES Y NUEVAS FACILIDADES DE GENERACIÓN DE LIQUIDEZ

Desde que, en agosto de 2007, la estrangulación de los mercados interbancarios y de bonos y las tensiones de liquidez comenzaran a convertirse en un problema patente y en una amenaza para el sistema financiero, la Reserva Federal, con el apoyo operativo principalmente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, ha desarrollado nuevos instrumentos de generación de liquidez, así como mejoras en los tradicionalmente empleados, con el objetivo de ayudar a solventar las restricciones de liquidez y restaurar la confianza en los mercados. A continuación, se describen las características principales de estos instrumentos y las motivaciones que llevaron a la implementación de muchos de ellos en el contexto de la crisis financiera.

1. Operaciones de mercado abierto

Las operaciones de mercado abierto consisten fundamentalmente en compras y ventas de títulos del tesoro americano (*U.S. Treasury securities*) y de la agencia federal (*federal agency securities*). Son las principales herramientas tradicionales para la implementación de la política monetaria. Los objetivos a corto plazo que se persiguen con las operaciones de mercado abierto están recogidos en el Comité Federal de Operaciones de Mercado abierto (*Federal Open Market Committee*, FOMC) (5). El objetivo puede ser una cantidad deseada de reservas o un precio deseado mediante el ajuste de los tipos de interés de referencia (*federal funds rates*) (6). Desde 1995, el FOMC fija un nivel objetivo para los tipos de interés de los fondos federales (*federal funds rates*). Desde febrero de 2000, el nivel fijado por el FOMC incluye, además, las estimaciones de riesgos a largo

plazo sobre la estabilidad de precios. Como se mostrará más adelante, las operaciones de mercado abierto, como principal instrumento de inyección de liquidez, se han empleado de forma extraordinaria tanto en el número de actuaciones como en su cuantía. En particular, durante la crisis, y hasta enero de 2009, el importe de las facilidades especiales arbitradas mediante esta modalidad era ya cercano a 700.000 millones de dólares.

2. El tipo de descuento (*discount rate*)

El tipo de descuento es el tipo de interés cobrado a la banca privada y a otras entidades de depósito por los préstamos o facilidades de crédito recibidos de la Reserva Federal, que vienen a denominarse ventana de descuento (*discount window*) (7). Las reducciones extraordinarias del tipo de descuento han sido uno de los mecanismos más comunes empleados por la Reserva Federal para tratar de atajar las tensiones de liquidez. Se trata de uno de los instrumentos de acción más directa, ya que afecta a la financiación concedida por la autoridad monetaria a las entidades bancarias. Desde marzo de 2008, con objeto de hacer esta medida lo más efectiva posible, la Reserva Federal abrió la posibilidad de que los bancos de inversión pudieran convertirse en bancos comerciales, de modo que tuvieran acceso a este tipo de facilidades como una de las ayudas fundamentales para su rescate.

La Reserva Federal ofrece tres niveles de ventanas de descuento: el crédito primario, el secundario y el estacional (*seasonal credit*), a su correspondiente tipo de interés. Bajo el programa de crédito primario, la financiación es extendida a muy corto plazo (en términos de día a día u *overnight*) a las entidades de depósito. Las instituciones bancarias que no se acogen esta modalidad suelen hacerlo en la forma de crédito secundario para satisfacer sus necesidades de liquidez a corto plazo o resolver dificultades financieras severas. En cuanto a la modalidad estacional, se extiende a muy pocas instituciones de crédito, que recurren a fluctuaciones intra-año (*intra-year fluctuations*) en necesidades de financiación, como por ejemplo entidades bancarias especializadas en financiación agraria. Los tipos de interés para el crédito primario se fijan al nivel habitual de los tipos de interés de mercado a corto plazo. El tipo de descuento para el secundario se establece sobre el tipo del primario. El tipo de interés sobre el crédito estacional es una media de tipos de mercado seleccionados. Los tipos de descuento se establecen en la Junta de Directores de la Reserva Federal (*Board of Directors*), sujeta a la supervisión de la Junta de Gobernadores (*Board of Governors*). El tipo de descuento es el mismo para los doce bancos que conforman el Sistema de la Reserva Federal.

3. Requerimientos de reservas

Los requerimientos de reservas son la cantidad de fondos que una institución de depósito debe mantener en sus reservas contra pasivos específicos. Dentro de los límites especificados por ley, la Junta de Gobernadores es la única institución con competencia para establecer cambios en los requerimientos de reservas. Las entidades de depósito deben mantener reservas en forma de dinero o depósitos en la Reserva Federal. La cantidad de dólares se establece en la práctica aplicando la ratio de reservas especificada en la llamada «Regulación D» (*Federal Reserve Board's Regulation D*) respecto a los pasivos de referencia. Estos pasivos son fundamentalmente cuentas corrientes, depósitos a plazo y pasivos expresados en euros. Desde diciembre de 1990, estos dos últimos tienen una ratio de exigencia de cero.

4. Facilidad de subastas de liquidez a plazo (*Term Auctions Facility*)

Mediante las facilidades de subastas de liquidez a plazo (*Term Auctions Facility*, TAF), la Reserva Federal subasta fondos a las entidades de depósito. Todas las entidades de depósito elegibles para acceder a los programas de crédito primario también lo son para participar en las TAF. Todos los fondos subastados deben ser colateralizados —respaldados por garantías— plenamente. Cada subasta TAF debe ser por una cantidad fijada, con el tipo de interés determinado por el desarrollo de la subasta, partiendo de un tipo de interés mínimo. Desde octubre de 2008, las subastas TAF aumentaron su representatividad como instrumentos de inyección de liquidez ante la crisis. En particular, se ampliaron los plazos de estas subastas de 28 a 84 días y se anunció la inyección progresiva de 75.000 millones de dólares mediante varias subastas progresivas, lo que elevará el total de recursos aportados mediante estas facilidades en 2008 hasta los 300.000 millones de dólares. Asimismo, a finales de 2008, la autoridad monetaria estadounidense anunció la celebración de algunas subastas TAF en la modalidad *forward* (adelantadas), por un total de 150.000 millones de dólares.

5. Facilidad de crédito para operadores primarios (*Primary Dealer Credit Facility*)

La facilidad de crédito para operadores primarios (*Federal Reserve Primary Dealer Credit Facility*, PDCF) es una facilidad de crédito diaria que proporciona financiación a los operadores primarios a cambio de un rango específico de colateral disponible de acuerdo con los términos del programa y las condiciones. Sólo los operadores primarios (*primary dealers*) de la Reserva Fed-

ral de Nueva York pueden participar en los PDCF a través de sus *clearing banks* (8). Los préstamos se conceden en el mismo día hábil y maduran al siguiente día hábil, y se hacen a un tipo de interés igual al tipo de interés de referencia primario que marca la Reserva Federal. El programa PDCF se ha convertido, por su naturaleza intradía (*overnight*) y por los importes negociados, en uno de los principales instrumentos para la inyección de liquidez a grandes entidades financieras y otros operadores de Wall Street a través de la Reserva Federal de Nueva York. El plazo de vigencia de esta facilidad se ha extendido en varias ocasiones, y está previsto que perdure, al menos, hasta el 30 de junio de 2009.

6. Facilidad de préstamos de valores a plazo (*Term Securities Lending Facility*)

La facilidad de préstamos de valores a plazo (*Term Securities Lending Facilities*, TSLF) se puso en marcha en marzo de 2008, a instancias de la Reserva Federal, para extender las inyecciones de liquidez a los valores del Tesoro estadounidense, dado que la gravedad de la crisis había llegado a afectar incluso a estos títulos, que, convencionalmente, se consideran los de mayor liquidez. Las subastas de esta facilidad tienen un carácter semanal y se ofrecen títulos del Tesoro (*Treasury securities*) registrados en la cuenta del Sistema Contable de Mercado Abierto (*System Open Market Account*, SOMA) y ofrecen crédito a un mes de vencimiento. La propia Reserva Federal de Nueva York subasta títulos del Tesoro mantenidos por el SOMA. En términos prácticos, el TSFL es una subasta simple (*simple-price auction*) donde a los participantes se les ofrece un tipo de interés mínimo al cual cualquier demanda será aceptada. Los suscriptores de estos títulos, que pueden emplearlos a su vez como colateral, deben suscribir al menos dos peticiones en cada subasta. La Reserva Federal de Nueva York se reserva el derecho de rechazar o aceptar cualquier petición. La cantidad agregada de cada adjudicatario no será mayor del 20 por 100 de la cantidad total ofrecida. El término del período de crédito es de 28 días.

7. Facilidades para papel comercial respaldado por activos (*Asset backed commercial paper*, ABCP) y fondos de inversión del mercado monetario (*Money Market Mutual Funds*, MMMF)

Esta facilidad surge algo más tarde que las anteriores, en septiembre de 2008, cuando la Reserva Federal detecta que la ausencia de liquidez afecta a la práctica totalidad de los mercados privados de bonos, incluyendo el papel comercial. Todas las entidades de depósito y grupos bancarios, así como las delegaciones de entidades bancarias extranjeras, son elegibles

para acceder a las facilidades de liquidez para papel comercial respaldado por activos (*Assets Backed Commercial Paper*, ABCP) y para fondos de inversión del mercado monetario (*Money Market Mutual Funds*, MMMF). En este caso, es la Reserva Federal de Boston quien gestiona estas subastas. Las facilidades de liquidez para ABCP y MMMF se realizan al mismo tipo de interés primario de la Reserva Federal de Boston en el momento de la pignoración. Los títulos deben ser transferidos de forma efectiva a las cuentas restringidas a tal efecto en la Reserva Federal de Boston. La valoración del colateral será al coste de amortización del título pignorado. Esta facilidad está previsto que finalice el 30 de junio de 2009.

8. Facilidades de financiación de papel comercial (*Commercial Paper Funding Facility*)

Esta facilidad se desarrolló en octubre de 2008, como complementaria de la anterior, desde la Reserva Federal de Nueva York, con el objetivo de que la financiación de «papel comercial tuviera realmente efectos finales sobre la financiación empresarial». Las facilidades de financiación del papel comercial (*Commercial Paper Funding Facility*, CPFF) está estructurada como facilidad de crédito mediante los llamados vehículos de inversión de propósito especial (*Special Purpose Vehicles*, SPV). Los SPV, como se señaló anteriormente, se emplean para cubrir titulizaciones o emisiones específicas de títulos de una o varias entidades financieras. En este caso, los SPV son gestionados por la Reserva Federal de Nueva York para emisores elegibles de papel comercial a tres meses denominados en dólares norteamericanos a través de los *primary dealers* de la propia Reserva Federal de Nueva York. Esta facilidad se prevé que finalice el 30 de abril de 2009, a menos que la Junta la extienda. La Reserva Federal de Nueva York continuará financiando después de la fecha hasta que los títulos venzan.

9. Facilidad de financiación para inversores del mercado monetario (*Money Market Investor Funding Facility*)

En el entorno de la crisis, se ha arbitrado un mecanismo adicional para la financiación de títulos del mercado monetario (*Money Market Investor Funding Facility*, MMIFF). El MMIFF es una facilidad de crédito de la Reserva Federal instrumentada en series de vehículos de propósito especial de inversión del sector privado (*Private Special Purpose Vehicle*, PSPV). Cada PSPV comprará instrumentos elegibles del mercado monetario de inversores elegibles utilizando financiación de los MMIFF y de las emisiones de los ABCP. Cada PSPV sólo adquirirá instrumentos de deuda emitidos por diez

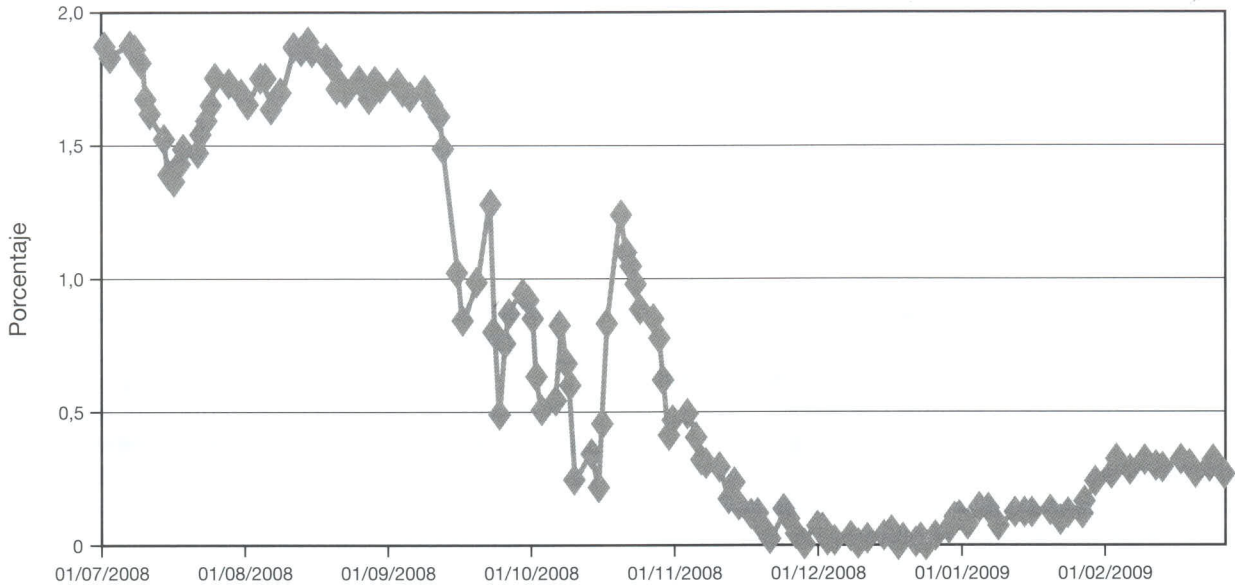
instituciones financieras designadas en sus documentos operativos. En el momento de la adquisición de un instrumento de deuda, o PSPV, emitido por una institución financiera, los instrumentos de deuda de dicha institución financiera no supondrán más del 15 por 100 de los activos de PSPV. Los inversores elegibles incluirán fondos de inversión del mercado monetario (*money market mutual funds*) y, a lo largo del tiempo, podrán incluir otros títulos del mercado monetario, con objeto de dar profundidad a estos mercados que, a pesar de su tradicional liquidez, habían visto reducida de forma significativa su negociación.

IV. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRINCIPALES INSTRUMENTOS DE LIQUIDEZ

El desarrollo del amplio conjunto de instrumentos para la inyección de liquidez que han arbitrado la Reserva Federal y el Tesoro de Estados Unidos desde diciembre de 2007 supone un hito histórico en la actuación de las autoridades monetarias en cuanto al número de instrumentos, su cuantía y su alcance, que se extiende más allá del sector financiero para tratar de inyectar recursos financieros al sector empresarial. Estas actuaciones han puesto de manifiesto la gravedad de la situación, ya que la crisis ha dejado patente que los problemas de liquidez no afectan tan sólo a la banca de inversión y a la banca comercial, sino incluso a los activos del mercado monetario, habitual refugio de inversores en épocas de inestabilidad financiera y bursátil.

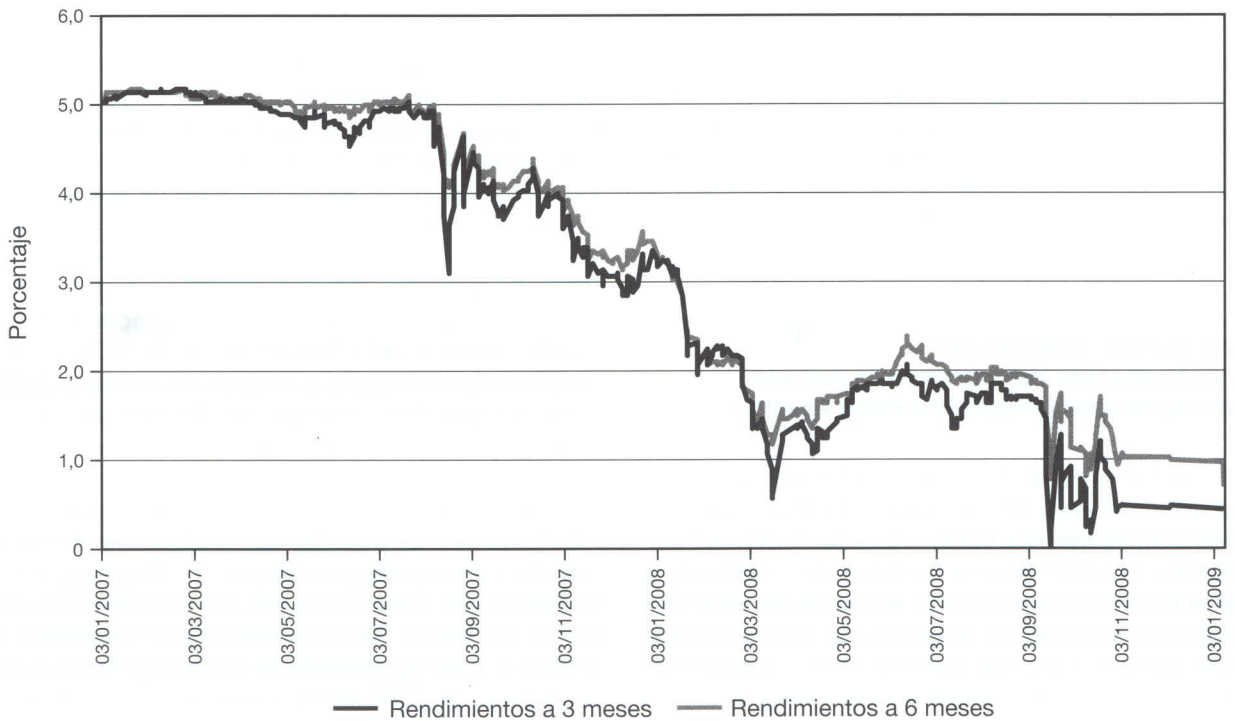
El principal instrumento de referencia para generar liquidez, como se comenta en el apartado anterior, son las operaciones de mercado abierto. El gráfico 1 muestra la cotización diaria de los tipos de interés de los fondos federales entre julio de 2008 y febrero de 2009. En los meses de julio y agosto de 2008 se observa inicialmente una cierta estabilidad en torno al 2 por 100, que era el tipo objetivo de la Reserva Federal en julio de 2008, para mostrar posteriormente una cierta volatilidad en la evolución diaria, con el crecimiento de la incertidumbre a partir de septiembre de 2008, y con una tendencia generalizada a la baja hasta febrero de 2009. Esta inestabilidad coincide con algunos de los principales cambios en la orientación de la intervención pública sobre el sector bancario. En particular, con la caída del Banco Lehman Brothers, sus efectos de contagio internacional y los rescates que posteriormente han procedido (como la aseguradora AIG o Citigroup). En consonancia con esta evolución, los rendimientos de los títulos del Tesoro (*Treasury securities*), mostrados en el gráfico 2, caen igualmente de forma significativa desde septiembre de 2008 hasta niveles en torno al 1 por 100, lo que motiva la instrumentación de las facilidades que se han descrito previamente para los fondos del mercado monetario. El tipo de interés de la ventana de des-

GRÁFICO 1
TIPOS DE INTERÉS DE LOS FONDOS FEDERALES (FEDERAL FUNDS RATES)
ENTRE JULIO DE 2008 Y FEBRERO DE 2009



Fuente: Reserva Federal, y elaboración propia.

GRÁFICO 2
RENDIMIENTOS DE LOS TÍTULOS DEL TESORO (TREASURY SECURITIES)
ENTRE JULIO DE 2008 Y ENERO DE 2009



Fuente: Reserva Federal de Estados Unidos, y elaboración propia.

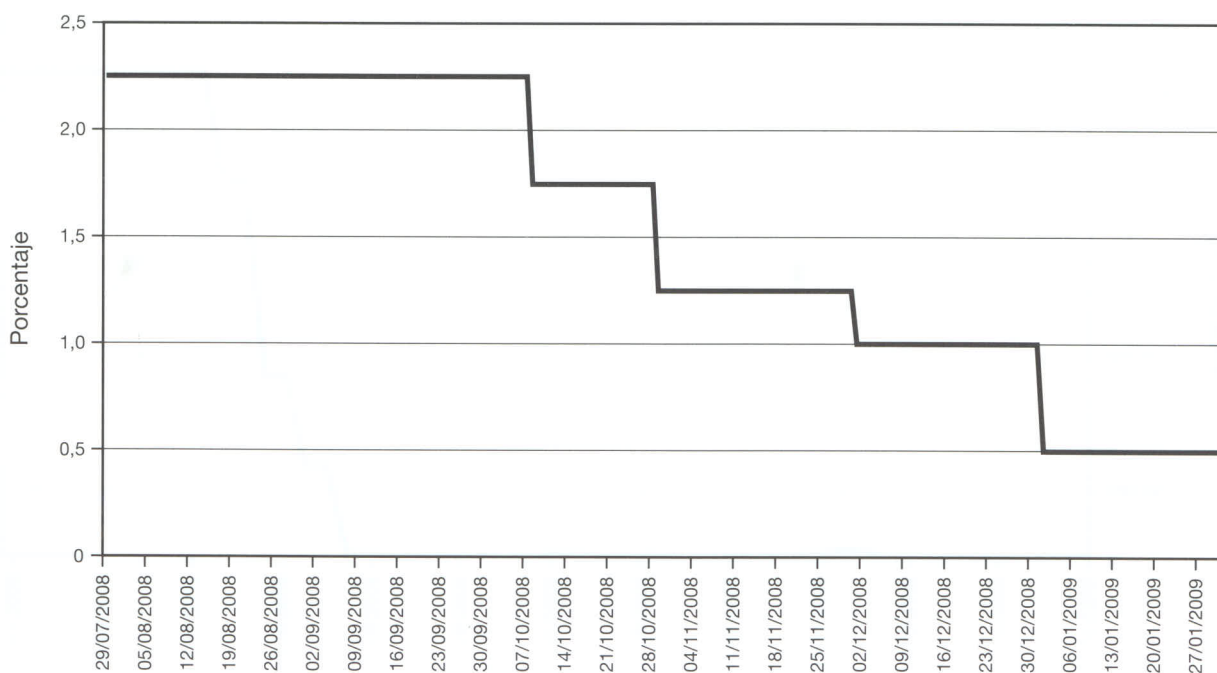
cuento (gráfico 3) ha caído también progresivamente en el período considerado, hasta alcanzar el 1,25 por 100 en la última semana de octubre, lo que ha facilitado, como se señaló anteriormente, que las entidades bancarias puedan solventar sus necesidades de liquidez intradía mediante el acceso directo a la financiación que les ofrece la ventana de descuento.

En cualquier caso, cabe preguntarse en qué medida este aumento del recurso a las facilidades que ha desarrollado la Reserva Federal se ha traducido en un aumento del crédito o, simplemente, ha ayudado a una cierta recomposición del balance de las entidades bancarias. La evolución de las reservas de liquidez de las entidades bancarias estadounidenses se muestra en los gráficos 4 y 5. Los nuevos instrumentos ofrecidos por la Reserva Federal han propiciado que las instituciones financieras incrementen sus niveles de reservas a lo largo del período, sobre todo a partir de septiembre de 2008, coincidiendo con el repunte de la incertidumbre sobre la estabilidad financiera. No obstante, la Reserva Federal ha mantenido los requerimientos de reservas prácticamente en los mismos niveles que venía marcando desde el inicio de la crisis. Por el contrario, las reservas autogeneradas por las entidades de depósito, que no proceden de préstamos o subastas de la autoridad monetaria (*non-borrowed reserves*), han caído de forma significativa durante 2008

y 2009. En cualquier caso, el recurso a las facilidades proporcionadas por la Reserva Federal ha permitido que las entidades bancarias puedan aumentar sus reservas, por lo que la liquidez con la que cuentan respecto a la requerida (exceso de reservas) se acrecentó a partir de septiembre de 2008 de forma significativa. En este sentido, la Reserva Federal ha creado un «mercado alternativo» de financiación que, temporalmente, permite a las entidades cubrir las restricciones que les supone la incertidumbre en los mercados interbancarios y de bonos. Cuestión al margen es si estos recursos se canalizan a la actividad crediticia bancaria, lo que, en gran medida, depende probablemente más del riesgo de crédito que de la liquidez en esta fase de la crisis.

En cuanto a los fondos de inversión del mercado monetario (*Money Market Mutual Fund*, MMMF), en el gráfico 6 se observa cómo el crecimiento registrado durante los últimos años se frenó en el segundo trimestre de 2008, lo que se explica, como se indicó anteriormente, por la escasa rentabilidad de estos fondos en el contexto de la crisis financiera. En este sentido, cabe aún esperar para analizar el efecto de las facilidades desarrolladas específicamente para estos instrumentos en los últimos meses de 2008. Una reflexión similar puede realizarse respecto a la financiación empresarial y la función de gran relevancia que el papel

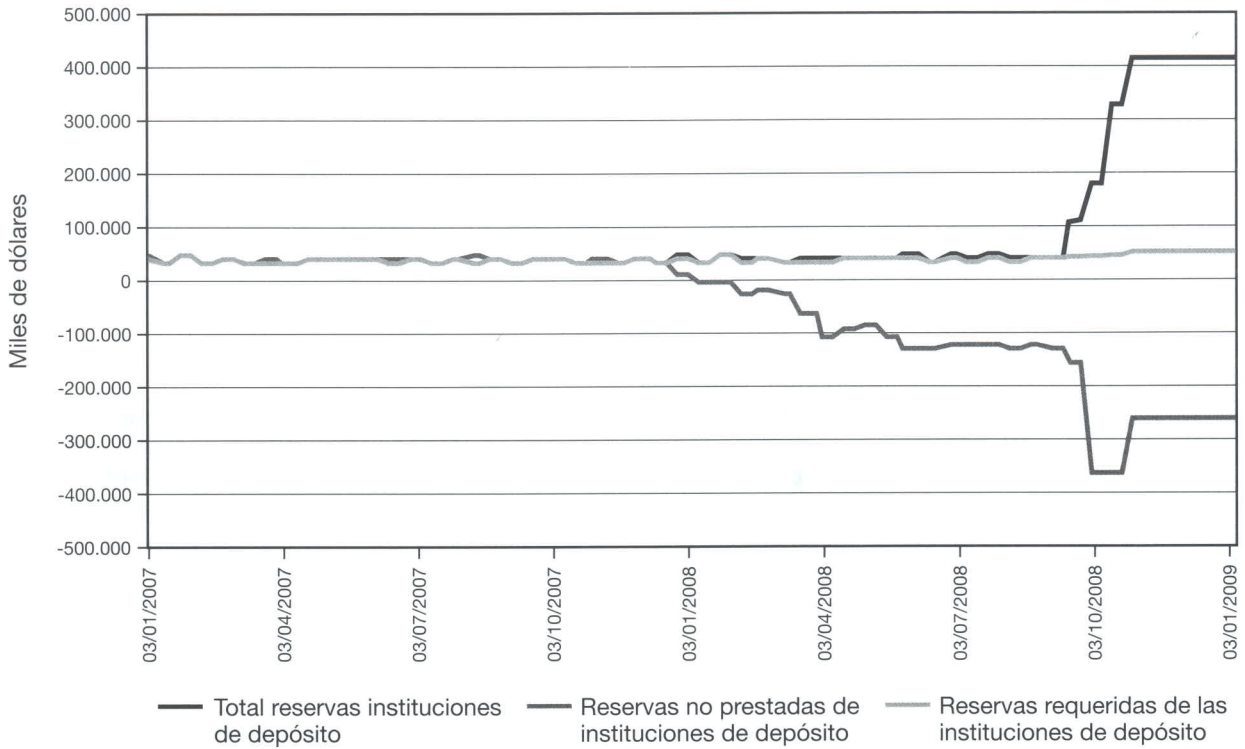
GRÁFICO 3
TIPO DE INTERÉS DE LA VENTANA DE DESCUENTO (*DISCOUNT WINDOW*)
ENTRE JULIO DE 2008 Y ENERO DE 2009



Fuente: Reserva Federal de Estados Unidos, y elaboración propia.

GRÁFICO 4

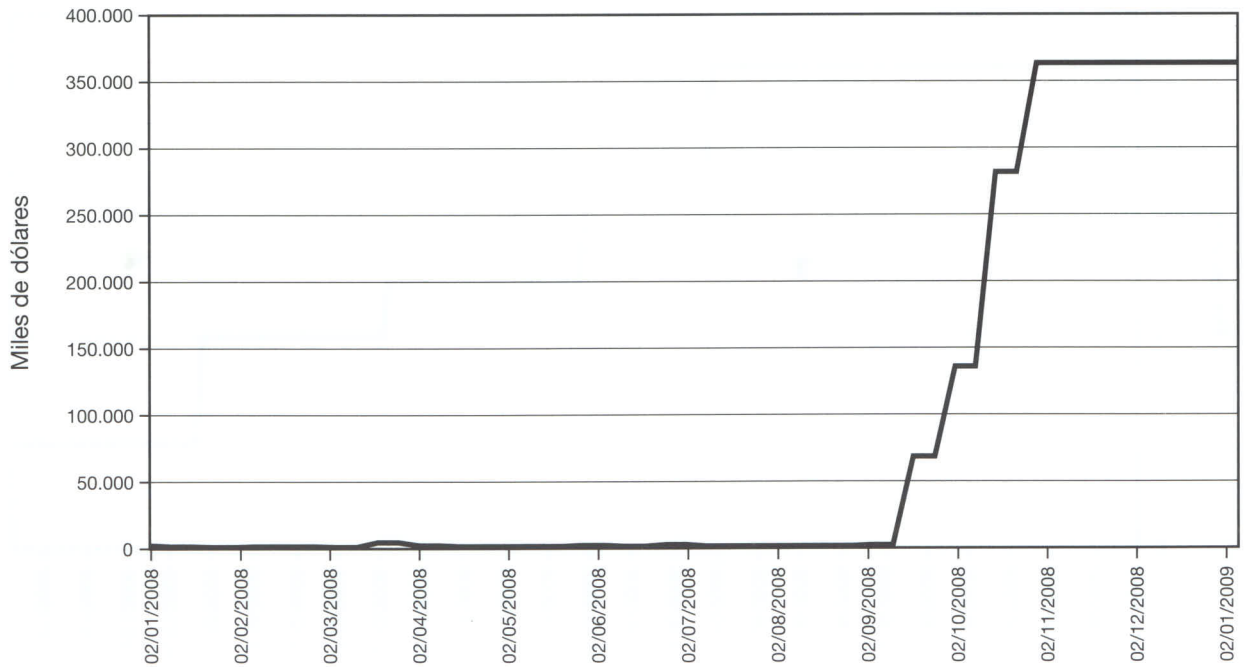
RESERVAS DE LIQUIDEZ DE LAS INSTITUCIONES DE DEPÓSITO ESTADOUNIDENSES (ENERO 2007-ENERO 2009)



Fuente: Reserva Federal de Estados Unidos, y elaboración propia.

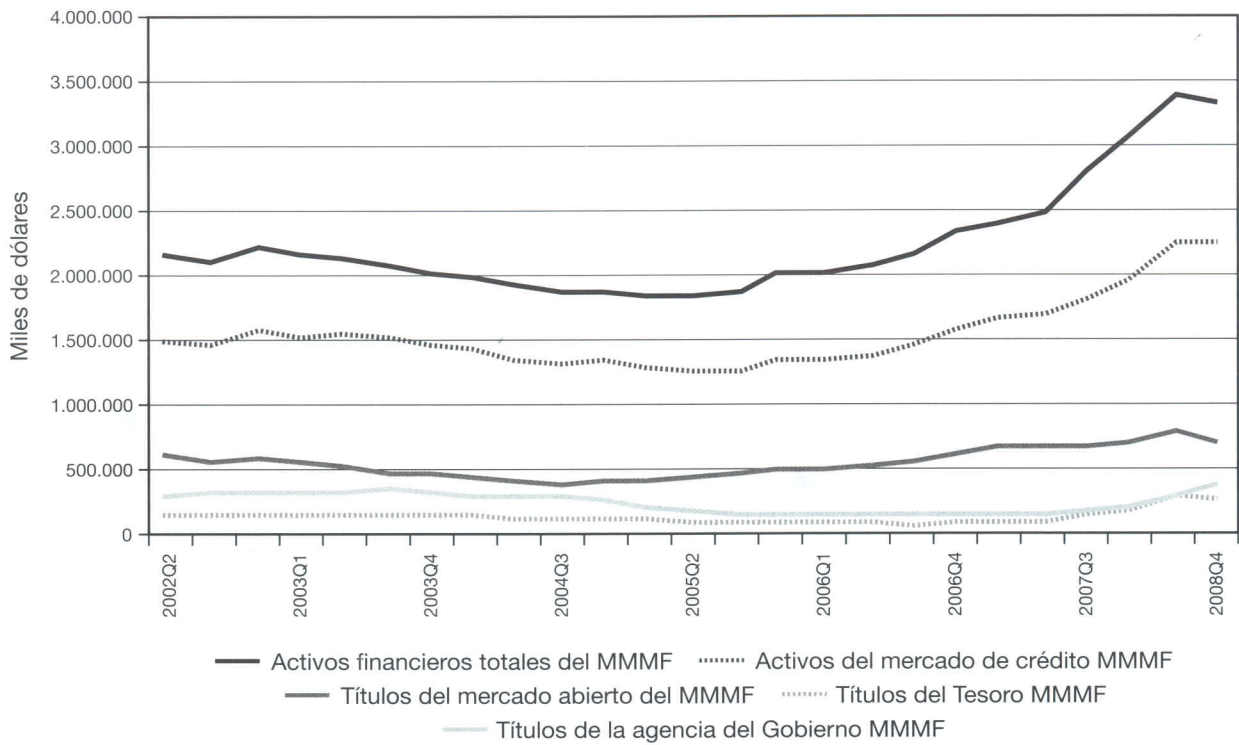
GRÁFICO 5

EXCESO DE RESERVAS DE LAS INSTITUCIONES DE DEPÓSITOS ESTADOUNIDENSES (ENERO 2008-ENERO 2009)



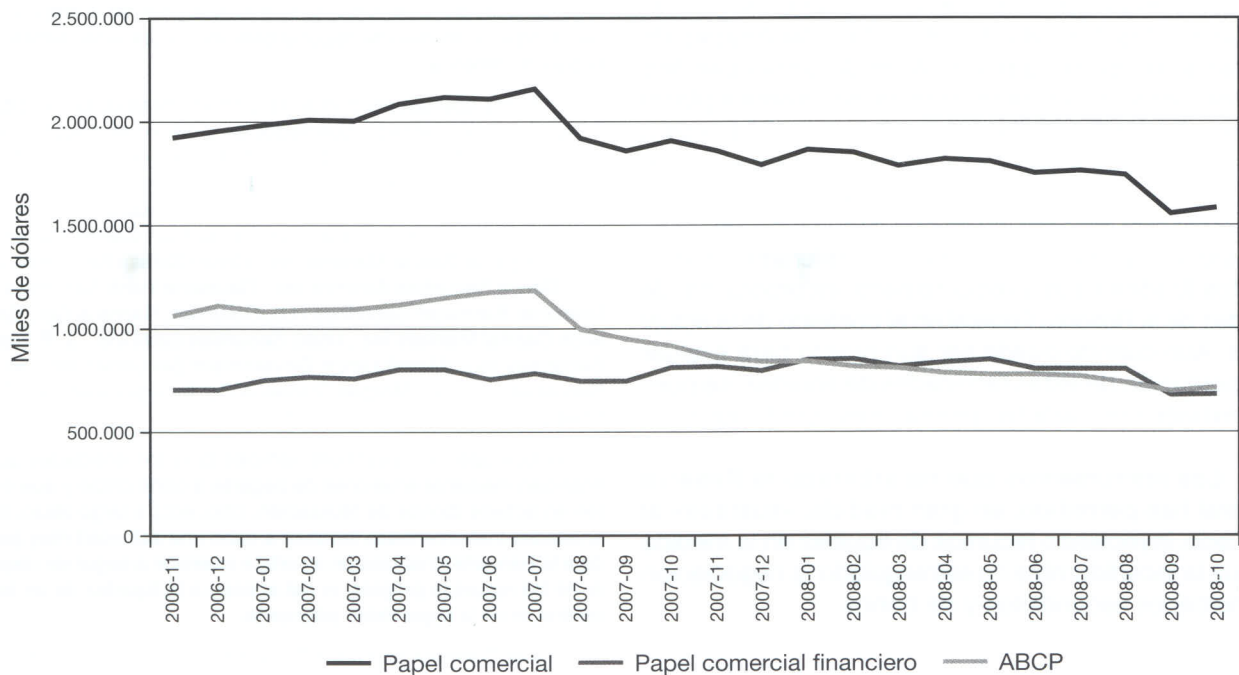
Fuente: Reserva Federal de Estados Unidos, y elaboración propia.

GRÁFICO 6
FONDOS DE INVERSIÓN DEL MERCADO MONETARIO (MMMF) (2002-2008)



Fuente: Reserva Federal de Estados Unidos, y elaboración propia.

GRÁFICO 7
EVOLUCIÓN DEL STOCK DE PAPEL COMERCIAL EN ESTADOS UNIDOS (NOVIEMBRE 2006-DICIEMBRE 2008)



Fuente: Reserva Federal de Estados Unidos, y elaboración propia.

comercial desempeña en Estados Unidos. Como puede verse en el gráfico 7, los niveles de papel comercial han disminuido con la crisis financiera, aunque los últimos datos disponibles de octubre de 2008 parecen apuntar a una mayor estabilidad en la evolución de estos fondos, y las facilidades que se han establecido más recientemente podrían dar un mayor impulso para la recuperación de estos mercados.

V. CONCLUSIONES

Durante gran parte de la crisis financiera, las tensiones de liquidez se convirtieron en una de las manifestaciones más preocupantes de la incertidumbre que ha afectado a los mercados interbancarios y de bonos. En Estados Unidos, donde estos mercados han contado tradicionalmente con una elevada profundidad al servicio de operadores bancarios y no bancarios, la Reserva Federal ha tratado de paliar estos efectos mediante la intensificación de los mecanismos de provisión de liquidez con los que tradicionalmente ha contado en la instrumentación de la política monetaria, así como con nuevos mecanismos de generación de liquidez a la medida de la dimensión de las tensiones y restricciones que la crisis ha impuesto. Si bien las operaciones de mercado abierto continúan siendo el instrumento de política monetaria y de generación de liquidez más significativo, y la ventana de descuento el instrumento complementario para dar mayor desarrollo a estas inyecciones, ambos mecanismos han debido intensificarse y mejorarse conforme a estas nuevas necesidades. No obstante, la Reserva Federal ha desarrollado un conjunto de nuevas facilidades de liquidez entre las que han destacado los *Term Auction Facilities* (facilidades de subastas de liquidez a plazo), *Term Securities Lending Facilities* (facilidades de préstamos de valores a plazo) *Primary Dealer Credit Facility* (facilidad de crédito para operadores primarios). Estos nuevos instrumentos se han desarrollado desde diciembre de 2007, y se han empleado con especial intensidad desde junio de 2008. En este artículo se han analizado los diferentes instrumentos (tradicionales y recientemente incorporados) de liquidez de la Reserva Federal en el contexto de la actual crisis. Aun cuando puede ser aún pronto para evaluar la repercusión de estas facilidades de liquidez, se pueden extraer, con carácter general, tres conclusiones:

1. Los instrumentos que ha arbitrado la Reserva Federal han permitido, en gran medida, «sustituir» al mercado, inyectando recursos de liquidez en la medida en que la incertidumbre ha estrangulado la negociación en mercados secundarios y de bonos.

2. Estos instrumentos de la autoridad monetaria han permitido salvar situaciones de elevada complejidad y estrés financiero.

3. Los problemas de liquidez, y las soluciones desarrolladas, se han extendido desde los mercados interbancarios hasta títulos que tradicionalmente han contado con elevada seguridad, garantías y profundidad, como los fondos de inversión del mercado monetario.

En cualquier caso, del análisis de este artículo, que reviste necesariamente un carácter coyuntural, subyacen asimismo varias dudas aún no resueltas que las propias acciones de política económica, el mercado y la investigación económica deberán analizar en los próximos años:

1) ¿Hasta qué punto estas medidas correctoras tienen efectos más allá del corto plazo?

2) ¿Se han adoptado estas medidas a tiempo, o deberían haberse aplicado con anterioridad?

3) ¿Cuál es el coste efectivo de estas medidas y cuál es su relación con otras iniciativas de rescate, como las ayudas directas al sector bancario o las medidas de índole fiscal?

Estas cuestiones suponen gran parte del debate actual sobre el papel de las autoridades monetarias ante crisis financieras globales, y constituyen uno de los principales retos para la investigación y la política económica en los próximos años.

NOTAS

(1) Los resultados de ROSE y KOLARI (1985) podrían aplicarse a las cajas de ahorros, cuyo mercado se desarrolla más en el ámbito regional, aunque su modelo de negocio bancario es universal, similar al de la banca comercial.

(2) Estos operadores primarios (*primary dealers*) son entidades bancarias y de inversión que negocian y ponen en circulación los títulos que emiten las autoridades monetarias y el Tesoro Estadounidense a través de la Reserva Federal de Nueva York. En octubre de 2008 estos operadores eran BNP Paribas Securities Corp., Bank of America Securities LLC, Barclays Capital Inc., Cantor Fitzgerald & Co., Citigroup Global Markets Inc., Credit Suisse Securities (USA) LLC, Daiwa Securities America Inc., Deutsche Bank Securities Inc., Dresdner Kleinwort Securities LLC, Goldman, Sachs & Co., Greenwich Capital Markets Inc., HSBC Securities (USA) Inc., J. P. Morgan Securities Inc., Merrill Lynch Government Securities Inc., Mizuho Securities USA Inc., Morgan Stanley & Co. Incorporated, UBS Securities LLC.

(3) Los *Special Investment Vehicles* (SIV) son entidades que se financian mediante emisiones de pagarés a corto plazo y que invierten en activos (bonos de titulización, CDO, etc.) a largo plazo. Estas entidades instrumentales llevaban a cabo una actividad muy parecida a la bancaria (financiación a corto e inversión a largo) sin disponer ni de los recursos propios, ni del acceso a la liquidez de un banco central, ni de la supervisión adecuada.

(4) Las *Collateralised Debt Obligations* (CDO) son estructuras de titulización en las que la cartera objeto de ésta es poco granular (de importe reducido y diversificado por áreas geográficas), al tiempo que los activos que la componen son heterogéneos.

(5) El FOMC es la más alta institución de política monetaria del Sistema de la Reserva Federal. Es el responsable del diseño de la política monetaria y de la promoción del crecimiento económico, del pleno empleo, de la estabilidad de precios y del patrón sostenible de comercio internacional y pagos. El FOMC toma las decisiones más relevantes en torno a las operaciones de mercado abierto.

(6) Los *federal funds rates* consisten en el tipo de interés en que las instituciones de depósito prestan en sus balances a la Reserva Federal para otras instituciones de depósito a un día (*overnight*); de ahí su importancia para la provisión de liquidez y para el seguimiento de la política monetaria (véase BERNANKE y BLINDER, 1992).

(7) Aunque las operaciones de mercado abierto son las más importantes, la ventana de descuento tiene un papel complementario, puesto que ofrece una válvula de seguridad que alivia las presiones sobre los mercados de reservas, extensiones de crédito que pueden aliviar tensiones de liquidez en el sistema bancario. Del mismo modo, la ventana puede ayudar a estabilizar el sistema de pagos ofreciendo liquidez en momentos de estrés sistémico.

(8) El término *clearing bank* se refiere al banco de la Reserva Federal al que la institución financiera se encuentra adscrita.

BIBLIOGRAFÍA

- ALLEN, L.; PERISTIANI, S., y SAUNDERS, A. (1989), «Bank size, collateral, and net purchase behavior in the Federal Funds market: Empirical evidence», *Journal of Business*, 62: 101-115.
- ASHCRAFT, L., y BLEAKLEY, H. (2006), «On the market discipline of informationally opaque firms: Evidence from bank borrowers in federal funds market», *Staff Reports n.º 257*, Federal Reserve Bank of New York.
- ASHCRAFT, L.; MCANDREWS, J., y SKEIE, D. (2008), «Precautionary reserves and the interbank markets», *Research Conference*, Federal Reserve Bank of New York.
- ALFONSO, G. M. (2008), «Liquidity and congestion», *Staff Report, número 349*, Federal Reserve Bank of New York.
- BERENTSEN, A., y MONNET, C. (2006), «Monetary policy in a channel system», mimeo.
- BERNANKE, B. S., y BLINDER, A. S. (1992), «The federal funds rate and the channel of monetary transmission», *American Economic Review*, 82, n.º 4: 901-921.
- BORIO, C. (2004), «Market distress and vanish liquidity: Anatomy and policy options», Bank of International Settlements, *Working Paper 158*.
- DIAMOND, D. W., y DYBIVIG, P. H. (1983), «Bank runs, deposit insurance, and liquidity», *Journal of Political Economy*, 91, n.º 13: 401-419.
- ENNIS, H. M., y WEINBERG, J. A. (2007), «Interest on reserves and daylight credit», *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*.
- EWERHART, C., y TAPKING, J. (2008), «Repo markets, counterparty risk, and the 2007/2008 liquidity crisis», *Research Conference*, Federal Reserve Bank of New York.
- HO, T. S. Y., y SAUNDERS, A. (1985), «A micro model of the federal funds markets», *Journal of Finance*, 40: 977-988.
- KASHYAP, A. K.; RAJAN, R., y STEIN, J. C. (2002), «Banks as liquidity providers: An explanation for the coexistence of lending and deposit-taking», *Journal of Finance*, 51: 33-73.
- LAGOS, R.; ROCHETEAU, G., y WEILL, P. O. (2007), «Crashes and recoveries in illiquid markets», *Research Conference*, Federal Reserve Bank of New York.
- MCANDREWS, J.; SARKAR, A., y WANG, Z. (2008), «The effect of Term Auction Facility on the London-Interbank Offered Rate», *Staff Report número 335*, Federal Reserve Bank of New York.
- PÉREZ, G., y RODRÍGUEZ, H. (2006), «The dialy market for funds in Europe: What has changed with the EMU?», *Journal of Money, Credit and Banking*, 38: 91-118.
- ROSE, P., y KOLARI, J. (1985), «A national survey study of bank services and prices arrayed by size and structure», *Journal of Banking Research*, 16: 72-85.
- WHITESSELL, W. (2006a), «Interest rate corridors and reserves», *Journal of Monetary Economics*, 53: 1177-1195.
- (2006b), «Monetary policy implementation without averaging or rate corridors», *Finance and Economics Discussion Series Papers 2006-22*, Federal Reserve Board.

La gestión de la liquidez de las entidades financieras: una perspectiva tras la crisis de 2008

Daniel Navia Simón

I. INTRODUCCIÓN

La transmisión de la liquidez es, junto con la evaluación de los riesgos, una de las funciones primordiales de un sistema financiero eficaz, y se encuentra, como es bien sabido, en el origen de las instituciones bancarias modernas. El sistema bancario se convierte en intermediario preferente —aunque no único, como veremos más adelante— entre las decisiones de inversión de los agentes con excedentes de liquidez y quienes demandan fondos. Esta función incluye, por tanto, la coordinación entre los agentes ahorradores y los inversores. No obstante, éste solo es un componente de los flujos que los bancos deben intermediar. Por una parte, los bancos deben facilitar los cambios de composición en las carteras de los agentes. Piénsese, por ejemplo, en el ajuste en la composición de sus tenencias de activos de una empresa que decide aumentar su posición en depósitos bancarios ante la perspectiva de un pago salarial. O de un depositante que decide aumentar los fondos destinados a la renta variable. Además, los bancos son primordiales en la cadena de transmisión de la liquidez que inyectan los bancos centrales al resto de la economía, objeto del presente volumen. Obviamente, la complejidad de la multitud de decisiones no coordinadas resultantes en sistemas financieros tan desarrollados como los actuales genera multitud de interrelaciones que implican intercambios de liquidez y que, en gran medida, son gestionados por los sistemas bancarios.

Esta complejidad presenta riesgos (que se exacerbaban sin lugar a dudas en las fases previas a la crisis de 2008), pero también es lo que, en última instancia, permite que los bancos actúen como transformadores de plazos, siendo por lo general tomadores de liquidez a plazos más cortos que aquellos a los que prestan los fondos obtenidos. Es de sobra conocido que esta capacidad de los bancos descansa en la diversificación de

los riesgos individuales de liquidez. Por tanto, cierto riesgo de liquidez es inherente a la actividad bancaria en cualquier sistema que no obligue a un estricto calce de los vencimientos de pasivo y activo.

Debe tenerse en cuenta que el riesgo de liquidez no es un riesgo aislado, ortogonal a otros enfrentados por las instituciones financieras. Un ejemplo extremo ayudará a comprender este hecho: incluso en el caso en que un banco calzase con exactitud el vencimiento de sus activos con el de sus pasivos, en la medida en que se asumen riesgos de crédito, existirá la posibilidad de que llegadas las redenciones de fondos, el banco no pueda afrontar éstas por impago de sus acreedores. Aunque por motivos más complejos que los de este caso tan simplificado, la crisis de 2008 ha puesto sin duda de manifiesto la imposibilidad de separar estrictamente estos dos riesgos, algo que durante la etapa previa no era perfectamente comprendido entre los agentes financieros.

De forma más general, la crisis ha puesto de manifiesto que los riesgos de liquidez y relacionados son más agudos de lo que muchas entidades —así como supervisores y bancos centrales— habían concebido. Aunque aún es pronto para extraer conclusiones definitivas, es posible realizar un análisis preliminar de las implicaciones de este hecho, tanto desde la perspectiva de la gestión privada como desde la referida a las modalidades de regulación y actuación en los mercados que se presentan como más efectivas para evitar sucesos similares de forma eficiente. El objetivo debe ser, como pretende aclarar este artículo, lograr una gestión más segura y sostenible de la liquidez sin perder en este proceso la contribución positiva que los avances logrados en cuanto a la gestión de la liquidez ha logrado.

El objetivo del presente trabajo es presentar algunas de dichas conclusiones. En el apartado II se ana-

lizan los orígenes de la crisis actual, y en el III las fases de su evolución y de su progresivo impacto en los mercados de liquidez. Este análisis sirve de base para comparar modelos posibles de gestión de liquidez en el nuevo entorno, así como medidas de reforma que, a juicio del autor, podrían limitar riesgos similares en el futuro.

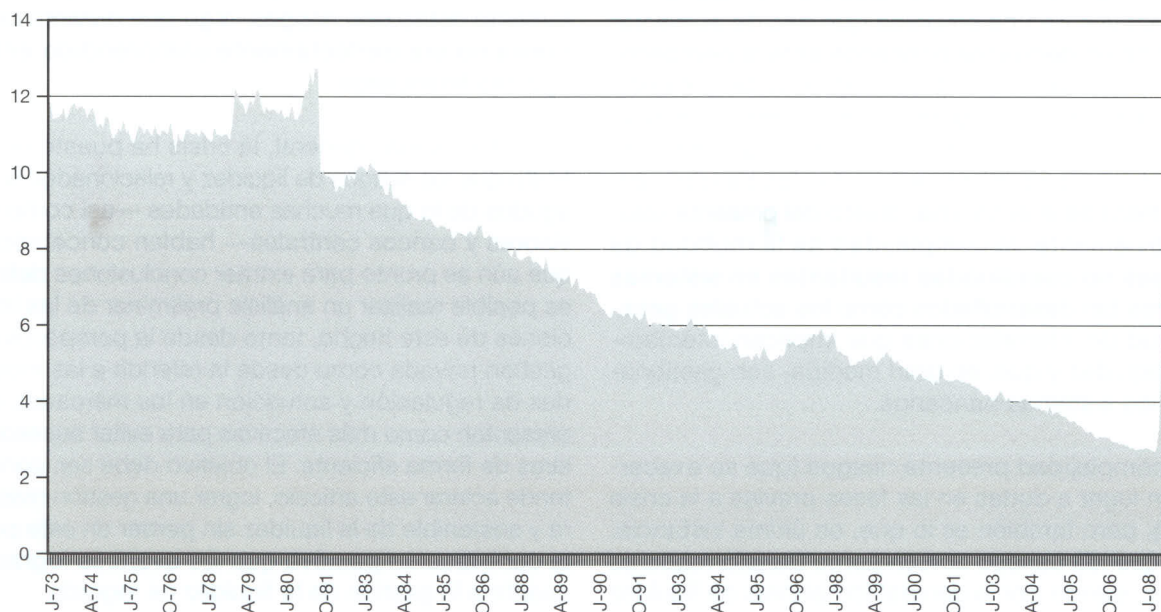
II. LA EVOLUCIÓN DE LOS SISTEMAS DE GESTIÓN DE LA LIQUIDEZ EN LAS ETAPAS PREVIAS A LA CRISIS

Probablemente son cuatro las tendencias más importantes que han marcado la evolución reciente de la gestión de la liquidez por parte de las entidades financieras en los últimos años. En primer lugar, el desarrollo de los sistemas bancarios modernos ha llevado aparejada, de forma estructural, una reducción en el porcentaje de sus activos que los bancos centrales mantienen en forma de efectivo (véase el gráfico 1 para EE.UU.). Varios factores explican esta tendencia. En primer lugar, el desarrollo de mercados muy profundos para un número creciente de activos financieros ha tendido a reducir los costes de transacción de forma continuada, haciendo que los bancos encontrarán menos ventajoso retener efectivo (con la consiguiente pérdida de rentabilidad) frente a alternativas más rentables. Además, la introducción y el perfec-

cionamiento de sistemas de seguro de depósitos y del papel de prestamista de última instancia de los bancos centrales ha reducido de forma continua el riesgo de pánicos bancarios, es decir, de retiradas masivas de efectivo no financiadas por vías alternativas. En este contexto, los requerimientos legales (coeficientes de caja) han tendido a mostrar una tendencia decreciente a lo largo de los años, incluso con la generalización de sistemas que no exigen el mantenimiento de reservas, como el británico. A nivel macroeconómico y de estabilidad financiera, la mayor estabilidad de los ciclos económicos y la ausencia de crisis bancarias significativas —o su resolución con impactos limitados en la liquidez, como en el caso de la crisis de las Saving & Loans estadounidenses— fomentó la impresión de que la necesidad de mantener reservas de efectivo elevadas era en realidad muy reducida. En gran medida, estos factores son sostenibles, y han resultado en una mayor eficiencia de la función de intermediación financiera. Cabe pensar que, por sí misma, esta tendencia difícilmente hubiera supuesto un riesgo sustancial para los sistemas bancarios.

Una segunda tendencia relevante ha sido la internacionalización de los grandes grupos bancarios. Este proceso lleva aparejada una mayor complejidad en la gestión de la liquidez y se generan nuevas interacciones de profundo alcance. En los modelos puramente nacionales de gestión de liquidez, los riesgos que deben

GRÁFICO 1
BANCOS COMERCIALES ESTADOUNIDENSES: EFECTIVO
(Porcentaje sobre activos totales)



Fuente: Datastream.

manejarse están marcados por condiciones macroeconómicas y financieras muy pegadas al negocio de las entidades, que además son vigiladas por un supervisor único y atendidas de forma regular por un único banco central. Como en el caso anterior, el desarrollo de modelos bancarios internacionales aporta oportunidades nuevas en cuanto a la gestión de la liquidez. Obviamente, en la medida en que la correlación entre las condiciones nacionales e internacionales no sea perfecta, los bancos con exposición en varios países pueden realizar una diversificación más eficaz de los riesgos de liquidez. Esta diversificación ha sido muy valiosa, de hecho, con motivo de crisis de liquidez en países emergentes, donde en muchas ocasiones los bancos internacionales han podido actuar como intermediarios de la liquidez internacional. Además, la capacidad de los bancos para atender eficazmente las demandas de sus clientes de forma global ha sido sin duda un catalizador del desarrollo del comercio internacional, motor relevante del crecimiento mundial de los últimos años. Sin embargo, también surgen dificultades adicionales. La más inmediata es la exposición a movimientos en los tipos de cambio. En condiciones habituales, el impacto de estos movimientos en el valor de las posiciones puede controlarse mediante instrumentos derivados. De igual modo, cuando los mercados de liquidez funcionan de forma correcta, los acontecimientos no previstos en términos de volumen (por ejemplo, redenciones no anticipadas en el negocio radicado en un país extranjero) pueden acometerse haciendo uso de los mismos. Sin embargo, cuando el funcionamiento de estos mercados no es fluido, la exposición de los bancos a diversas divisas puede servir de correa de transmisión para que los problemas se trasladen de unos a otros, como veremos más adelante.

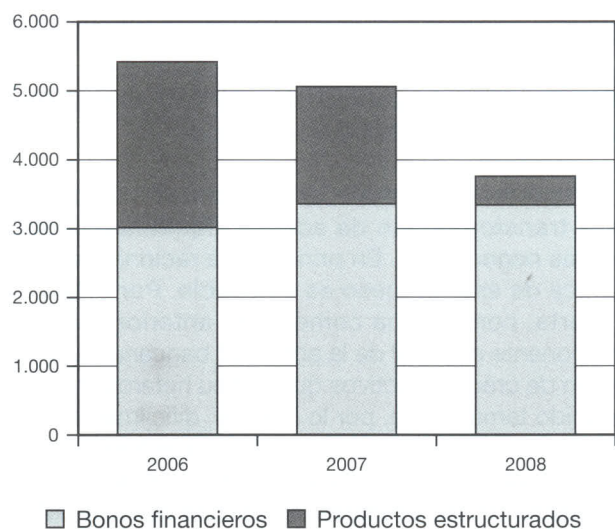
Un tercer elemento a tener en cuenta ha sido la generalización de modelos de banca mixtos, con diverso grado de intensidad. La aparición de instituciones financieras generalistas que mezclan dentro del mismo grupo bancos comerciales tradicionales, negocios de banca de inversión, seguros, etc., es un evento de gran importancia en lo referente a la gestión de la liquidez. Con carácter general, las grandes instituciones internacionales manejan su liquidez de forma global, atendiendo a los riesgos del grupo y optimizando su posicionamiento en liquidez a nivel agregado. Obviamente, este análisis se acompaña de controles y medidas intermedias al nivel de cada subsidiaria, ya sea con segmentación geográfica o de unidad de negocio. Pero cierto grado de transferencia de liquidez es una característica general de este modelo, lo que supone de nuevo un riesgo de transferencia entre unos y otros mercados. Así, por ejemplo, las necesidades de liquidez más inestables que suelen acompañar a los modelos de banca de inversión pueden suponer presiones sobre los fondos obtenidos por filiales de banca minorista.

Finalmente, la tendencia más claramente asociada al desarrollo posterior de la crisis viene definida por la generalización de modelos de financiación bancaria menos dependientes de los depósitos. De forma general, esta tendencia supone la sustitución por instrumentos más ligados al sentimiento de mercado y, en última instancia, menos estables. Dentro de este ámbito se enmarcaría la importancia creciente de la titulización como forma de expansión de los balances bancarios y vía de distribución de liquidez.

La titulización consiste, en sus formas más básicas, en la transformación de activos ilíquidos en instrumentos negociables. En principio, la racionalidad económica de este proceso es innegable. Por el lado de la oferta, como se ha comentado anteriormente, un componente esencial de la actividad bancaria es la concesión de créditos, activos que por su heterogeneidad y reducido tamaño son, por lo general, difícilmente transferibles. En la medida en que sea posible agregar estos riesgos individuales y dotarles de cierta comparabilidad con instrumentos similares, es posible generar activos con características mucho más atractivas para su negociación, lo que facilita su transferencia a otros agentes y, por tanto, permite una gestión más eficaz de la liquidez. Por el lado de la demanda, en la medida en que estos activos permiten obtener y gestionar la exposición a riesgos con un valor de diversificación, muchas instituciones no bancarias pueden encontrar ventajoso adquirirlos. No obstante, es importante señalar que las condiciones que dan valor a este proceso no se pueden dar por sentadas. En particular, como veremos posteriormente, es de vital importancia que se logre una buena diversificación y que sean comparables efectivamente entre sí y con otras categorías de activos. Ambos requisitos fallaron en las etapas previas de la crisis.

En términos cuantitativos, el crecimiento exponencial de la titulización en la última década presenta una importancia innegable. Aunque la estimación completa es difícil, dada la falta de información completa sobre este mercado, las titulizaciones representaron aproximadamente un 40 por 100 de las emisiones de instrumentos financieros de pasivo (excluyendo depósitos) de las entidades financieras entre 2004 y 2007 (véase gráfico 2). Como consecuencia de este proceso, los bancos y otros agentes financieros (titulizadoras, financieras, etc.) fueron capaces de absorber y distribuir hacia la creación de crédito proveedores de liquidez que tradicionalmente no hubieran tenido una exposición directa a los préstamos que servían de base a las titulizaciones, como planes de pensiones o fondos del mercado monetario. Aunque su tamaño fuera algo menor, y no presente las mismas implicaciones negativas para la efectividad de la monitorización del crédito, la tendencia a emitir volúmenes crecientes de deuda también es reseñable. Ambos fenómenos desembocaron en una reducción progresiva

GRÁFICO 2
**EMISIÓN GLOBAL DE BONOS DE ENTIDADES
 FINANCIERAS: ABS, CMBS, CMO**
 (mM\$)



Fuente: Bloomberg.

del porcentaje de activos financiado con depósitos, forma de financiación tradicional de la banca minorista.

Por último, es necesario hacer mención del papel de los mercados interbancarios en la gestión de la liquidez de las entidades. Durante todo el proceso previo a la crisis, la importancia de aquéllos fue probablemente obviada, ante la abundancia de fuentes alternativas de liquidez (titulizaciones, etc.). A grandes rasgos, los mercados interbancarios siguieron presentando su segmentación clásica. En los plazos más cortos, donde se concentraba el mayor volumen de operaciones, los bancos intercambiaban entre sí liquidez con vencimientos reducidos, como herramienta fundamental de su gestión de corto plazo. En vencimientos mayores a los tres meses (o incluso al mes), la posición tradicional de los bancos era la de tomadores de liquidez, suministrada principalmente por agentes no bancarios como fondos de pensiones. En este contexto, la operativa fundamental de los bancos centrales se concentraba en los plazos más cortos, en operativa *overnight* (caso de la Reserva Federal) o con un plazo máximo de un mes (caso del Banco Central Europeo).

III. LOS ORÍGENES DE LA CRISIS DE 2008, SU EVOLUCIÓN Y SU IMPACTO EN LOS MERCADOS DE LIQUIDEZ

No cabe duda de que la crisis tendrá importantes repercusiones para el diseño de los sistemas financie-

ros en el futuro. En estas condiciones, es clave contar con un análisis apropiado de los motivos que dieron lugar a la crisis, pues de ellos se deducen las dinámicas que van a marcar los próximos años. Como se mencionó en la introducción, este diagnóstico de los motivos no puede separar los elementos relacionados con la liquidez de otros factores, sino que debe precisamente centrarse en las interacciones que se han puesto de manifiesto entre ellos.

En esta línea, con el avance de las distintas fases de la crisis ha quedado crecientemente demostrado que un motivo central se halla en la infravaloración del riesgo implícito en algunos productos crediticios. Esta infravaloración presenta diversos ingredientes. En primer lugar, la valoración de los riesgos subyacentes en muchos activos titulizados fue excesivamente benévola. Como es bien sabido, instrumentos que presentaban una exposición muy elevada a un ciclo económico adverso, entre otros los relacionados con créditos hipotecarios, recibieron calificaciones de crédito iguales a las de la deuda pública de mayor solvencia. Falló, por tanto, uno de los elementos clave que anteriormente se mencionaron para un correcto funcionamiento del proceso de titulización: la diversificación y medición adecuada del riesgo. El desarrollo acelerado de los mercados de productos estructurados, anteriormente documentado, no supuso una distribución menos concentrada de los riesgos —una de sus supuestas ventajas—, sino que financió una expansión demasiado rápida del crédito.

En parte, esta tendencia debe atribuirse al exceso de liquidez durante la última década. La economía mundial se caracterizó durante varios años por los bajos tipos de interés de política monetaria, así como por el elevado ahorro de los países emergentes. Ambos factores configuraron un entorno caracterizado por la disponibilidad abundante de liquidez, con tipos de interés reducidos en las inversiones tradicionales, que incentivó una demanda constante de inversiones con un grado de riesgo supuestamente reducido.

Sin embargo, esta explicación es claramente parcial. Un elemento imprescindible fue también el hecho de que, en muchos casos, los originadores de estos productos no contaban con esquemas de incentivos adecuados. En particular, puesto que sus beneficios dependían de los volúmenes originados y colocados, y no retenían en sus balances los riesgos asumidos, se fomentó una valoración muy laxa de las condiciones de concesión de créditos. Éste es un resultado que claramente demuestra la interacción anteriormente presentada entre riesgos de liquidez y crédito, lección importante que debe extraerse de cara al futuro. Del mismo modo que la abundancia de liquidez incentivó la adopción de riesgos excesivos, la materialización de éstos

dio lugar a un cierre progresivo de los mercados de financiación, proceso que aún continúa en la actualidad.

En este marco general se insertaría el fenómeno de la ampliación del crédito hipotecario a los segmentos de población con menor calidad de riesgo en EE.UU. (*subprime*). Fue en este segmento donde comenzó a hacerse patente en qué medida se había infravalorado el riesgo subyacente: al hilo del agotamiento de un ciclo inmobiliario muy expansivo, se observó un aumento de la tasa de mora en estos créditos superior al registrado incluso en las recesiones previas. La evolución de la mora *subprime* se convirtió así en el detonante de un proceso de retracción de los inversores en productos estructurados, que contrajo de forma muy rápida la liquidez que se había generado en torno a éstos. Este primer impacto se dejó sentir en el segmento del papel comercial estadounidense. Los instrumentos respaldados por activos (*Asset-Backed Commercial Paper*, ABCP por sus siglas en inglés) fueron rápidamente descartados por los inversores, generando una contracción inmediata de este mercado a partir de agosto de 2007.

Como es lógico, durante la primera fase de la crisis (que se extendió hasta la quiebra de Bear Stearns en marzo de 2008) las entidades que más sufrieron fueron aquellas que habían confiado de forma más intensiva en el modelo de originación y colocación de productos estructurados. Los originadores de hipotecas (entidades especializadas en conceder hipotecas y titularlas posteriormente) y los bancos de inversión fueron así los primeros en afrontar las consecuencias de la sequía repentina de liquidez. Los primeros, porque su negocio dependía esencialmente del volumen de originación y titulación, operativa que prácticamente desapareció a partir del verano de 2007. Los segundos, porque habían acumulado en sus balances exposiciones elevadas a productos estructurados a los que no podían dar salida ante la falta de demanda final para ellos. Ante la iliquidez del mercado, dar salida a estos productos requirió ventas a precio de saldo, que a su vez agravaron la situación de los balances bancarios al tener que valorarse los activos basándose en dichos precios, lo que a su vez refuerza los incentivos a vender.

Con la ventaja del análisis a posteriori, parece claro que los bancos centrales no mostraron una reacción suficientemente rápida inicialmente, limitándose a bajar tipos de interés en EE.UU. y a extender el plazo de las subastas en el caso del BCE. Estas medidas no fueron suficientes, porque el verdadero problema era la contracción de la liquidez total, no tanto su coste.

Por este motivo, el proceso de contracción de la liquidez continuó afectando a otros mercados. Ante la

necesidad de financiar posiciones que anteriormente hubieran sido titulizadas, así como líneas de crédito concedidas a vehículos fuera de balance, se generó una persistente presión sobre otras alternativas de financiación. Las emisiones de deuda financiera se encarecieron, al tiempo que se produjo un significativo acortamiento de los plazos de emisión. Los bancos con mayor dependencia de la financiación de mercado, frente a la financiación vía depósitos, fueron así los siguientes en sentir el impacto de la crisis. El caso paradigmático de este efecto fue Northern Rock, cuyo modelo de concesión agresiva de crédito con una base de depósitos muy reducida resultó inviable en las primeras etapas de la crisis. Ya desde este momento quedó claro que los mercados interbancarios eran la válvula de escape de las presiones de liquidez en otros segmentos: los tipos de interés de las operaciones no colateralizadas entre bancos se encarecieron sustancialmente, con primas muy elevadas sobre las expectativas de política monetaria.

Otra característica reseñable de esta primera fase de la crisis fue la transmisión de las presiones entre los distintos mercados interbancarios. La existencia de entidades con necesidades de liquidez en dólares elevadas, resultado de su implicación en la constitución de vehículos de emisión de ABCP y similares, puso fuertes presiones en los mercados interbancarios no colateralizados en dólares, ante la imposibilidad de estas instituciones de acudir a la liquidez directa de la Reserva Federal.

La adquisición de Bear Stearns por parte de JP Morgan marcó un momento de cierta relajación en los mercados, y permite extraer otra conclusión importante. A posteriori, probablemente las peores consecuencias de la crisis podrían haberse evitado de haber hecho extensiva una garantía pública sobre los pasivos de los bancos en este momento. En el caso de Bear Stearns, la intervención de la Reserva Federal con un préstamo permitió que, si bien los accionistas sufrieron pérdidas cuantiosas, los acreedores de la compañía recuperaran sus créditos con normalidad. En estas condiciones, las primas de riesgo pagadas por los bonos de entidades financieras se redujeron ligeramente, ante la expectativa implícita de que los gobiernos rescatarían a los tenedores de deuda de las entidades importantes.

Sin embargo, este modelo no se repitió en el episodio de Lehman Brothers. Al contrario de lo que habían hecho con Bear Stearns, las autoridades estadounidenses no evitaron el colapso de Lehman, probablemente en la expectativa de que las medidas de política monetaria en marcha —la Fed ya había iniciado para esta fecha un programa de expansión directa de la liquidez— y el rescate de las agencias hipoteca-

rias permitiría limitar su impacto. Sin embargo, esta decisión fue mal acogida en los mercados, pues suponía pérdidas tanto para los accionistas como para los bonistas de la entidad. El hecho de que no hubiera garantía para ningún tipo de inversor provocó una severa crisis de confianza, con un nuevo récord en los diferenciales de riesgo bancarios que obligó a la intervención de AIG apenas una semana después. En Europa, la tensión comenzó a cobrarse víctimas entre aquellos bancos que eran percibidos como más vulnerables y apalancados.

En esta fase, se asiste al cierre prácticamente completo de los mercados de deuda bancaria, con el consiguiente aumento de la presión sobre los mercados interbancarios. Durante una buena parte del cuarto trimestre de 2008, la operativa en éstos se vio limitada al segmento *overnight*, e incluso en éste se asistió a un aumento desconocido de la diferenciación en los costes de financiación de las entidades, reflejo de una extrema desconfianza.

Afortunadamente, los bancos centrales y los gobiernos fueron mucho más diligentes en su actuación durante esta segunda fase. Aparte de otras medidas de estabilización financiera (como las anunciadas bajo el paraguas del programa TARP, o el plan coordinado de los gobiernos europeos), en lo que se refiere a los mercados de liquidez hay que destacar dos actuaciones de gran importancia. En primera instancia, se inyectaron cantidades muy elevadas de liquidez, aunque tuvieron una distribución limitada debido a la paralización del mercado interbancario. Además, se ampliaron los plazos de la misma, de forma que se palió en parte el acortamiento de los plazos de financiación y se permitió una mayor estabilidad en la gestión de la liquidez, elemento fundamental para evitar las presiones a la contracción del crédito a escala global. Asimismo, se ampliaron los programas de préstamo de divisas entre los principales bancos centrales, incluyendo en ellos a varias economías emergentes. En cuanto a los mercados de financiación de medio plazo, se facilitó la emisión de deuda de los bancos con garantías estatales.

En el momento de escribir este artículo, estos desarrollos han supuesto avances importantes en las condiciones de acceso a la liquidez de los bancos y han evitado un escenario negativo de colapso de los sistemas de pago. No obstante, en una medida importante, las soluciones adoptadas presentan un carácter «de emergencia», siendo difícilmente sostenibles en el tiempo. Por tanto, es de vital importancia encontrar reformas estructurales que permitan una normalización definitiva de los mercados de financiación bancaria, cuestión que se analiza en el siguiente apartado.

IV. LECCIONES PARA LA GESTIÓN, REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN DE LA LIQUIDEZ

Superada la incertidumbre inicial asociada a los períodos de mayor riesgo de 2008, es claro que la crisis encierra lecciones importantes, tanto para la gestión individual de la liquidez como para su regulación y supervisión. De forma preliminar, las conclusiones más relevantes serían:

- 1) *Es necesario integrar la gestión de la liquidez en las decisiones estratégicas de las instituciones financieras*

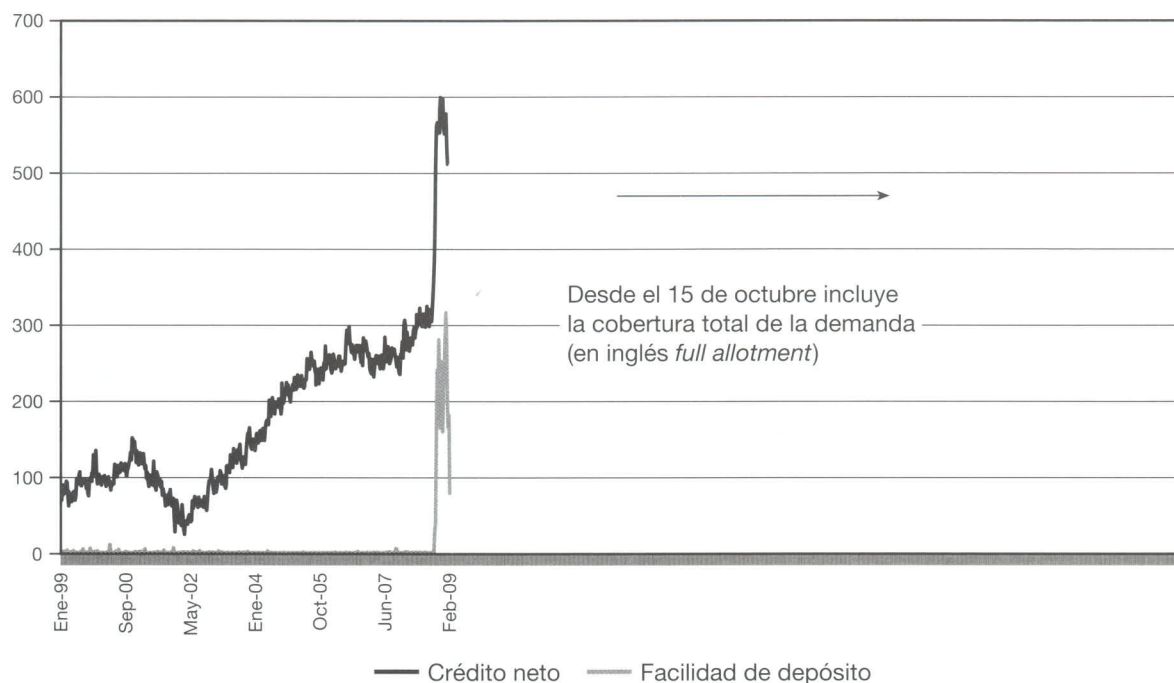
Desde la perspectiva de las entidades financieras, la crisis ha puesto de manifiesto que los modelos de banca basados en fuentes de liquidez frágil no son sostenibles. A día de hoy, los mercados penalizan claramente a las entidades que no cuentan con colchones de liquidez significativos, fenómeno que explica en parte la acumulación de las inyecciones recibidas desde los bancos centrales, que es devuelta a éstos a través de la ventanilla de depósito (gráfico 3). En particular, es necesario que la gestión de liquidez maneje horizontes de planificación más amplios y que se someta a ejercicios de *stress* mucho más exhaustivos. En parte, este requisito supondrá sin duda una mayor importancia de contar con bases de depósitos más amplias. No obstante, tampoco cabe obviar que otras formas de financiación deben jugar un papel relevante por ser más flexibles y adaptables a condiciones de mercado cambiantes. Probablemente, a diferencia de lo ocurrido en la fase previa a la crisis, la liquidez deba jugar un papel central en las decisiones estratégicas de los bancos. Frente a modelos de expansión que daban por sentada la disponibilidad de fondos de forma global, se impondrán las decisiones que tengan en cuenta las repercusiones sobre el balance de liquidez de los grupos financieros.

- 2) *Los modelos diversificados de gestión de liquidez son más apropiados*

El historial de las instituciones fallidas a lo largo de la crisis coincide con aquellas que presentan dos características: una concentración excesiva de exposición crediticia en determinados productos y una dependencia excesiva de fuentes concretas de liquidez. En general, los argumentos que justifican la limitación de las concentraciones en el lado del activo también son válidos para evitar un recurso excesivo a instrumentos de liquidez individuales. La diversificación de las fuentes de liquidez, tanto por tipos de productos como a escala geográfica, permite reducir el riesgo asumido.

GRÁFICO 3

BCE: CRÉDITO NETO A INSTITUCIONES DEPOSITARIAS (*)
(En miles de millones de euros, media mensual)



(*) Créditos a entidades crediticias de la zona euro relacionadas con política monetaria menos depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro relacionadas con operaciones de política monetaria.

Fuente: BBVA y Bloomberg.

3) *La regulación de la liquidez a nivel de entidad ganará importancia, con requisitos de transparencia más exigentes*

En cierta medida, la crisis refleja el fracaso de la regulación para controlar adecuadamente las implicaciones de expansiones excesivas del crédito realizadas sobre bases de liquidez débiles. En el futuro, sería deseable que los grupos financieros acataran normas específicas sobre su situación de liquidez, evitando concentraciones excesivas en fuentes inestables. Esta cuestión presenta dificultades importantes de implementación, pues las diferencias entre los modelos de financiación y gestión de la liquidez entre países son muy significativas. Probablemente, un primer avance pasaría por la adopción de requisitos de transparencia más exigentes, incluyendo, entre otros, la publicación de medidas de riesgo de liquidez. Esta práctica ya es habitual en lo relativo a la solvencia (ratios de Basilea, etc.), así como en la medición de riesgos concretos (publicación del VaR de las posiciones disponibles para la negociación). La transparencia en esta dimensión debería permitir una mejor discriminación por parte de los inversores, y por tanto una internalización más completa de los costes por parte de las entidades.

4) *Los riesgos de liquidez son sistémicos y correlacionados, lo que justifica un mayor papel del sector público*

Como se mencionó anteriormente, una pauta que se ha repetido a lo largo de la crisis ha sido el traslado de problemas de un mercado de financiación a otros segmentos, especialmente a los mercados interbancarios. De esta forma, los problemas de instituciones específicas se han trasladado a competidores con una situación en principio saludable. Se reúnen así dos condiciones relevantes que justificarían un mayor grado de intervención pública: carácter sistémico y riesgo elevado de contagio.

El diseño específico de esta intervención puede revestir varias formas. Una alternativa interesante pasaría por la constitución de una cámara de compensación para los mercados interbancarios, con cierto grado de garantía pública. Se aseguraría así que un componente primordial de los instrumentos de gestión de la liquidez quedara relativamente a salvo de tensiones en otros mercados. La introducción de este mecanismo no debe necesariamente suponer la creación de un problema excesivo de riesgo moral, si se realiza un diseño apropiado.

Bancos, crédito y mecanismo de transmisión de la política monetaria: nuevas perspectivas

Santiago Carbó Valverde
David Marqués Ibañez
José Luis Peydró Alcalde (*)

I. INTRODUCCIÓN

Una de las cuestiones que más atención ha suscitado recientemente entre los economistas y los responsables de política económica es el impacto de las restricciones que afrontan los mercados crediticios en el contexto de la crisis financiera y, en definitiva, en la provisión del crédito y la actividad económica en su conjunto. En particular, las implicaciones de la crisis y las tensiones de liquidez han vuelto a poner sobre el escenario político y en el punto de mira de la investigación económica el papel de los bancos en el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Hasta hace muy poco tiempo, la investigación macroeconómica tendía a ignorar, o pasar por el alto, el papel de los bancos y los mercados crediticios como origen de fricciones que pueden afectar a la eficiencia del mecanismo de transmisión de la política monetaria. La introducción de imperfecciones financieras en los modelos macroeconómicos recientes ha permitido obtener algunas valoraciones cuantitativas del impacto agregado del comportamiento de los intermediarios financieros y, en este contexto, la situación financiera de los prestatarios constituye, indudablemente, un importante tema de investigación (1). Al mismo tiempo, los resultados empíricos relativos al canal tradicional de crédito bancario no muestran resultados concluyentes, sobre todo en lo que se refiere a la zona euro. Al margen de estos resultados específicos, existe un cierto consenso en los estudios recientes en que, tanto en Estados Unidos como en la zona euro, los sistemas de incentivos y la innovación financiera de los bancos juegan un papel importante en la provisión del crédito y en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. En este sentido, una de las cuestiones que más debate ha suscitado en el entorno de la actual crisis financiera global es cómo una política monetaria expansiva podría afectar a los mercados crediticios y, en particular, al racionamiento

de crédito (*credit crunch*). En este artículo, se analizan las aportaciones de los principales estudios recientes respecto al canal tradicional de la política monetaria. En estas recientes contribuciones se describen nuevos mecanismos que explican la relación entre el comportamiento bancario y este canal de transmisión, entre los que destaca el papel de los recursos propios y la innovación financiera de las entidades bancarias. El artículo se divide en tres apartados siguiendo a esta introducción. En el apartado II se analizan los controvertidos (y, en muchos casos, poco concluyentes para Europa) resultados de los principales estudios empíricos respecto al llamado canal tradicional de la política monetaria y los efectos sobre la provisión de crédito. Asimismo, se señalan los resultados de algunos estudios recientes que muestran nuevas vías por las cuales este canal puede actuar. Una de estas vías, el llamado «canal bancario de asunción del riesgo» se analiza de forma individualizada en el apartado III. El artículo se cierra, en el apartado IV, con las principales conclusiones y señalando algunas vías de investigación futura.

II. EL MECANISMO DE TRANSMISIÓN

La misma teoría de la «economía de la información» utilizada para estudiar los mercados de crédito se ha aplicado recientemente para analizar el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Concretamente, los estudios sobre el canal de crédito de la transmisión de la política monetaria se preocupan de la forma en que las asimetrías de información en los canales de financiación bancaria influyen sobre el mecanismo de transmisión. El análisis del denominado «canal estrecho del crédito» o «canal tradicional del crédito bancario» se centra en las fricciones financieras consecuencia de las asimetrías de información derivadas de la situación financiera de los bancos. Este canal tradicional del crédito bancario supone que un endurecimiento de la política

monetaria tiene como consecuencia una disminución de los recursos de liquidez (fundamentalmente, depósitos), que a su vez conduce a los bancos a disminuir el crédito como consecuencia del empobrecimiento de sus fuentes de financiación (Bernanke y Blinder, 1992; Gertler, 1988; Kashyap y Stein, 1994).

En términos prácticos, resulta al menos cuestionable, sin embargo, esperar que este tipo de fricciones se manifiesten en el canal de transmisión que opera en Europa. En este sentido, el marco operativo de la política monetaria en la zona euro tiene como objetivo estabilizar el tipo de referencia de la política monetaria en el nivel elegido por el Banco Central, un nivel que debe proporcionar la liquidez que sea necesaria al sistema bancario, tan solo limitada por la disponibilidad de garantías reales de colateral para respaldar esta liquidez. De este modo, la repercusión de la disminución relativa de los niveles de depósitos (debida a un aumento de la demanda de efectivo o a una preferencia de los clientes por la adquisición de otros títulos sustitutivos, como las letras del tesoro, por ejemplo) del sistema bancario se vería compensada, en principio, por este mecanismo de provisión de liquidez por parte del Banco Central.

En este contexto, no resulta sorprendente que la mayor parte de estudios que han analizado el canal de transmisión monetario del eurosistema —*Eurosystem Monetary Transmission Network*, MTN, por sus siglas en inglés (2)— no hayan alcanzado resultados concluyentes. Variables como el tamaño bancario, el nivel de recursos propios de las entidades o su liquidez han sido empleadas en la literatura para analizar los efectos diferenciales y distributivos de los *shocks* de política monetaria sobre la oferta de crédito (3). Estas variables han sido incluidas en algunos estudios para Europa a partir de cuyos resultados cabe poner en cuestión la validez de las hipótesis tradicionales del canal del crédito bancario. Así, por ejemplo, Favero *et al.* (1999) no obtienen evidencia de la existencia de este canal en su muestra de entidades bancarias de Alemania, Italia y España para el año 1992. Más aún, este estudio revela que existen importantes diferencias en los determinantes de la oferta de crédito bancario en estos países. Ehrman *et al.* (2003) realizan un estudio para Italia, Alemania y España en el que muestran que la dimensión bancaria —como variable *proxy* de asimetrías de información— juega un papel determinante en la oferta de crédito sólo en algunos casos. Del mismo modo, otros factores, como el gobierno corporativo o los efectos de red en ciertos servicios bancarios, se señalan entre factores que hacen que la incidencia (si es que se da) del canal del crédito en los países europeos sea heterogénea. Incluso en algunos otros estudios se sugiere que los cambios en la integración financiera europea o en el nivel de competencia bancario podrían incidir sobre la eficiencia del canal del crédito (Cottarelli y Kourelis, 1994; Fase y de Bondt, 2000;

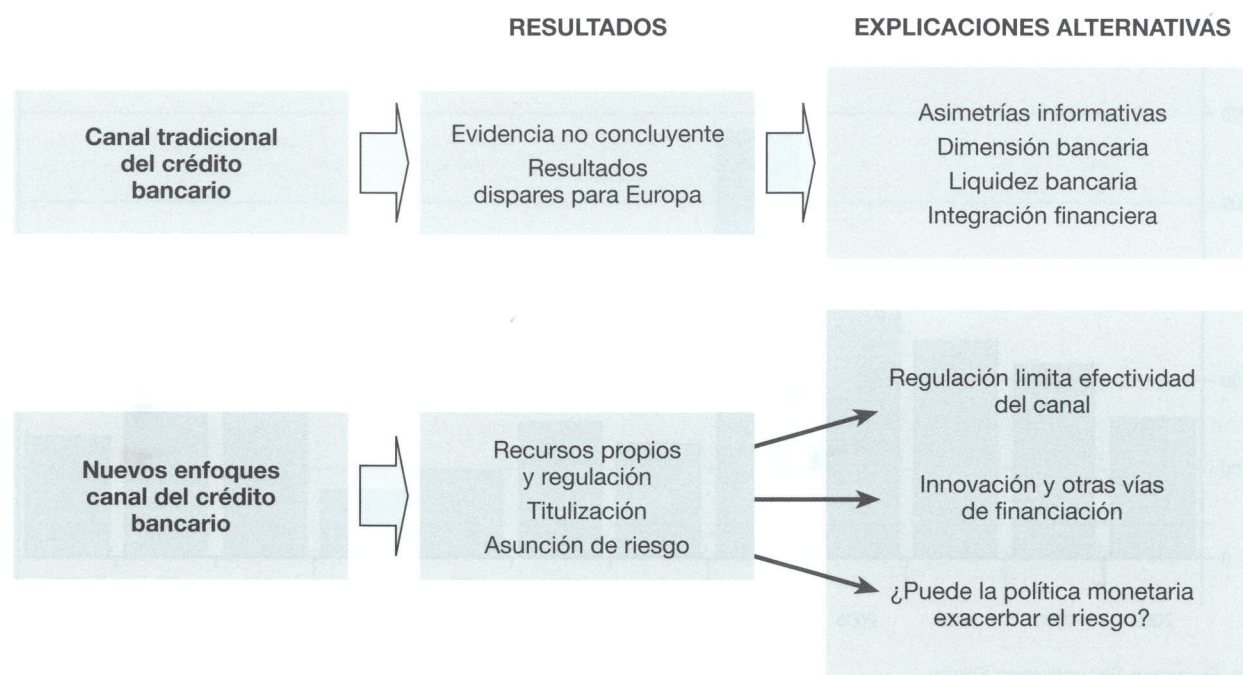
Sellon 2002). En un estudio reciente, Carbó Valverde y López del Paso (2009) examinan el impacto de las tenencias de liquidez de las empresas no financieras sobre el canal del crédito bancario en España, y proporcionan evidencia empírica que sugiere que las empresas mantienen elevados niveles de liquidez que pueden sustituir al crédito bancario y a otras fuentes de financiación. Por lo tanto, la liquidez podría permitir a las empresas financiar proyectos de inversión incluso ante un endurecimiento de las condiciones monetarias. En todo caso, en algunos de estos resultados de la MTN se indicaba que sólo una parte muy reducida de la ralentización del crecimiento de la oferta crediticia en la mayoría de los países de la zona euro puede asociarse a las subidas de los tipos de interés. Estos efectos negativos sobre la oferta de crédito eran, en cualquier caso, significativamente menos importantes que los observados en el caso de los Estados Unidos. Además, al contrario que en los Estados Unidos, no guardan relación con la dimensión de los bancos, sino más bien con su liquidez.

Podría incluso plantearse si la existencia de resultados empíricos contrapuestos, o poco concluyentes, respecto al canal del crédito de la política monetaria obtenidos en estos estudios para varios países de la zona euro implica que las entidades bancarias no tienen realmente influencia en este mecanismo de transmisión de la política monetaria. Podría darse el caso de que los últimos acontecimientos en el sistema financiero de la zona euro, como la desregulación financiera o la innovación financiera, pudieran producir distintos resultados a los obtenidos cuando se estudiase una ventana temporal más reciente que las empleadas en estos estudios. También pudiera suceder que los bancos sí pudieran influir, pero en una forma bastante distinta a la que se describe en los modelos tradicionales de canal de crédito bancario. A este respecto, el interés de los estudios actuales se centra en cómo pueden afectar las diversas imperfecciones financieras del sistema bancario, que no se incluyen en los modelos de canales tradicionales de crédito bancario, al mecanismo de transmisión de la política monetaria (véase Bernanke, 2008). Las más destacadas imperfecciones son las relacionadas con los recursos propios bancarios, con el incremento del recurso de las entidades de depósito a la financiación del mercado (por ejemplo, mediante la emisión de cédulas hipotecarias) y con otras innovaciones que afectan a mercados crediticios. En el diagrama 1 se muestra el contraste entre la visión tradicional del crédito bancario y estas nuevas perspectivas de análisis.

Un importante avance metodológico que comparten la mayor parte de estos estudios es que utilizan microdatos a escala de entidades bancarias. Esto sucede principalmente porque resulta difícil calcular la repercusión de las condiciones a las que se enfrentan las entidades

DIAGRAMA 1

ESQUEMA TRADICIONAL Y NUEVAS PERSPECTIVAS EN EL ANÁLISIS DEL CANAL DEL CRÉDITO BANCARIO DE LA POLÍTICA MONETARIA



financieras utilizando datos macroeconómicos, ya que desde la perspectiva agregada no resulta fácil identificar los factores de oferta y demanda. Los problemas de identificación econométrica que, en términos prácticos, condicionan la validez y la interpretabilidad económica de los resultados empíricos condicionan estos estudios. Algunos intentos de solucionar este problema de identificación incluyen el uso de procedimientos de estimación como el método generalizado de momentos (GMM, por sus siglas en inglés) o la utilización de procedimientos de filtrado en muestreo para aislar determinados impactos ejercidos sobre el sector bancario. En general, las dificultades de identificación y los problemas de endogeneidad siguen siendo algunos de los aspectos más difíciles de resolver en estos estudios (véase Peek y Rosengren, 2008).

1. Los recursos propios bancarios

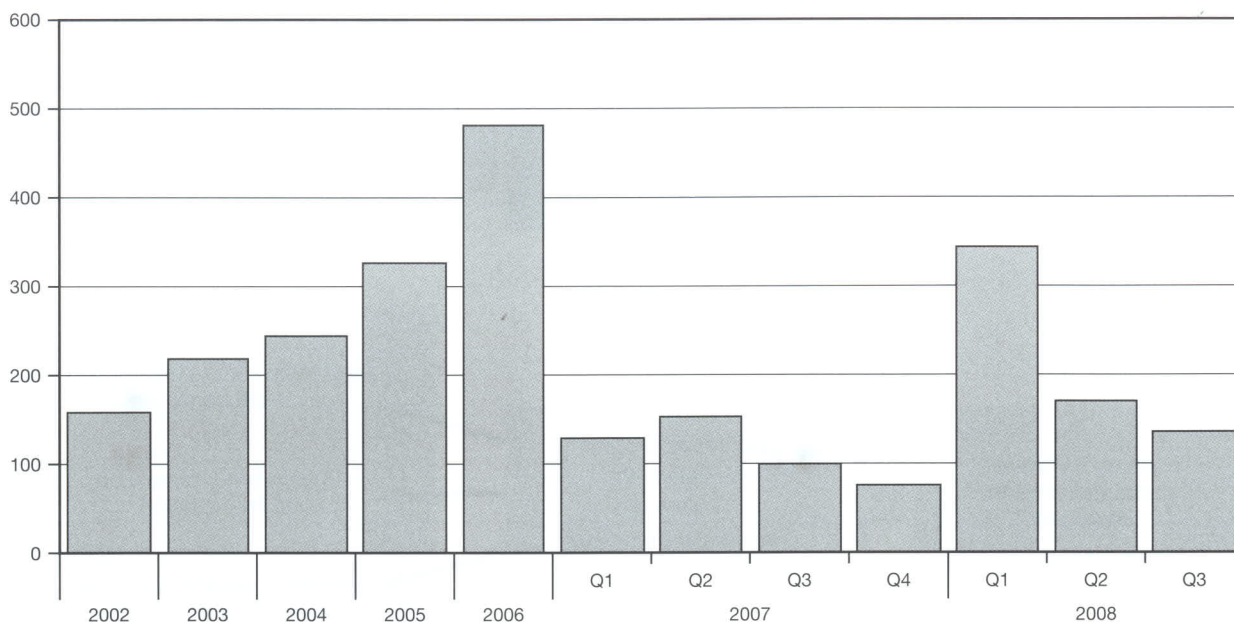
El capital bancario y los requerimientos regulatorios que le afectan constituyen factores críticos en el comportamiento de las entidades bancarias en la actualidad, y en particular en momentos de tensión y turbulencia financieras. Van den Heuvel (2002) muestra teóricamente que el capital bancario afecta a la concesión de crédito incluso cuando las restricciones regulatorias (por ejemplo, las que se especifican en el marco de Basilea y en las regulaciones nacionales relativas a la adecuación

de recursos propios) no son vinculantes, y que los impactos que sufre la rentabilidad bancaria, como la morosidad en los créditos, pueden tener una repercusión persistente sobre la concesión de crédito (4). Este estudio también sugiere que la política monetaria afecta al crédito bancario a través de la posición del patrimonio neto (que podría interpretarse como «solventía percibida») de los bancos, indicando la existencia de un canal de capital bancario que es diferente al modelo tradicional. Estos resultados siguen la misma línea de las recientes teorías que sugieren que el capital bancario puede, efectivamente, producir un impacto sobre el crédito bancario una vez controlados algunos otros condicionantes relativos a los recursos propios tanto en Europa —véase Gambacorta y Mistrulli, 2004 (5)— como en Estados Unidos —véase Kishan y Opiela (2000).

2. Financiación en el mercado, titulización y oferta de crédito

Desde la introducción del euro, se prevé que las innovaciones de los mercados de crédito de la zona euro estén produciendo efectos significativos sobre la capacidad de los bancos y sus incentivos para garantizar el crédito y, más concretamente, sobre la eficiencia del canal de crédito bancario. Dos innovaciones importantes a este respecto han sido la mayor confianza en las fuentes de financiación de mercado de los bancos

GRÁFICO 1
EMISIÓN DE ACTIVOS TITULIZADOS EN EUROPA
(Millardos de euros)



Fuente: *European Securitisation Forum*.

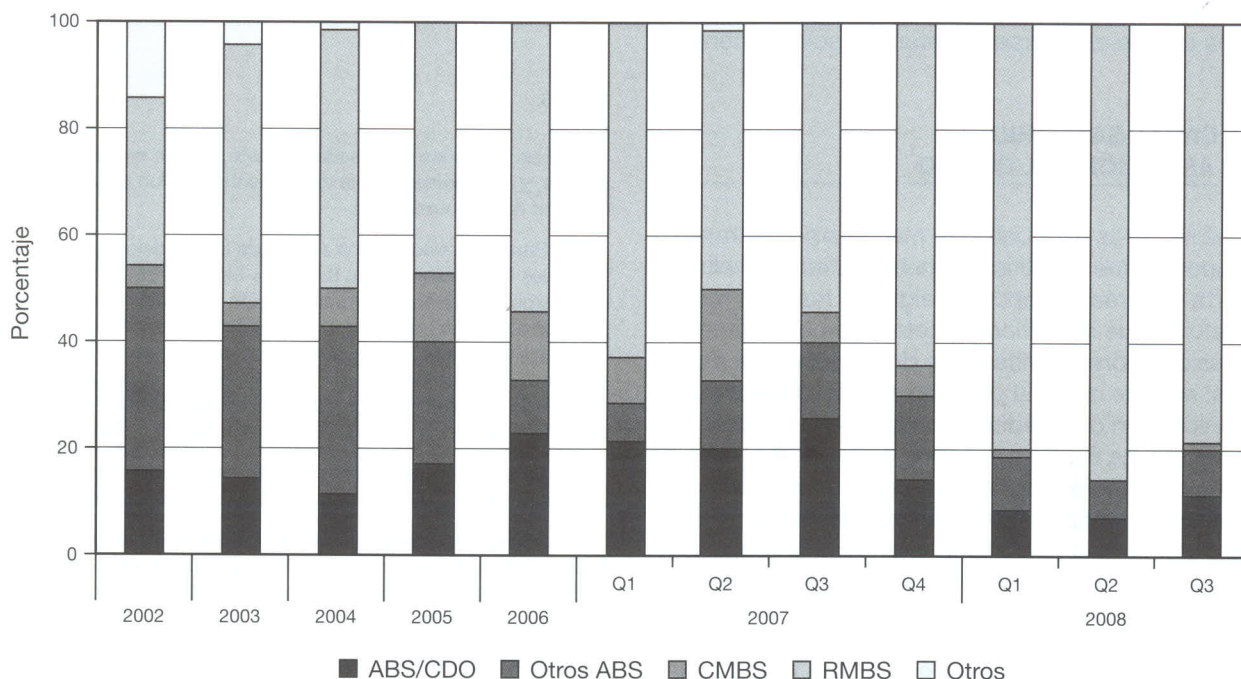
(por ejemplo, en la ampliación del mercado de cédulas hipotecarias) y un espectacular aumento de la actividad de titulización.

La innovación financiera que concierne al uso creciente de la financiación de mercado parece haberse interpuesto en la repercusión de la influencia del canal de crédito bancario antes de 2007, ya que, en condiciones normales, los bancos podían cambiar fácilmente de los depósitos a formas alternativas de financiación (6). En el gráfico 1 se muestra la evolución anual de las emisiones de activos titulizados en Europa entre 2002 y 2006, y la evolución trimestral entre el primer trimestre de 2007 y el tercero de 2008. La caída en la emisión de activos titulizados resulta evidente a partir de 2007, incluso antes de que la crisis resultara palpable en agosto de 2007. En el gráfico 2 se muestra la misma secuencia temporal reflejando la composición de las emisiones de titulización. En este gráfico se observa que el amplio abanico de posibilidades de titulización ligadas a ingeniería financiera (como las obligaciones de deuda colateralizadas, o *CDO*, sobre otras emisiones de bonos respaldadas por activos, o *ABS*) se han reducido de forma significativa a favor de las emisiones de títulos referentes a carteras hipotecarias (7).

Antes de que se produjera el estallido de la crisis, los bancos podrían utilizar fuentes ajenas a los depósitos para financiar el crédito; por ejemplo, emitiendo certifi-

cados de depósito o cédulas hipotecarias, u obteniendo fondos de sus filiales. En lo que respecta a esta última opción, las entidades subsidiarias también podrían obtener financiación más fácilmente que los bancos no pertenecientes a grupos o redes bancarias superiores, ya que se beneficiaban no sólo de los mercados externos comunes a cualquier entidad, sino también de los circuitos internos de capital con otras filiales o con la entidad matriz. Esto apunta a que la función del canal de crédito bancario es más reducida en el caso de los bancos afiliados a una entidad mayor, que son capaces de aprovecharse de la financiación de sus circuitos internos de capital (véase Ashcraft, 2006, Ehrmann y Worms, 2004, y Altunbas, Marqués y Zhussupova, 2008). Al mismo tiempo, la crisis actual indica que, debido al incremento de la financiación a través de los mercados financieros, cuando los bancos dependen más de la financiación de los mercados existe una conexión más estrecha entre los mercados financieros y la financiación del crédito bancario. Como consecuencia de ello, los incentivos de los bancos y su capacidad de prestar son más sensibles a las condiciones de los mercados financieros que en el pasado, cuando la banca se financiaba principalmente a través de los depósitos bancarios (8). Por este motivo, se están llevando a cabo nuevos estudios en esta área tras la reciente crisis y el aumento del riesgo crediticio, que ha mostrado la fragilidad de los modelos operativos de los bancos que dependen en gran parte de la financiación del mercado.

GRÁFICO 2
EVOLUCIÓN DE LA TITULIZACIÓN POR TIPOS DE INSTRUMENTOS EN EUROPA
(En porcentaje, 2002-2008 Q3)



CDO/ABS (collateralized debt obligations/asset-backed securities). Los CDO son titulaciones en las que la cartera objeto de la misma es poco granular (emisiones de importe reducido y diversificado por áreas geográficas). Los CDO sobre ABS son titulaciones en las que la cartera proviene, a su vez de otras titulaciones de bonos respaldados por activos o ABS.

CMBS (commercial mortgage-backed securities). Son titulaciones de bonos respaldados por hipotecas sobre inmuebles de uso comercial.

RMBS (residential mortgage-backed securities). Son titulaciones de bonos respaldados por hipotecas sobre inmuebles de uso residencial.

Fuente: *European Securitisation Forum.*

Otra tendencia de los estudios actuales es la que se centra en la función de la titulación (véase Marqués y Scheicher, 2008). La idea principal que subyace en este caso es que el crecimiento espectacular de la actividad bursátil de los últimos años ha modificado el funcionamiento de los mercados de crédito, y puede tener también repercusiones en los incentivos de los bancos a la concesión de créditos y reaccionar ante los cambios de la política monetaria.

En primer lugar, en Estados Unidos, se ha producido la demostración evidente de que la titulación ha conducido a la relajación en los requisitos a clientes que piden un crédito (véase Dell’Ariccia *et al.*, 2008; Keys *et al.*, 2008; Estrella, 2008). Estos estudios suponen que cuando los títulos pasan de los balances de los bancos a los mercados podría haber menos incentivos para que los intermediarios financieros analicen adecuadamente el perfil de riesgo de los prestatarios. A corto plazo, este cambio de incentivos contribuiría a relajar los principios de la valoración de los créditos, de forma que algunos clientes a los que en otro momento se les denegó un cré-

dito podrían obtener financiación bancaria. A largo plazo, esto podría conducir a unos mayores índices de morosidad en los créditos bancarios. La relajación de la valoración de los demandantes de crédito parece guardar relación, por lo tanto, con la ampliación de la concesión de crédito. En este sentido, un reciente estudio para Estados Unidos utiliza una gran cantidad de información, desglosada por códigos postales del país, para aislar los factores de la demanda, y demuestra que la titulación ha jugado un papel importante en la expansión del crédito; véase Mian y Sufi, 2008 (9).

En segundo lugar, existen pruebas de que la titulación ha independizado la oferta de crédito de los cambios en la política monetaria. Altunbas, Gambacorta y Marqués (2008) muestran que, antes de la actual crisis financiera, los bancos que más recurrían a la titulación estaban más protegidos de los efectos de los cambios en la política monetaria. Esta teoría coincide con los resultados referentes al mercado de las hipotecas «jumbo» de Estados Unidos —como se denomina a las hipotecas de mayor importe—, e indica que la titula-

ción podría disminuir la eficiencia del canal de crédito (véase Loutskina y Strahan, 2006). Un tema de investigación importante aún abierto es analizar si estas conclusiones pueden cambiar, o incluso invertirse, durante una crisis de confianza en los mercados de titulización como la que se está experimentando recientemente.

III. EL CANAL BANCARIO DE ASUNCIÓN DEL RIESGO

Si los modelos habituales de mecanismo de transmisión suponen que la política monetaria afecta al volumen de oferta del crédito bancario, algunos trabajos recientes postulan que la política monetaria también tiene una repercusión sobre los incentivos de los bancos a asumir riesgos; en este caso, la política monetaria afectaría no sólo al volumen del crédito bancario, sino también a la composición de éste. La cuestión es si un nivel bajo de los tipos de interés a corto plazo podría conducir a un incremento de la «tolerancia al riesgo» de los bancos que pudiera afectar a la estabilidad financiera si la asunción de riesgos llega a ser excesiva (véase Rajan, 2006). Ésta es, en líneas generales, la filosofía en torno al canal de «asunción de riesgo» de la transmisión de la política monetaria (véase Borio y Zhu, 2007), que indica que la innovación financiera probablemente ha destacado la importancia de la gestión del riesgo como factor que influye en el comportamiento de los bancos. Esto podría haber reforzado la conexión entre la postura de la política monetaria y los incentivos de los bancos a la asunción de riesgos. A su vez, podría indicar también la existencia de otro canal para la transmisión de la política monetaria. Sobre esta idea, Jiménez, Ongena, Peydró-Alcalde y Saurina (2007) ofrecen evidencia de que un tipo de interés a corto plazo más reducido, anterior al origen del préstamo, suaviza las exigencias de concesión de créditos de los bancos y genera préstamos con una mayor predisposición a la morosidad (10).

IV. CONCLUSIONES

La crisis que recientemente está afectando a los mercados de crédito ha subrayado que las fricciones en los mercados bancarios juegan potencialmente un papel esencial en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Los estudios más recientes destacan el papel de la solvencia de las entidades bancarias y de la innovación financiera en la financiación bancaria, y señalan a los mercados de titulización como principales determinantes del mecanismo de transmisión de la política monetaria a través del crédito bancario. Alguna evidencia empírica reciente demuestra incluso que la política monetaria pueden tener un impacto sobre los incentivos de los bancos a la asunción de riesgos, que podría, a su vez, producir un impacto significativo en la oferta de crédito ban-

cario. La mayor parte de estos estudios empíricos se iniciaron antes de la reciente agitación de los mercados de crédito, y aún hoy se sigue intentando comprender cómo estos resultados se verían afectados tras las secuelas de la problemática actual en los mercados de crédito.

NOTAS

(*) Las opiniones expresadas en este artículo corresponden a los autores, y no representan necesariamente la visión del Banco Central Europeo ni del eurosistema.

(1) Para una revisión más amplia de los modelos que incorporan fricciones financieras, véase KIYOTAKI y MOORE (1997), donde el crédito se explica en función de una fracción dada del valor del colateral y se especifica en contratos con cumplimiento limitado, y BERNANKE, GERTLER y GILCHRIST (1999), quienes se centran en las asimetrías de información existentes entre los intermediarios financieros y las empresas. Otros trabajos recientes en estas líneas son IACOVIELLO (2005), GOODFRIEND y CALLUM (2007) y CHRISTIANO, MOTTO y ROSTAGNO (2007).

(2) La MTN es un esfuerzo conjunto durante tres años del Banco Central Europeo y otros bancos centrales del eurosistema.

(3) Véase, por ejemplo DIAMOND (1984), KASHYAP y STEIN (1995), STEIN (1998), y KASHYAP y STEIN (2000) como estudios en los que se demuestra la influencia de estas variables sobre la eficiencia del canal del crédito bancario.

(4) Véase también BOLTON y FREIXAS (2006).

(5) Véase también ALTUNBAS, DE BONDY y MARQUÉS (2004).

(6) Esta teoría es análoga a la crítica de ROMER y ROMER (1990), que muestran que el recurso a los mercados financieros, a los certificados de depósitos o a otras formas de titulización bancaria podría no estar siempre disponible durante los periodos de turbulencia financiera.

(7) Véase el gráfico 2 para una definición de las principales emisiones.

(8) Esto sucede principalmente porque los depósitos tienden a garantizar una remuneración más estable y son, por definición, menos dependientes de las condiciones de los mercados financieros que los activos titulizados.

(9) Alguna evidencia provisional relativa a la zona euro parece confirmar estos mismos resultados, e indica que la titulización puede estar conduciendo a una mayor concesión de créditos (véase ALTUNBAS, GAMBACORTA y MARQUÉS, 2008) y a una relajación de las exigencias para su concesión (véase MADDALONI, SCOPEL y PEYDRÓ-ALCALDE, 2008).

(10) Véase también IOANNIDOU, ONGENA y PEYDRÓ-ALCALDE (2008).

BIBLIOGRAFÍA

- ALTUNBAS, Y.; DE BONDY, G., y MARQUÉS, D. (2004), «Bank capital, bank lending and monetary policy in the euro area», *Kredit und Kapital*, 4: 443-465.
- ALTUNBAS, Y.; MARQUÉS, D., y ZHUSSUPOVA, B. (2008), «Capital market frictions and bank lending in the EU», en MOLYNEUX, P., y VALLELADO, E. (eds.), *Frontiers of Banks in a Global Economy*, Palgrave Macmillan.
- ALTUNBAS, Y.; GAMBACORTA, L., y MARQUÉS, D. (2008), «Securitisation and the bank lending channel», Federal Reserve Bank of Chicago, ponencias y actas de la *Annual Conference on Banking Structure and Competition, European Central Bank Working Paper n.º 838, y Banca d'Italia Working Paper n.º 653*.

- ASHCRAFT, A. (2006), «New evidence on the lending channel», *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 38 (3): 751-776.
- BERNANKE, B. S. (2008), «The financial accelerator and the credit channel», comentarios en la conferencia sobre *The Credit Channel of Monetary Policy in the Twenty First Century*, Federal Reserve Bank of Atlanta.
- BERNANKE, B., y BLINDER, A. (1992), «The federal funds rate and channels of monetary transmission», *American Economic Review*, 78: 901-921.
- BERNANKE, B. S.; GERTLER, M., y GILCHRIST, S. (1999), «The financial accelerator in a quantitative business cycle framework», en TAYLOR, J. B., y WOODFORD, M. (eds.), *Handbook of Macroeconomics*, ed. 1, vol. 1, capítulo 21: 1341-1393, Elsevier.
- BOLTON, P., y FREIXAS, X. (2006), «Corporate finance and the monetary transmission mechanism», *Review of Financial Studies*, 19: 829-870.
- BORIO, C., y ZHU, H. (2007), «Capital regulation, risk-taking and monetary policy: A missing link in the transmission mechanism?», ponencia presentada a la conferencia ECB sobre *The Implications of Changes in Banking and Financing on the Monetary Transmission Mechanism*, 29-30 de noviembre, Frankfurt.
- CARBÓ VALVERDE, S., y LÓPEZ DEL PASO, R. (2009), «Bank-lending channel and non-financial firms: evidence for Spain», *Spanish Economic Review*, 11, en prensa.
- CHRISTIANO, L.; MOTTO, R., y ROSTAGNO, M. (2007), «Financial factors in business cycles», mimeo.
- COTTARELLI, C., y KOURELIS, A. (1994), «Financial structure, bank lending rates and the transmission mechanism of monetary policy», *Staff Paper International Monetary Fund*, diciembre.
- DELL'ARICCIA, G.; IGAN, D., y LAEVEN, L. (2008), «Credit booms and lending standards: Evidence from the subprime mortgage market», *IMF Working Paper n.º 08/106*.
- DIAMOND, D. (1984), «Financial intermediation and delegated monitoring», *Review of Economic Studies*, 54: 393-414.
- EHRMANN M.; GAMBACORTA, L.; MARTÍNEZ PAGÉS, J.; SEVESTRE, P., y WORMS, A. (2003), «Financial systems and the role of banks in monetary policy», en ANGELONI, I.; KASHYAP, A. K., y MOJON, B. (eds.), *Monetary Policy Transmission in the Euro Area*, Cambridge University Press, Cambridge.
- EHRMANN, M., y WORMS, A. (2004), «Bank networks and monetary policy transmission», *Journal of the European Economic Association*, 2 (6): 1148-1171.
- ESTRELLA, A. (2008), «Securitization and the efficacy of monetary policy», *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*.
- FASE, M., y DE BONDY, G. (2000), «Institutional environment and monetary transmission in the euro-area: A cross country view», *Revue de la Banque*, 64: 149-155.
- FAVERO, C.; GIAVAZZI, F., y FLABBI, L. (1999), «The transmission mechanism of monetary policy in Europe: Evidence from banks' balance sheets», *NBER Working Paper n.º 7231*.
- GAMBACORTA L., y MISTRULLI, P. E. (2004), «Does bank capital affect lending behavior?», *Journal of Financial Intermediation*, 13, 4: 436-457.
- GERTLER, M. (1988), «Financial structure and aggregate economic activity: An overview», *Journal of Money, Credit and Banking*, 20: 559-588.
- GOODFRIEND, M., y MCCALLUM, B. T. (2007), «Banking and interest rates in monetary policy analysis: A quantitative exploration», *NBER Working Paper n.º 13207*.
- IACOVIELLO, M. (2005), «House prices, borrowing constraints and monetary policy in the business cycle», *American Economic Review*, 95 (3): 739-764.
- IOANNIDOU, V.; ONGENA, S., y PEYDRÓ-ALCALDE, J. L. (2008), «Monetary policy, risk taking and pricing: Evidence from a natural experiment», presentado en la *Annual IMF Research Conference*, noviembre 2008.
- JIMÉNEZ, G.; ONGENA, S.; PEYDRÓ-ALCALDE, J. L., y SAURINA, J. (2007), «Hazardous times for monetary policy: What do twenty-three million bank loans say about the effects of monetary policy on credit risk?», *CEPR Discussion Paper n.º 6514*.
- KASHYAP, A., y STEIN, J. (1994), «Monetary policy and bank lending», en MANKIW, G. (ed.), *Monetary Policy*, University of Chicago Press.
- (1995), «The impact of monetary policy on bank balance sheets», *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, 42: 151-195.
- (2000), «What do a million observations on banks say about the transmission of monetary policy?», *American Economic Review*, 90: 407-428.
- KEYS, B.; MUKHERJEE, T.; SERU, A., y VIG, V. (2008), «Did securitization lead to lax screening? Evidence from subprime loans 2001-2006», *EFA 2008 Athens Meetings Paper*.
- KISHAN, R. P., y OPIELA, T. P. (2000), «Bank size, bank capital, and the bank lending channel», *Journal of Money, Credit, and Banking*, 32 (1): 121-141.
- KIYOTAKI, N., y MOORE, J. (1997), «Credit cycles», *Journal of Political Economy*, 105 (2): 211-248.
- LOUTSKINA, E., y STRAHAN, P. E. (2006), «Securitization and the declining impact of bank finance on loan supply: Evidence from mortgage acceptance rates», *NBER Working Paper n.º 11983*.
- MADDALONI, A.; SCOPEL, S., y PEYDRÓ-ALCALDE, J. L. (2008), «Does monetary policy affect bank lending standards? Evidence from the euro area bank lending survey», presentado en la *CEPR BIS ESI 2008 Conference on Monetary Policy*.
- MARQUÉS, D., y SCHEICHER, M. (2008), «Securitisation: causes and consequences», en BERGER, A.; MOLYNEUX, P., y WILSON, J. (eds.), *Handbook of Banking*, Oxford University Press.
- MIAN, A., y SUFI, A. (2008), «The consequences of mortgage credit expansion: Evidence from the 2007 mortgage default crisis», *NBER Working Paper n.º 13936*.
- PEEK, J., y ROSENGREN, E. (2008), «The role of banks in the transmission of monetary policy», en BERGER, A.; MOLYNEUX, P., y WILSON, J. (eds.), *Handbook of Banking*, Oxford University Press.
- RAJAN, R. (2006), «Has financial development made the World riskier?», *NBER Working Paper n.º 11728*.
- ROMER, D. C., y ROMER, H. D. (1990), «New evidence on the monetary transmission mechanism», *Brooking Papers on Economic Activity*, 1: 149-213.
- SELLON, G. (2002), «The changing US financial system: Some implications for the monetary transmission mechanism», *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, first quarter: 5-35.
- STEIN, J. (1998), «An adverse selection model of bank asset and liability management with implication for the transmission of monetary policy», *Rand Journal of Economics*, 29: 466-486.
- VAN DEN HEUVEL, S. (2002), «Does bank capital matter for monetary transmission?», *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, 1-7.



DOCUMENTOS

REAL DECRETO 1642/2008, de 10 de octubre,
*por el que se fijan los importes garantizados a que se refiere el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre,
del Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito y el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto,
sobre sistemas de indemnización de los inversores*
(BOE de 11 de octubre de 2008)

REAL DECRETO-LEY 6/2008, de 10 de octubre,
por el que se crea el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros
(BOE de 14 de octubre de 2008)

REAL DECRETO-LEY 7/2008, de 13 de octubre,
*de Medidas Urgentes en Materia Económico-Financiera en relación con el
Plan de Acción Concertada de los Países de la Zona Euro*
(BOE de 14 de octubre de 2008)

**REAL DECRETO 1642/2008, de 10 de octubre, por el que se fijan los importes garantizados a que se refiere el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, del Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito y el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores
(BOE de 11 de octubre de 2008)**

Como consecuencia de los acontecimientos que afectan a la economía financiera internacional, Europa está viviendo una situación de graves dificultades de carácter financiero. Con el propósito de actuar coordinadamente entre los diferentes Estados Miembros y al objeto de asegurar la estabilidad del sistema financiero, el Consejo Económico y Financiero de la Unión Europea celebrado en su reunión del pasado 7 de octubre, teniendo en cuenta las iniciativas adoptadas por otros Estados Miembros, asumió la propuesta de la Comisión Europea de llevar a cabo urgentemente una iniciativa adecuada para promover la convergencia de los sistemas de garantía de depósitos y acordó la elevación del umbral mínimo de cobertura hasta 50.000 euros.

El Gobierno español, en atención a las referidas recomendaciones, ha resuelto fortalecer el sistema español de garantía de depósitos y de inversiones, elevando la protección de los existentes hasta cien mil euros (100.000 €) por titular y entidad, para situaciones que pudiesen producirse en el futuro. Con esta medida se pretende mantener e incrementar la confianza de los depositantes e inversores en nuestras entidades de crédito y Empresas de Servicios de Inversión.

En su virtud, a propuesta del Vicepresidente Segundo del Gobierno y Ministro de Economía y Hacienda, y previa deliberación del Consejo de Ministros en su reunión del día 10 de octubre de 2008,

DISPONGO

Artículo único. Fijación de nuevos importes garantizados

Los importes garantizados a que se refiere el artículo 7.1 del Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, del Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito y el artículo 6.1 del Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores, quedan fijados en la cantidad de 100.000 euros.

Disposición derogatoria única. Derogación normativa

A la entrada en vigor de este Real Decreto quedan derogadas cuantas disposiciones de igual o inferior rango se opongan a lo dispuesto en el mismo.

Disposición final primera. Carácter básico.

Las disposiciones contenidas en el presente Real Decreto tienen carácter básico, y se dictan de conformidad con lo dispuesto en el artículo 149.1.11.^a y 13.^a de la Constitución Española.

Disposición final segunda. Entrada en vigor.

El presente real decreto entrará en vigor el mismo día de su publicación en el «Boletín Oficial del Estado».

REAL DECRETO-LEY 6/2008, de 10 de octubre, por el que se crea el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros (BOE de 14 de octubre de 2008)

Como consecuencia de los acontecimientos iniciados en Estados Unidos en agosto de 2007, las principales economías desarrolladas están experimentando una grave crisis financiera. Una de sus consecuencias más destacables ha sido la disminución intensa de la capacidad de las entidades financieras para captar recursos en los mercados de capitales. La incertidumbre sobre los riesgos de crédito y contrapartida ha distorsionado el buen funcionamiento de los mercados, dificultando la captación de recursos por parte de las entidades financieras y, en último término, la financiación a empresas y familias.

En este contexto, las entidades de crédito españolas tienen una posición sólida, gracias a su elevada solvencia, su amplia base de depósitos y la supervisión del Banco de España. En todo caso, las restricciones en el acceso a la financiación merecen una especial atención, dada la importancia del crédito tanto para la evolución de la actividad económica a corto plazo, como para el potencial de crecimiento en el medio y largo plazo.

Ante las circunstancias extraordinarias que se están produciendo en los mercados, el Gobierno ha decidido poner en marcha una medida que impulse la financiación a empresas y ciudadanos por parte de las entidades financieras. La decisión se enmarca en las líneas de actuación establecidas por el Consejo de Ministros de Economía y Finanzas de la Unión Europea, dada la importancia que el Gobierno concede a la coordinación de estas políticas entre los Estados Miembros. Así, se trata de una decisión oportuna en este momento, y tiene un carácter temporal, produciéndose su extinción de forma natural a medida que se normalicen los mercados. Además, se trata de una medida que atiende a los intereses de los contribuyentes, dado que se financiará con deuda pública e invertirá en activos de máxima calidad con remuneración superior, haciendo posible que no se produzca un coste neto para las arcas públicas. Además, el diseño de la medida responde a las normas del Mercado Interior Europeo, garantizando que todas las entidades acceden al mecanismo en las mismas condiciones.

Dicha medida, que se adopta con la aprobación de la presente norma, consiste en la creación de un Fondo adscrito al Ministerio de Economía y Hacienda a través de la Secretaría de Estado de Economía, con cargo al Tesoro, que contará con una aportación inicial de treinta mil millones de euros ampliables hasta cincuenta mil millones de euros. Este Fondo adquirirá de las entidades financieras, con carácter voluntario por

parte de las mismas y con criterios de mercado, activos españoles de máxima calidad. Para garantizar que, a través de ellas, y con un horizonte temporal suficiente, la financiación llegue a empresas y ciudadanos, el Fondo primará la adquisición de activos respaldados por nuevo crédito, entendiendo como tal el otorgado con posterioridad al 7 de octubre de 2008.

Para la realización de sus operaciones, el Fondo recurrirá a procedimientos competitivos para la selección de activos y realizará adquisiciones de acuerdo con los mecanismos habituales en los mercados financieros.

Para su dotación en este ejercicio, este real decreto-ley contempla la concesión de un crédito extraordinario por importe de 10.000 millones de euros, ampliable hasta un importe de 30.000 millones de euros. Además, en el proceso de tramitación en las Cortes Generales del Proyecto de Ley de Presupuestos Generales del Estado para 2009, se requerirá habilitar los créditos necesarios para completar la financiación de la dotación máxima del Fondo prevista en este real decreto-ley.

Desde el punto de vista de su administración, gestión y dirección, le corresponderá al Ministerio de Economía y Hacienda a través de un Consejo Rector y de su Comisión Ejecutiva. Además, la Comisión Ejecutiva contará con el asesoramiento técnico que estime oportuno; y en particular, el del Banco de España y el de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Dado que se trata de recursos públicos, el Fondo está sujeto a un estricto control. Por una parte, de la Intervención General de la Administración del Estado, a través de la auditoría pública, en los términos previstos en la Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria. Y por otra parte, al control parlamentario, que se realizará mediante los correspondientes informes cuatrimestrales sobre la gestión del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros que desde el Ministerio de Economía y Hacienda se remitirán a la Comisión de Economía del Congreso de los Diputados.

La urgencia de la aprobación de esta norma deriva de la situación actual de los mercados, en los que se observa una intensa disminución de la capacidad de las entidades financieras para captar recursos en los mercados de capitales. La restricción actual de la financiación a empresas y familias determina la necesidad de adoptar de manera urgente la medida

que se aprueba por medio de esta norma para el adecuado desarrollo de la actividad económica.

En virtud de la urgencia de la adopción de las medidas, para permitir su inmediata efectividad, haciendo uso de la autorización contenida en el artículo 86 de la Constitución, a propuesta del Vicepresidente Segundo del Gobierno y Ministro de Economía y Hacienda, y previa deliberación del Consejo de Ministros en su reunión del día 10 de octubre de 2008,

DISPONGO

Artículo 1. Constitución y régimen jurídico del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros

1. Se crea el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros, adscrito al Ministerio de Economía y Hacienda a través de la Secretaría de Estado de Economía, con la finalidad de apoyar la oferta de crédito a la actividad productiva de empresas y a los particulares mediante la adquisición de activos financieros, en la forma y condiciones que determina el presente real decreto-ley.

2. El régimen presupuestario, económico-financiero, contable y de control de este Fondo será el previsto en la Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria, para los fondos carentes de personalidad jurídica cuya dotación se efectúe mayoritariamente desde los Presupuestos Generales del Estado, mencionados en el artículo 2.2 de dicha Ley.

3. El Fondo para la Adquisición de Activos Financieros no tendrá la consideración de sector público a los efectos previstos en la Ley 30/2007, de 30 de octubre, de Contratos del Sector Público.

Artículo 2. Financiación del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros

1. El Fondo para la Adquisición de Activos Financieros se dotará con cargo a los Presupuestos Generales del Estado, por un importe de 30.000 millones €, ampliable hasta un máximo de 50.000 millones €.

2. A tal fin, mediante este real decreto-ley, se concede un crédito extraordinario al presupuesto en vigor de la sección 15, Ministerio de Economía y Hacienda, servicio 16, Secretaría de Estado de Economía, programa 931 M «Previsión y Política Económica», concepto 879 «Aportación al Fondo para la Adquisición de Activos Financieros», por importe de 10.000 millones €. Dicho crédito tendrá carácter ampliable hasta un importe de 30.000 millones €, para el ejercicio 2008.

El crédito extraordinario que se concede en el párrafo anterior se financiará con deuda pública.

3. Los rendimientos de cualquier naturaleza que generen la cuenta del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros y los activos financieros en que se hayan materializado las dotaciones del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros podrán inte-

grarse en las dotaciones del Fondo, salvo que se acuerde su reparto al Tesoro Público por parte del Consejo Rector.

4. Podrán atenderse con cargo a las dotaciones del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros los gastos que ocasione su gestión.

Artículo 3. Órganos de gobierno

1. La administración, gestión y dirección del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros corresponderá al Ministerio de Economía y Hacienda a través de un Consejo Rector y de su Comisión Ejecutiva.

2. El Consejo Rector estará presidido por el Ministro de Economía y Hacienda. Se compondrá, además, del Secretario de Estado de Economía, el Secretario de Estado de Hacienda y Presupuestos, el Presidente del Instituto de Crédito Oficial, el Abogado General del Estado y el Interventor General del Estado.

3. El Consejo Rector tendrá las siguientes funciones:

1) Establecer las directrices de inversión del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros.

2) Efectuar el seguimiento y evaluación de la actividad del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros.

3) Decidir la aplicación de los rendimientos de los activos del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros, así como el producto de sus vencimientos o ventas.

4) Aprobar los Presupuestos de explotación y capital, así como aquellas actuaciones que deriven de lo establecido en la Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria.

5) Aprobar el informe cuatrimestral sobre la gestión del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros.

4. Actuará como secretario del Consejo, con voz pero sin voto, el titular de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

5. La Comisión Ejecutiva, que dependerá del Consejo Rector, será presidida por el Secretario de Estado de Economía y tendrá la composición que acuerde el Consejo Rector.

A la Comisión Ejecutiva le corresponderá las siguientes funciones:

1) Realizar las operaciones de adquisición, enajenación, disposición y gestión de los activos financieros del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros, de acuerdo con las directrices establecidas por el citado Consejo.

2) Elaborar la propuesta de los Presupuestos de explotación y capital.

3) Elaborar el informe cuatrimestral sobre la gestión del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros.

6. Al objeto de valorar las propuestas y demás decisiones que sean de su competencia, la Comisión Ejecutiva contará con el asesoramiento técnico que estime oportuno; y en particular, el del Banco de España y el de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

7. El régimen jurídico de actuación del Consejo Rector y de la Comisión Ejecutiva se ajustará a lo dispuesto en el capítulo II del título II de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común.

Artículo 4. Activos del Fondo

1. Para fomentar la financiación a empresas y particulares residentes en España, el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros invertirá en instrumentos financieros emitidos por entidades de crédito y Fondos de Titulización, respaldados por créditos concedidos a particulares, empresas y entidades no financieras.

2. Para la realización de sus operaciones, el Fondo convocará procedimientos de selección de activos o realizará adquisiciones de acuerdo con los mecanismos habituales en los mercados financieros.

3. Los instrumentos financieros en que invertirá el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros serán de máxima calidad y se determinarán por la Comisión Ejecutiva de acuerdo con los criterios que fije el Consejo Rector y atendiendo en todo caso a los principios de objetividad, seguridad, transparencia, eficiencia, rentabilidad y diversificación.

4. Las desinversiones que realice el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros se ajustarán a los mismos principios y criterios.

5. El Banco de España instrumentará las operaciones financieras del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros, y actuará como agente y banco depositario.

Artículo 5. Control de la Intervención General de la Administración del Estado

La Intervención General de la Administración del Estado controlará el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros a través de la auditoría pública, en los términos previstos en la Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria.

Artículo 6. Control parlamentario

El Ministerio de Economía y Hacienda remitirá a la Comisión de Economía del Congreso de los Diputados un informe cuatrimestral sobre la gestión del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros.

Disposición adicional primera. Actuaciones instrumentales

El Fondo para la Adquisición de Activos Financieros podrá realizar cuantas actuaciones instrumentales sean necesarias para el cumplimiento de sus funciones, pudiendo ostentar la condición de miembro de cualquier mercado o sistema multilateral de negociación.

Disposición adicional segunda. Régimen Fiscal

A efectos fiscales, el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros tendrá la misma consideración y tratamiento que el Estado.

Disposición final primera. Habilitación normativa

Se autoriza al Ministro de Economía y Hacienda para dictar las normas necesarias para la aplicación y desarrollo de lo previsto en este real decreto-ley.

Disposición final segunda. Habilitación de medios

Para la puesta en marcha y funcionamiento del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros se le dotará de cuantos medios materiales y personales sean necesarios.

Disposición final tercera. Vigencia del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros

El Consejo de Ministros, atendiendo a las circunstancias económicas y previo informe de la Comisión Delegada de Asuntos Económicos, podrá acordar la extinción y liquidación del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros.

Disposición final cuarta. Entrada en vigor

El presente real decreto-ley entrará en vigor el día siguiente al de su publicación en el «Boletín Oficial del Estado».

REAL DECRETO-LEY 7/2008, de 13 de octubre, de Medidas Urgentes en Materia Económico-Financiera en relación con el Plan de Acción Concertada de los Países de la Zona Euro (BOE de 14 de octubre de 2008)

Para hacer frente a los efectos de la crisis financiera internacional, los Gobiernos europeos, y en particular el Gobierno español, han venido adoptando un conjunto de medidas excepcionales. En concreto, el Consejo de Ministros de Economía y Finanzas de la Unión Europea del día 7 de octubre asumió el compromiso de adoptar todas las medidas que fueran necesarias para preservar la estabilidad del sistema financiero, y acordó las líneas generales de actuación coordinada entre los Estados Miembros. Dichas medidas deben ajustarse a los principios de intervención oportuna y limitada en el tiempo, protección de los intereses de los contribuyentes y respeto a las reglas del Mercado Interior europeo. El objetivo último de estas orientaciones es permitir que los flujos de crédito puedan llegar con normalidad a familias y empresas, de forma que las decisiones de consumo, ahorro e inversión puedan tener lugar en un entorno adecuado.

En este contexto, el Gobierno ha adoptado medidas encaminadas a impulsar la financiación a empresas y ciudadanos por parte de las entidades de crédito, uniendo, a las medidas previamente adoptadas, la aprobación el pasado 10 de octubre de un real decreto-ley por el que se aprueba la creación del Fondo de Adquisición de Activos Financieros y de un Real Decreto que refuerza la protección de los depositantes e inversores en nuestras entidades de crédito y Empresas de Servicios de Inversión.

La situación de los mercados en los últimos días y el riesgo que implica para la estabilidad del sistema financiero internacional, hacen necesaria una respuesta adicional, decidida y coordinada por parte de los gobiernos europeos.

Así, los Jefes de Estado y de Gobierno del área euro, en su reunión del pasado 12 de octubre, han insistido en la relevancia de abordar los persistentes problemas de financiación bancaria que se están observando y sus efectos sobre la economía real. En este sentido, han decidido, en línea con las conclusiones del Ecofin del 7 de octubre, comprometerse a actuar de forma coordinada con el Banco Central Europeo con los siguientes objetivos: asegurar condiciones de liquidez apropiadas para el funcionamiento de las instituciones financieras; facilitar acceso a financiación por parte de las instituciones financieras; establecer mecanismos que permitan, en su caso, proveer recursos de capital adicional a las entidades finan-

cias que aseguren el funcionamiento de la economía; asegurar que la normativa contable es suficientemente flexible para tomar en consideración las excepcionales circunstancias actuales de los mercados; y reforzar y mejorar los mecanismos de coordinación entre los países europeos.

Para atender a estos objetivos se ha acordado que los gobiernos faciliten por un período de tiempo limitado hasta el 31 de diciembre de 2009, directa o indirectamente y en condiciones de mercado, avales, seguros o instrumentos similares que permitan garantizar las nuevas emisiones de deuda bancaria a medio plazo. Además, los gobiernos se han comprometido a garantizar la liquidez de las instituciones financieras, a reforzar su estructura de capital allí donde sea necesario y a facilitar la financiación del sistema financiero en el medio plazo.

Este real decreto-ley aprueba el mecanismo que pone en marcha lo dispuesto en el acuerdo europeo precitado, teniendo en cuenta las circunstancias del sistema financiero español y las medidas ya aprobadas en esta dirección el pasado 10 de octubre.

En primer lugar, para reestablecer la confianza y el buen funcionamiento del mercado de financiación de las entidades de crédito, el presente real decreto-ley autoriza el otorgamiento de avales del Estado a las operaciones de financiación nuevas que realicen las entidades de crédito residentes en España. Para ello, se establece que durante el año 2008 se podrán conceder avales hasta un importe máximo de 100.000 millones de euros, considerándose incrementado en dicha cuantía el límite establecido en el artículo 54 de la Ley 51/2007, de 26 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2008; y en el proceso de tramitación en las Cortes Generales de la Ley de Presupuestos Generales del Estado para el año 2009, será necesario establecer un incremento del límite de avales que permita aplicar las medidas previstas en este real decreto-ley. Además, en segundo lugar, se autoriza con carácter excepcional la adquisición de títulos aptos para el reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito.

La urgencia de la aprobación de esta norma deriva de la situación de los mercados en los últimos días y el riesgo que implica para la estabilidad del sistema financiero internacional, que han hecho necesaria una respuesta adicional, decidida y

coordinada por parte de los gobiernos europeos, que debe trasladarse inmediatamente al ordenamiento jurídico español.

En virtud de la urgencia de la adopción de las medidas, para permitir su inmediata efectividad, haciendo uso de la autorización contenida en el artículo 86 de la Constitución española, a propuesta de la Vicepresidenta Primera del Gobierno y Ministra de la Presidencia, por suplencia del Vicepresidente Segundo del Gobierno y Ministro de Economía y Hacienda, y previa deliberación del Consejo de Ministros en su reunión extraordinaria del día 13 de octubre de 2008.

DISPONGO

Artículo 1. Autorización para el otorgamiento de avales a operaciones de financiación

1. El presente real decreto-ley tiene por objeto autorizar el otorgamiento de avales del Estado a las operaciones de financiación nuevas que realicen las entidades de crédito residentes en España a partir de la entrada en vigor de este real decreto-ley.

En el caso de filiales de entidades extranjeras se exigirá que desarrollen una actividad significativa en España.

2. A efectos del presente real decreto-ley, se entenderá por operaciones de financiación las emisiones de pagarés, bonos y obligaciones admitidas a negociación en mercados secundarios oficiales españoles.

El aval se podrá extender, en su caso, a otros instrumentos bancarios, tales como los depósitos interbancarios, en el marco de un esquema concertado y coordinado entre los gobiernos de la zona euro.

3. El plazo máximo de vencimiento de las operaciones a que se refiere el apartado anterior será de cinco años.

4. Para acceder al otorgamiento de los avales, las entidades de crédito deberán cumplir los requisitos que se establezcan por el Ministro de Economía y Hacienda, entre los cuales podrán incluirse aquellas condiciones especiales de solvencia que proponga el Banco de España.

5. El plazo de otorgamiento de avales finalizará el 31 de diciembre de 2009.

6. En el año 2008, se podrán conceder avales hasta un importe máximo de 100.000 millones de euros, considerándose incrementado en dicha cuantía el límite establecido en el artículo 54 de la Ley 51/2007, de 26 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2008.

7. Los avales se otorgarán por el Ministro de Economía y Hacienda de acuerdo con los requisitos establecidos en la Ley General Presupuestaria y devengará una comisión que refleje el riesgo que asuma el Estado en cada operación.

Artículo 2. Autorización para la adquisición de títulos para el reforzamiento de los recursos propios

1. Con carácter excepcional, y hasta el 31 de diciembre de 2009, se autoriza al Ministro de Economía y Hacienda, para la adquisición de títulos emitidos por las entidades de crédito residentes en España, que necesiten reforzar sus recursos propios y así lo soliciten, incluyendo participaciones preferentes y cuotas participativas.

2. Los títulos que adquiera el Estado en el contexto del presente real decreto-ley, no estarán sometidos a las limitaciones que la Ley establece para la computabilidad de los recursos propios.

3. Los acuerdos de adquisición se adoptarán previo informe del Banco de España.

Disposición final primera. Habilitación normativa

Se autoriza al Ministro de Economía y Hacienda para dictar las normas que resulten necesarias para la aplicación y desarrollo de lo previsto en este real decreto-ley.

Disposición final segunda. Entrada en vigor

El presente real decreto-ley entrará en vigor el mismo día de su publicación en el «Boletín Oficial del Estado».

COLABORADORES

CARBÓ VALVERDE, Santiago. Nacido en Gandía (Valencia) en 1966. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de Valencia. Doctor (PhD) *in Economics* y *Master in Banking and Finance* por la *University of Wales*, Bangor, (Reino Unido). Es catedrático de Universidad de Fundamentos del Análisis Económico en el Departamento de Teoría e Historia Económica de la Universidad de Granada. Fue director del Departamento de Teoría e Historia Económica entre 2004 y 2006, y decano de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Granada entre 2006 y 2008. Dirige el Gabinete de Análisis Financiero y el programa de investigación en sistema financiero de la Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS). Asimismo, es investigador y consultor del Banco de la Reserva Federal de Chicago. Ha sido y es asesor de instituciones públicas (Comisión Europea, Ministerio de Ciencia e Innovación, Ministerio de Trabajo, Institute of European Finance) y privadas (en entidades financieras como Caja Granada). Autor de más de 150 artículos y publicaciones sobre el sistema financiero. Ha publicado, entre otras, en las siguientes revistas: *Review of Finance*, *Journal of International Money and Finance*, *Journal of Banking and Finance*, *Journal of Financial Services Research*, *Regional Studies*, *Journal of Economics and Business*, *European Urban and Regional Studies*, *The Manchester School*, *Journal of Productivity Analysis*, *Annals of Regional Science*, *Applied Economics*, *European Financial Management*, *Public Money and Management*, *Spanish Economic Review*, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, *Applied Financial Economics*, *Investigaciones Económicas*, *Papeles de Economía Española*, *Perspectivas del Sistema Financiero*, *Revista de Economía Aplicada*, *Hacienda Pública Española-Revista de Economía Pública* y *Revue de la Banque*. Ha impartido conferencias y seminarios en foros internacionales (G-20, Banco Mundial, World Savings Banks Institute), en varios bancos centrales e instituciones regulatorias (Banco Central Europeo, Federal Reserve Board, Banco de España, Comisión Nacional de la Competencia), en varios bancos de la Reserva Federal de Estados Unidos, así como en varias universidades, donde también ha sido profesor visitante, entre las que destacan la New York University, Indiana University, Boston College, Florida State University, University of Alberta (Canadá), K.U. Leuven (Bélgica) y University of Warwick (Reino Unido).

DIEZ-CABALLERO, Arturo. Desempeña cometidos como experto senior en el departamento de operaciones del Banco Central Europeo (BCE) en Francfort, especializándose en implementación de la política monetaria y análisis de los mercados financieros. Antes de ingresar en el BCE en el año 2002 desarrolló toda su carrera profesional en el Banco de España en Madrid, donde trabajó desde 1991 en los departamentos de Organización, Estadística y finalmente Operaciones, en donde desempeñó durante cuatro años cometidos relacionados con el colateral y la liquidación de las operaciones de política monetaria. Es licenciado en Ciencias Empresariales por la Universidad Autónoma de Madrid.

LÓPEZ PASCUAL, Joaquín. Es profesor titular de Finanzas y Gestión Bancaria en el Colegio Universitario de Estudios Financieros (CUNEF), profesor titular de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad Rey Juan Carlos de Madrid. Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales, máster en Gestión Financiera y abogado por la Universidad Complutense de Madrid. En la actualidad es secretario general del Colegio Universitario de Estudios Financieros (CUNEF). Es autor de numerosos libros de investigación y manuales. También ha publicado en diversas revistas nacionales e internacionales como: *Journal of Derivatives & Hedge Funds*, *Spanish Journal of Finance and Accounting*, *Journal Information and Sciences*, *Cahier de Droit Fiscal International*, *Harvard Deusto*, *Información Comercial Española*, *Actualidad Financiera*, entre

otras. Ha impartido cursos y conferencias en escuelas de negocios, centros de formación de bancos y cajas de ahorros, así como en múltiples universidades españolas, nacionales e internacionales. Asimismo, colabora con las principales revistas y periódicos económicos especializados.

MANSILLA FERNÁNDEZ, José Manuel. Nacido en Almería en 1983. Licenciado en Economía y máster en «Economía y Organización de Empresas» desde 2007 por la Universidad de Granada, actualmente realiza la tesis doctoral. Sus líneas de investigación se centran en la organización industrial aplicada al sistema financiero y la financiación de empresas. Colabora como asistente técnico del Gabinete de Análisis Financiero de la Fundación de las Cajas de Ahorros.

MARQUÉS IBÁÑEZ, David. Desde febrero de 2008 es economista senior de la División de Investigación Financiera del Banco Central Europeo. Es también Visiting Research Fellow del Institute of European Finance (Reino Unido). Anteriormente fue economista de análisis de políticas, estadística e investigación en la Dirección de Política Monetaria de la misma institución, desde la introducción del euro. Es licenciado por la Universidad de Granada y la de Florencia, y master y doctor (PhD) por la University of Wales-Bangor, bajo la supervisión del profesor Philip Molyneux. En el Banco Central Europeo ha realizado y coordinado trabajos en diferentes aspectos de la estructura financiera de la zona euro, los vínculos entre estabilidad financiera y política monetaria, innovación financiera y desarrollo de indicadores para el seguimiento de las condiciones financieras en la zona euro. Sus principales áreas de interés en la actualidad se refieren al papel de las condiciones a las que se enfrentan las entidades financieras y al mecanismo de transmisión de la política monetaria, la titulización, las fusiones y adquisiciones, y las elecciones de financiación empresarial. Autor de más de 40 artículos en varias publicaciones, entre las cuales se encuentran revistas como *Journal of Financial Services Research*, *Journal of Economics and Business*, y de monografías.

NAVIA SIMÓN, Daniel. Es economista jefe de Escenarios Financieros en el Servicio de Estudios del BBVA desde septiembre de 2007. Anteriormente, trabajó como economista titulado del Banco de España desde 2002, desarrollando su actividad en análisis de economías emergentes y de Estados Unidos. Sus publicaciones científicas han tratado asuntos relacionados con la internacionalización de la banca, la estimación de tipos de cambio y los efectos de la inversión extranjera directa. Es licenciado en Economía por la Universidad Carlos III de Madrid y realizó estudios de postgrado en el Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMF).

NIETO CAROL, María Jesús. Es asesora del director general de Regulación del Banco de España desde diciembre 2000, y en este tiempo ha representado al Banco de España en grupos de trabajo del Comité de Supervisores de Basilea y el Center for European Policy Studies. Ha cooperado como *visiting scholar* con la Reserva Federal de Atlanta desde el año 2004; además es coautora de diversos artículos publicados en el *Journal of Banking and Finance*, *Journal of Financial Stability*, *European Financial Management* y *Journal of Banking Regulation*, entre otras. Ha desarrollado su carrera profesional en el Banco Central Europeo (1998-2000), Gabinete de la Presidencia del Gobierno – Departamento de Economía (1996-1998) y el Fondo Monetario Internacional (1991-1995), con quien ha trabajado de consultora en materia financiera en varias ocasiones desde entonces. María J. Nieto es inspectora del Banco de España y obtuvo un MBA (especialidad financiera) por la Universidad de California, Los Angeles (UCLA) y el doctorado por la Universidad Complutense de Madrid.

PÉREZ FERNÁNDEZ, José. Presidente de InterMoney. Es, asimismo, miembro del Grupo de Alto Nivel creado en el seno de la Unión Europea para la reforma de la supervisión bancaria. Su carrera profesional ha discurrido durante más de treinta años en el ámbito de las entidades financieras, primero en la banca central (Banco de España) y después en la banca privada (grupos BBV y BBVA). En ambos casos ha ejercido tareas de alta dirección, con responsabilidades en los campos del análisis e investigación económica, la política monetaria, el diseño, desarrollo y administración de infraestructuras de valores y sistemas de pagos y la supervisión, regulación y control de entidades bancarias. Es autor de numerosas publicaciones en estos ámbitos.

PEYDRÓ ALCALDE, José Luis. Economista del Banco Central Europeo. Trabaja en temas de intermediación financiera y política monetaria. Es licenciado en Economía por la UB. Consiguió el Premio Nacional de Fin de Carrera en Económicas en 1998. Tiene un máster en Economía por el CEMFI y un máster en Finanzas por INSEAD. Se doctoró en economía financiera en INSEAD en 2005. Es autor de publicaciones en revistas internacionales de prestigio en temas de sistema financiero, banca y política monetaria.

RAMÓN-BALLESTER, Francisco. Es consejero en la oficina de representación del Banco Central Europeo (BCE) ante el Fondo Monetario Internacional en Washington D.C. Anteriormente trabajó como economista senior en el departamento internacional del BCE en Francfort, especializándose en el análisis de economías emergentes y en temas de estabilidad financiera internacional. Antes de ingresar en el BCE en el año 2000, trabajó como economista en Oxford Economic Forecasting. Tiene un máster en economía internacional por el Instituto de Economía Mundial de Kiel (Alemania) y una doble licenciatura en economía y ciencias políticas por la Universidad de Georgetown, en Washington D.C.

RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, Francisco. Licenciado y doctor en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Granada, de la que es profesor contratado doctor de Análisis Económico. Realizó estudios de postgrado en las universidades de Módena y Bolonia (Italia). Ha sido investigador visitante en centros de investigación como la University of Wales-Bangor, University of Alberta-Edmonton y el Departamento de Investigación de la Reserva Federal de Chicago. Asimismo, es investigador para la Fundación de las Cajas de Ahorros, FUNCAS, y ha realizado proyectos de investigación competitivos en el marco del Ministerio de Ciencia e Innovación, la Consejería de Innovación y Ciencia de la Junta de Andalucía y para instituciones como la Comisión Europea. Cuenta con más de cincuenta publicaciones en numerosas revistas naciona-

les e internacionales sobre sistema financiero, sector bancario, competencia y crecimiento económico como, entre otras, *Review of Finance*, *Journal of Banking and Finance*, *Journal of Financial Services Research*, *Regional Studies*, *European Urban and Regional Studies*, *Journal of Economics and Business*, *Journal of International Financial Markets*, *Institutions and Money*, *Moneda y Crédito*, *Investigaciones Económicas*, *Revista de Economía Aplicada* y *Papeles de Economía Española*.

SUÁREZ, Javier. Es profesor del Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI) e investigador del Centre for Economic Policy Research (CEPR), el European Corporate Governance Institute (ECGI) y el Financial Markets Group de la London School of Economics (LSE). Se licenció en Ciencias Económicas en la Universidad Complutense de Madrid en 1991 y se doctoró en Economía en la Universidad Carlos III de Madrid en 1994. Tras una estancia postdoctoral en la Universidad de Harvard, trabajó como profesor en el Departamento de Economía de la London School of Economics. Se incorporó al CEMFI como profesor en 1996, adquiriendo la condición de profesor permanente en 2001. Dirige los cursos de verano de la Escuela de Economía y Finanzas del CEMFI desde 2005. Su investigación y docencia cubren principalmente las áreas de finanzas empresariales y economía bancaria, con especial énfasis en las aplicaciones de la teoría de contratos y en el análisis económico de la regulación bancaria, la financiación de la innovación y las empresas nacientes, y las implicaciones macroeconómicas de las imperfecciones financieras. Ha publicado en revistas internacionales de primer nivel en las áreas de economía y finanzas, incluidas *Journal of Political Economy*, *Journal of Finance*, *Review of Economic Studies*, *Journal of Economic Theory*, y *Review of Financial Studies*. Ha sido miembro del Consejo Editorial del *Investigaciones Económicas* y pertenece al Consejo Editorial del *Journal of the European Economic Association* y la *Review of Finance* (*Journal of the European Finance Association*). En 2006 ganó la quinta edición del Premio Fundación Banco Herrero para investigadores menores de cuarenta años por su excelencia en la investigación del conocimiento económico, empresarial y social.

ZAMORANO VALIÑA, Joaquín. Es profesor de Macroeconomía Superior en la Facultad de Económicas de la Universidad Complutense y economista del Servicio de Estudios del Banco de España. Es jefe de expertos de la Comunidad Europea para la Coordinación Macroeconómica de MERCOSUR. Es autor de dos libros y numerosos artículos. Ha impartido clases en escuelas de negocio, centros de formación de bancos y cajas, y en varias universidades, nacionales y extranjeras.

CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS

BANCAJA (Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante). Castellón.
BBK (Bilbao Bizkaia Kutxa). Bilbao.
CAJA INMACULADA (Caja de Ahorros de la Inmaculada de Aragón). Zaragoza.
CAIXA CATALUNYA (Caixa d'Estalvis de Catalunya). Barcelona.
CAIXA GALICIA (Caja de Ahorros de Galicia). La Coruña.
CAIXA GIRONA (Caixa d'Estalvis de Girona). Gerona.
CAIXA DE MANLLEU (Caixa d'Estalvis Comarcal de Manlleu). Manlleu (Barcelona).
CAIXA LAIETANA (Caixa d'Estalvis Laietana). Mataró (Barcelona).
CAIXA MANRESA (Caixa d'Estalvis de Manresa). Manresa (Barcelona).
CAIXA ONTINYENT (Caja de Ahorros y M.P. de Ontinyent). Ontinyent (Valencia).
CAIXA PENEDÈS (Caixa d'Estalvis del Penedès). Villafranca del Penedès (Barcelona).
CAIXA SABADELL (Caixa d'Estalvis de Sabadell). Sabadell (Barcelona).
CAIXA TARRAGONA (Caixa d'Estalvis de Tarragona). Tarragona.
CAIXA TERRASSA (Caixa d'Estalvis de Terrassa). Terrassa (Barcelona).
CAIXANOVA (Caja de Ahorros de Vigo, Ourense e Pontevedra). Vigo (Pontevedra).
CAJA CANARIAS (Caja General de Ahorros de Canarias). Santa Cruz de Tenerife.
CAJA CANTABRIA (Caja de Ahorros de Santander y Cantabria). Santander.
CAJA CÍRCULO DE BURGOS (Caja de Ahorros y M.P. del Círculo Católico de Obreros de Burgos). Burgos.
CAJA DE ÁVILA (Caja de Ahorros de Ávila). Ávila.
CAJA DE BADAJOZ (M.P. y Caja General de Ahorros de Badajoz). Badajoz.
CAJA DE BURGOS (Caja de Ahorros Municipal de Burgos). Burgos.
CAJA DE EXTREMADURA (Caja de Ahorros y M.P. de Extremadura). Cáceres.
CAJA DE GUADALAJARA (Caja de Ahorro Provincial de Guadalajara). Guadalajara.
CAJA DE JAÉN (Caja Provincial de Ahorros de Jaén). Jaén.
CAJA DUERO (Caja de Ahorros de Salamanca y Soria). Salamanca.
CAJA ESPAÑA (Caja España de Inversiones, C.A. y M.P.). León.
CAJA GRANADA (Caja General de Ahorros de Granada). Granada.
CAJA MADRID (Caja de Ahorros y M. P. de Madrid). Madrid.
CAJA MURCIA (Caja de Ahorros de Murcia). Murcia.
CAJA NAVARRA (Caja de Ahorros y M.P. de Navarra). Pamplona.
CAJA RIOJA (Caja de Ahorros de La Rioja). Logroño.
CAJA SEGOVIA (Caja de Ahorros y M.P. de Segovia). Segovia.
CAJASOL (M.P. y Caja de Ahorros de San Fernando de Huelva, Jerez y Sevilla). Sevilla.
CAJASTUR (Caja de Ahorros de Asturias). Oviedo.
CAJASUR (Caja de Ahorros y M.P. de Córdoba). Córdoba.
CAM (Caja de Ahorros del Mediterráneo). Alicante.
CCM-CAJA CASTILLA LA MANCHA (Caja de Ahorros de Castilla La Mancha). Cuenca.
COLONYA CAIXA POLLENÇA (Caja de Ahorros de Pollença). Pollença (Islas Baleares).
IBERCAJA (Caja de Ahorros y M.P. de Zaragoza, Aragón y Rioja). Zaragoza.
KUTXA (Caja de Ahorros y M.P. de Gipuzkoa y San Sebastián). San Sebastián.
LA CAIXA (Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona). Barcelona.
LA CAJA DE CANARIAS (Caja Insular de Ahorros de Canarias). Las Palmas de Gran Canaria.
SA NOSTRA (Caja de Ahorros y M.P. de las Baleares). Mallorca.
UNICAJA (M.P. y Caja de Ahorros de Ronda, Cádiz, Almería, Málaga y Antequera). Málaga.
VITAL KUTXA (Caja de Ahorros de Vitoria y Álava). Vitoria.

PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Últimos números publicados:

PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

- N.º 118. Inversión pública territorializada
N.º 119. La educación en España

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

- N.º 93. Seguros y fiscalidad
N.º 94. Armonización bancaria

PANORAMA SOCIAL

- N.º 7. Las claves de la sanidad futura: Investigación y gestión
N.º 8. Inmigrantes en España: Participación y convivencia

ECONOMÍA DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS

- N.º 22. Galicia y Norte de Portugal. Claves económicas de una eurorregión

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

- N.º 207. Crisis financiera, crisis real
N.º 208. Crisis económica. Una perspectiva regional

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

EN INTERNET: <http://www.funcas.es/>

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Caballero de Gracia, 28. 28013 Madrid. Teléf. 91 596 54 81
suscrip@funcas.es

AÑO 2009

Deseo suscribirme a:

	Euros
<input type="checkbox"/> <i>Papeles de Economía Española</i>	55,00
Números sueltos	17,00
<input type="checkbox"/> <i>Perspectivas del Sistema Financiero</i>	48,00
Números sueltos	17,00
<input type="checkbox"/> <i>Cuadernos de Información Económica</i>	66,00
Números sueltos	13,00
<input type="checkbox"/> <i>Panorama Social</i> (dos números)	25,00
Números sueltos	15,00
<input type="checkbox"/> <i>Estudios de la Fundación</i> (un ejemplar)	13,00

(más gastos de envío)

El pago lo efectuaré:

- Contra reembolso del primer envío Giro postal núm. Cheque bancario

Nombre o razón social

Profesión, actividad o departamento


Domicilio Teléfono

Ciudad C.P. Provincia o país

Fecha Correo electrónico

- Domiciliación bancaria

Muy Sres. míos: Ruego carguen hasta nuevo aviso los recibos que les presentará
LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS a mi nombre
en la siguiente Cuenta Corriente o Libreta de ahorros:

Firma o sello 

Entidad	Oficina	DC	Núm. de Cuenta
<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>

Para mayor rapidez envíe su pedido por FAX: 91 596 57 96

LA GESTIÓN DE LOS PROBLEMAS DE CONFIANZA EN TIEMPOS DE CRISIS SISTÉMICA

Javier Suárez

En este artículo se pasa revista a los orígenes de la crisis, a los varios círculos viciosos generados por los déficits de transparencia, confianza, liquidez y solvencia que la caracterizan, al consiguiente colapso de los mercados monetarios, a las principales políticas puestas en marcha a lo largo de la crisis y a las razones que hacían conveniente adoptar el aseguramiento de pasivos bancarios como medida temporal de emergencia destinada a restaurar el funcionamiento de los mercados monetarios.

El artículo pasa revista a los orígenes de la crisis financiera desatada en el verano de 2007 y a los círculos viciosos que condujeron al colapso de los mercados monetarios y al estrangulamiento crediticio de la economía. También se han repasado las principales políticas puestas en marcha a lo largo de la crisis y las razones que hacen justificable que se adoptara el otorgamiento de avales públicos a las emisiones de deuda de los bancos, como medida temporal de emergencia destinada a restaurar el funcionamiento de los mercados monetarios.

Se argumenta que el otorgamiento de avales públicos a la financiación bancaria en tiempos de crisis sistémica es condición necesaria, aunque no suficiente, para la resolución de una crisis como la actual. La medida no es una solución a los problemas de solvencia o escasez de recursos propios de la banca, donde los hubiera, pero facilita la refinanciación de las entidades, dota de estabilidad al sistema financiero y reduce el riesgo de un estrangulamiento crediticio del conjunto de la economía en el lapso de tiempo necesario para que las entidades y sus supervisores efectúen los ajustes necesarios para restablecer la normalidad. En concreto, para que las medidas adoptadas a principios de octubre de 2008 vayan más allá de reducir temporalmente los síntomas y algunas de las consecuencias de los problemas subyacentes, deben complementarse con una redoblada labor de supervisión, en todos los países afectados, que acelere la detección de los bancos con problemas e impulse los cierres, fusiones, adquisiciones y recapitalizaciones necesarios para que el mercado recupere su confianza en el conjunto del sistema bancario.

REFLEXIONES SOBRE LA CRISIS FINANCIERA Y SUS REMEDIOS

José Pérez

Los indicadores más recientes muestran la innegable complejidad e intensidad de la presente crisis, y la incertidumbre se cierne ahora sobre cuál puede ser su duración y cuál su capacidad destructora del tejido económico y social. Ello estará condicionado por la eficacia de las actuaciones públicas dirigidas a combatir su extensión.

En el desencadenamiento de esta crisis destacan por su incidencia la elevada importancia de la construcción residencial en un buen número de países, entre ellos España, desajustes muy severos entre la oferta y la demanda de energía y materias primas y, desde luego, notables desequilibrios financieros. A lo largo de seis meses, han ido aflorando excesos de capacidad productiva en bienes duraderos de consumo y en otros sectores de producción de bienes de capital y productos intermedios. En qué medida estos excedentes proceden de las distorsiones de un período de prodigalidades del consumo que estimuló ampliaciones insostenibles de capacidad productiva,

o hasta qué punto son el resultado de plétores de inversión inducidas por su bajo coste, es algo difícil de desentrañar, sin que quepa en ningún caso duda de que serán precisos ajustes de precios, producción y gasto muy importantes. Hay elementos por encima de todos ellos que hacen que esta crisis sea muy turbulenta y que amenazan con convertirla en destructora. Entre ellos descuellarán los excesos de endeudamiento privado acumulados en todo el mundo durante la fase de expansión, y que fueron construidos sobre la base de expectativas excesivamente optimistas, costes desmesuradamente bajos de los fondos prestables y escasa aversión al riesgo. Asimismo, destaca la gran importancia adquirida por unos mercados de valores estrechamente conectados a escala global, con un peso muy significativo en los esquemas de financiación. Como resultado, vivimos con el peligro de que estos cambios de ánimo desencadenen procesos desordenados de reducción del endeudamiento, deflación de activos, atasco de los mercados de crédito, quiebra de entidades y fractura de la confianza. En relación con esto último, conviene recordar que crédito es sinónimo de confianza, y sin ambos no es posible el desenvolvimiento económico y la cohesión social. Es en la fragilidad de este binomio donde residen los grandes peligros y las amenazas más graves que deben enfrentar banqueros centrales, supervisores financieros y, desde luego, los políticos, tanto en los gobiernos como en las oposiciones parlamentarias.

Los políticos y supervisores españoles han hecho algo muy bueno para atemperar los efectos de la recesión: guardar en el granero para cuando vinieran mal dadas. Y ello en dos vertientes: una, las cuentas públicas —con manejo contracíclico de su saldo—, y otra, la solvencia bancaria —exigencias rigurosas de capital, vigilancia cuidadosa de los riesgos y creación de reservas bancarias anticíclicas—. Ello nos permite contar con un sistema bancario más resistente (aun cuando no a prueba de bombas) y disponer de un colchón de endeudamiento público para aplicar en dos líneas:

a) Políticas presupuestarias para atemperar los efectos depresivos del reajuste de gasto privado y para mitigar los efectos sociales del desempleo.

b) Profundizar en las políticas financieras de compra de activos y avales que se están ya desarrollando, que permitan ordenar en el tiempo los efectos de un desapalancamiento financiero brusco y desordenado del conjunto de la economía, con los efectos subsiguientes sobre el crédito, la actividad económica y la confianza de los ciudadanos antes reseñados. En relación con las cuentas públicas, conviene subrayar que la evaluación del margen disponible hay que hacerla en términos de endeudamiento neto (y de riqueza pública), y no de saldo corriente de las liquidaciones presupuestarias.

MARCO INSTITUCIONAL DE LA ESTABILIDAD FINANCIERA EN EUROPA

María Jesús Nieto Carol

La creciente integración de los mercados financieros y, en particular, la importancia cada vez mayor de la actividad bancaria transfronteriza en la Unión Europea, además de resultar en un mayor crecimiento económico, lleva aparejada una mayor propensión al contagio de crisis financieras y riesgo sistémico de ámbito regional o paneuropeo. Los responsables de política económica de la Unión Europea han promovido, desde el año 2004, reformas encaminadas a adoptar una perspectiva europea en el enfoque de la regulación existente sobre estabilidad financiera, que está caracterizada por su marcado carácter nacional.

En este sentido, las iniciativas puestas en marcha por los ministros de finanzas en el ámbito del ECOFIN incluyen la amplia definición de riesgo sistémico, el mandato europeo de la supervisión y la reducción de las asimetrías de información entre los reguladores res-

pensables de la estabilidad financiera. Todas estas iniciativas permiten una mayor internalización por parte de todos los estados miembros de potenciales externalidades negativas de la actividad de los reguladores responsables de la gestión de la estabilidad financiera. Sin duda, son pasos en la dirección correcta; sin embargo, se echa de menos más ambición en el reconocimiento pleno por parte de los responsables de la política económica y de los reguladores nacionales de la necesidad de internalizar plenamente dichas potenciales externalidades negativas que pueden resultar de sus acciones en materia de estabilidad financiera. Esta falta de ambición no ha sido antes tan obvia como en las presentes circunstancias.

Todo ello sólo será posible con liderazgo político, el único capaz de tomar decisiones sobre los ámbitos de soberanía nacional. En el momento de terminar este artículo, la crisis financiera y su gestión por parte de las autoridades norteamericanas y europeas resaltan la importancia de un diseño de la regulación financiera y del marco institucional de la estabilidad financiera que ofrezca los incentivos adecuados para la cooperación.

EL MARCO INSTITUCIONAL DE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS DE LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA ANTE LAS DIFICULTADES FINANCIERAS ACTUALES

Joaquín Zamorano Valiña y Joaquín López Pascual

Este trabajo describe las dificultades que presenta el actual marco institucional de la Unión Monetaria Europea (UME), caracterizado por una política monetaria única y muchas políticas fiscales. Confiamos que sirva de reflexión para todos aquellos países que se vean inmersos en procesos de integración monetaria y financiera que asimilen países sin que las condiciones económicas reales lo aconsejen. Mientras que las estructuras de oferta de los países respectivos continúan siendo muy diferentes, la incorporación de nuevos miembros contribuye a que esas diferencias sean aún mayores. Como consecuencia, los mecanismos de transmisión de la política monetaria no son muy elevados, lo que dificulta la consecución de sus objetivos.

En estas circunstancias, la aparición de las actuales dificultades financieras no hace sino aumentar las dificultades, pues supone, por una parte, cuestionar los propios objetivos de las estrategias monetarias llevadas a cabo por el Banco Central Europeo (estabilidad de la inflación subyacente de los bienes de consumo finales, frente a otros objetivos, como actividad económica, precios de activos financieros o reales), y por otra, incitar a las autoridades nacionales a utilizar la política fiscal como forma de estabilizar la economía, con el riesgo de mermar la disciplina fiscal y romper las cláusulas de deuda/PIB existentes.

Por consiguiente, es tiempo de una reforma importante de este marco institucional para que la integración monetaria y financiera pueda continuar.

INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA PARA LA GESTIÓN DE LA LIQUIDEZ. MARCO CONCEPTUAL

GABINETE DE ANÁLISIS FINANCIERO de FUNCAS

La liquidez es un concepto que abarca diferentes acepciones. En este artículo, en cualquier caso, se refiere a dos acepciones de liquidez relacionadas desde la perspectiva de las entidades financieras y determinantes en el contexto de la crisis financiera global, como son la liquidez de mercado (*market liquidity*), que mide la capacidad de una entidad financiera para generar o deshacer posiciones en una determinada situación de mercado, y la liquidez para financiación (*funding liquidity*), que recoge la capacidad de una entidad financie-

ra para generar en todo momento los recursos necesarios para hacer frente a sus obligaciones e inversiones en un tiempo y coste razonables. Estos conceptos están estrechamente ligados a la actividad financiera de las entidades de depósito y a los instrumentos y tipos de interés con que cuenta la política monetaria a tal efecto.

El análisis de la evolución de estos instrumentos de liquidez, que en este artículo abarca hasta principios de 2009, muestra cómo su papel se hizo patente desde el comienzo de la crisis hipotecaria, sobre todo en lo que a las operaciones de mercado abierto se refiere. Sin embargo, las principales actuaciones se produjeron en septiembre y octubre de 2008, debido en gran parte al recrudecimiento de la crisis tras la quiebra de algunos bancos de dimensión internacional y el posterior rescate de algunos de ellos. Desde estos meses no sólo las operaciones de mercado abierto, sino también las facilidades permanentes de crédito, se emplearon de forma aún más intensa, con el objetivo de «sustituir al mercado» de liquidez (interbancario y de titulización, principalmente). Un análisis de la coyuntura que sigue a estas intervenciones del Banco Central Europeo, en muchos casos coordinadas con otras autoridades monetarias internacionales, sugiere que este objetivo de provisión de recursos y de sustitución del mercado parece haberse conseguido, dejando incluso el problema de liquidez, al menos a corto plazo, en un segundo plano. En todo caso, algunos análisis recientes han mantenido un planteamiento crítico que va más allá de estas actuaciones de las autoridades monetarias, y que sugiere que los tipos de interés de referencia se han mantenido, al menos en Europa, algo elevados durante demasiado tiempo. Del mismo modo, será necesario evaluar en qué medida el problema de liquidez da paso a un problema de deflación, en el que la emisión de dinero en circulación puede convertirse en el principal instrumento de acción de los bancos centrales en los próximos meses.

LA GESTIÓN DE LIQUIDEZ DEL BANCO CENTRAL EUROPEO DURANTE LA TURBULENCIA FINANCIERA: EXPERIENCIA Y RETOS DE CARA AL FUTURO

Arturo Díez-Caballero y Francisco Ramón-Ballester

Las turbulencias que se vienen registrando en los mercados financieros desde agosto de 2007 han supuesto un serio examen para el marco operativo en el que se desarrolla la gestión de liquidez de los bancos centrales. La implementación de la política monetaria mediante la utilización de los instrumentos tradicionales para controlar los tipos de interés a corto plazo —las operaciones de mercado abierto y las facilidades permanentes de crédito y depósito— se ha visto dificultada por la menor predecibilidad de la demanda de liquidez. El clima de desconfianza creciente se ha traducido en un incremento de la inseguridad en cuanto al grado de exposición eventual de las entidades al riesgo de contrapartida, resultando en una importante reducción en las líneas de crédito con otras entidades, y llegándose, en el punto álgido de la incertidumbre, a la virtual paralización de la actividad interbancaria. Las tensiones en los mercados interbancarios, a su vez, han contribuido a afectar parcialmente a la efectividad del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Estos acontecimientos han precipitado la intervención de los bancos centrales en distintos mercados para intentar suavizar los impedimentos al normal funcionamiento de los mercados monetarios en general.

El presente artículo pretende analizar el modo en que se ha llevado a cabo la gestión de liquidez del Banco Central Europeo (BCE) durante el episodio reciente de turbulencia financiera. El período comprendido para el análisis va de agosto de 2007 a enero de 2009. Los resultados de la investigación sugieren que las acciones emprendidas en este ámbito, tanto a nivel del Eurosistema como en intervenciones coordinadas con otros bancos centrales, permitieron al BCE seguir ejerciendo una influencia notable en los tipos de interés

a corto plazo en el mercado monetario, preservando así la orientación de la política monetaria. Al mismo tiempo, se garantizó que las entidades de crédito pudieran disponer de liquidez en todo momento. La flexibilidad del marco operativo del BCE respecto a la gestión de liquidez (en cuanto a política de activos de garantía, entidades de contrapartida y variedad de instrumentos disponibles) y la reforzada cooperación a escala internacional han sido determinantes en la consecución de estos objetivos. Dichas iniciativas, junto con las medidas anunciadas por los distintos gobiernos europeos para restablecer la confianza en el sector bancario, han contribuido a aliviar parcialmente las tensiones en los mercados monetarios y a mantener la estabilidad financiera en la zona euro. Sin embargo, la importante actuación del BCE en los mercados se ha visto acompañada por la necesidad final de adoptar medidas excepcionales y, por ende, temporales en el marco operativo de la gestión de liquidez. El resultado principal de estas medidas es que el banco central ha pasado a asumir el papel principal de intermediación financiera en el mercado monetario que normalmente correspondería a las entidades crediticias en un período de ausencia de turbulencias en los mercados.

El mayor grado de implicación del BCE en la intermediación financiera presenta una serie de retos tanto para el banco central, en particular, como para el Eurosistema, en general. A corto plazo, una dependencia excesiva y prolongada en el tiempo de la liquidez del banco central por parte de las entidades de crédito podría contribuir a desincentivar o retrasar la recuperación de la actividad normal de los mercados. En caso de mantenerse, esta dinámica se podría ver acompañada por un incremento en la toma de riesgo financiero, por parte del Eurosistema, relacionado con la evolución de los activos de garantía que respaldan el mayor volumen y la mayor duración media de las operaciones de mercado abierto desde agosto de 2007. Por otra parte, la política de gestión de liquidez no puede ni debe restablecer el eficiente funcionamiento de los mercados por sí misma. Si bien las primas de riesgo en el segmento de tipos de interés a más largo plazo del mercado han bajado notablemente desde octubre de 2008 hasta la fecha de cierre de este artículo en enero de 2009, el hecho de que éstas se mantengan en niveles históricamente elevados demuestra que una provisión anticipada de liquidez o la posibilidad de acceso total a ésta no elimina completamente los riesgos de contrapartida entre las entidades crediticias. Por ello, la implantación total de las medidas anunciadas por algunos gobiernos de la zona euro para el sistema bancario aparece como factor clave para recuperar la confianza, en particular por lo que respecta a las garantías públicas en la emisión de deuda bancaria y los planes para recapitalizar las entidades de crédito.

A medio plazo, es evidente que la intervención directa del banco central en la intermediación del crédito no es compatible con los principios básicos de una economía de mercado. Sin perjuicio de esta idea, la medida en que casaría un mayor activismo de los bancos centrales en el segmento de operaciones a plazo no es tan obvia. Asimismo, la comunidad de bancos centrales debe considerar si las medidas coordinadas que se han adoptado para mejorar la distribución de liquidez a escala global en tiempos de turbulencias (fundamentalmente, la provisión de liquidez en moneda extranjera a las entidades domésticas) deben tener continuidad en tiempos menos turbulentos, aunque sea como salvaguarda de emergencia.

Por último, aunque las acciones de los bancos centrales en distintos ámbitos (incluida la gestión de liquidez) han contribuido a aliviar las turbulencias financieras desde agosto de 2007, la solución a la crisis de confianza que nos ocupa trasciende el ámbito inmediato de la banca central. El diagnóstico del origen de las turbulencias financieras excede el enfoque de este artículo, pero los fallos en supervisión, regulación, infraestructura y transparencia financiera, tanto a nivel estrictamente nacional como a escala global, han sido plenamente identificados en el marco de las reuniones del Grupo de los veinte países industrializados y emergentes. Este grupo, en colabo-

ración con otras instituciones, como el Foro de Estabilidad Financiera y el Fondo Monetario Internacional, está discutiendo por ello una serie de iniciativas coordinadas para dar una respuesta completa a la crisis. Dichas medidas están contempladas en cuatro campos de acción concreta que abarcan desde el tratamiento que se dará a los activos por parte de las entidades de crédito desde un punto contable, pasando por la revisión del papel de las agencias de calificación crediticia y de los mercados de derivados en la infraestructura financiera, hasta la reforma de la arquitectura financiera internacional y los grupos de supervisión bancaria que velarán de manera conjunta por la salud de las entidades de crédito sistémicamente importantes. La total implantación, de una manera coordinada, de las iniciativas concretas que puedan surgir de estos foros será fundamental para contribuir a normalizar el funcionamiento de los mercados a escala global.

LA RESERVA FEDERAL Y LOS NUEVOS SISTEMAS DE GENERACIÓN DE LIQUIDEZ EN ESTADOS UNIDOS

Santiago Carbó Valverde, José Manuel Mansilla Fernández y Francisco Rodríguez Fernández

Recientemente, los mercados de liquidez se han enfrentado a desequilibrios de consideración ante la crisis financiera. El principal problema ha surgido cuando un solo lado del mercado, el de los demandantes, se ha encontrado «congestionado» y los problemas de confianza y escasez de oferta (de liquidez) han desanimado a inversores y ahorradores a dar profundidad a estos mercados. Durante gran parte de la crisis financiera de 2007-2008, las tensiones de liquidez se convirtieron en una de las manifestaciones más preocupantes de la incertidumbre que ha afectado a los mercados interbancarios y de bonos. En Estados Unidos, donde estos mercados han contado tradicionalmente con una elevada profundidad al servicios de operadores bancarios y no bancarios, la Reserva Federal ha tratado de paliar estos efectos mediante la intensificación de los mecanismos de provisión de liquidez con los que tradicionalmente ha contado en la instrumentación de la política monetaria, así como con nuevos mecanismos de generación de liquidez a la medida de la dimensión de las tensiones y restricciones que la crisis ha impuesto.

La Reserva Federal ha desarrollado un conjunto de nuevas facilidades de liquidez entre las que han destacado los *Term Auction Facilities* (facilidades de subastas de liquidez a plazo), *Term Securities Lending Facilities* (facilidades de préstamos de valores a plazo), *Primary Dealer Credit Facility* (facilidad de crédito para operadores primarios). Estos nuevos instrumentos se han desarrollado desde diciembre de 2007 y se han empleado con especial intensidad desde junio de 2008. En este artículo se han analizado los diferentes instrumentos (tradicionales y recientemente incorporados) de liquidez de la Reserva Federal en el contexto de la actual crisis.

Aun cuando puede ser aún pronto para evaluar la repercusión de estas facilidades de liquidez, se pueden extraer, con carácter general, tres conclusiones:

1. Los instrumentos que ha arbitrado la Reserva Federal han permitido, en gran medida, «sustituir» al mercado, inyectando recursos de liquidez en la medida en que la incertidumbre ha estrangulado la negociación en mercados secundarios y de bonos.
2. Estos instrumentos de la autoridad monetaria han permitido salvar situaciones de elevada complejidad y estrés financiero.
3. Los problemas de liquidez, y las soluciones desarrolladas, se han extendido desde los mercados interbancarios hasta títulos que tradicionalmente han contado con elevada seguridad, garantías y profundidad, como los fondos de inversión del mercado monetario.

LA GESTIÓN DE LA LIQUIDEZ DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS: UNA PERSPECTIVA TRAS LA CRISIS DE 2008

Daniel Navia Simón

La transmisión de la liquidez es, junto con la evaluación de riesgos, una de las funciones primordiales de un sector financiero eficaz, y se encuentra en el origen de las instituciones bancarias modernas. El sistema bancario se convierte en intermediario preferente entre las decisiones de inversión de los agentes con excedentes de liquidez y quienes demandan fondos. Esta función incluye, por tanto, la coordinación entre agentes ahorradores e inversores. La complejidad de la multitud de decisiones no coordinadas resultantes en sistemas financieros tan desarrollados como los actuales genera multitud de interrelaciones que implican intercambios de liquidez, y que, en gran medida, son gestionadas por los sistemas bancarios. Esta complejidad presenta riesgos, pero también permite que los bancos actúen como transformadores de plazos, siendo tomadores de liquidez a plazos más cortos que aquellos a los que prestan los fondos obtenidos. La capacidad de los bancos descansa sobre la diversificación de riesgos individuales de liquidez. Por tanto, cierto riesgo de liquidez es inherente a la actividad bancaria.

La crisis financiera ha puesto de manifiesto que los riesgos de liquidez y relacionados son más agudos de lo que muchas entidades habían estimado. Aunque aún es pronto para extraer conclusiones definitivas, es posible realizar un análisis preliminar de las implicaciones de este hecho, tanto desde la perspectiva de la gestión privada como desde la referida a las modalidades de regulación y actuación en los mercados que se presentan como más efectivas para evitar sucesos similares de forma eficiente. El objetivo es lograr una gestión más segura y sostenible de la liquidez, sin perder en este proceso la contribución positiva que los avances logrados en cuanto a la gestión de la liquidez han logrado.

El artículo concluye con las principales lecciones que pueden extraerse tanto para la gestión individual de la liquidez como para su regulación y supervisión. Las conclusiones más relevantes serían:

- 1) Es necesario integrar la gestión de liquidez en las decisiones estratégicas de las instituciones financieras.
- 2) Adoptar modelos de gestión de liquidez más diversificados.
- 3) La regulación de la liquidez a escala de entidad ganará importancia, con requisitos de transparencia más exigentes.

4) Los riesgos de liquidez son sistémicos y están correlacionados, lo que justifica un mayor papel del sector público.

BANCOS, CRÉDITO Y MECANISMO DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA: NUEVAS PERSPECTIVAS

**Santiago Carbó Valverde, David Marqués Ibáñez y
José Luis Peydró Alcalde**

Una de las cuestiones que más atención ha suscitado recientemente entre los economistas y los responsables de política económica es el impacto de las restricciones que afrontan los mercados crediticios en el contexto de la crisis financiera y, en definitiva, en la provisión del crédito y la actividad económica en su conjunto. En particular, las implicaciones de la crisis y las tensiones de liquidez han vuelto a poner sobre el escenario político y en el punto de mira de la investigación económica el papel de los bancos en el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

En este artículo se analizan las aportaciones de los principales estudios recientes respecto al canal tradicional de la política monetaria. El análisis del denominado «canal estrecho del crédito» o «canal tradicional del crédito bancario» se centra en las fricciones financieras consecuencia de las asimetrías de información derivadas de la situación financiera de los bancos. Este canal tradicional del crédito bancario supone que un endurecimiento de la política monetaria tiene como consecuencia una disminución de los recursos de liquidez (fundamentalmente depósitos), que a su vez conduce a los bancos a disminuir el crédito como consecuencia del empobrecimiento de sus fuentes de financiación.

La conclusión que puede extraerse de este artículo es que la crisis que recientemente está afectando a los mercados de crédito ha subrayado que las fricciones en los mercados bancarios juegan potencialmente un papel esencial en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Los estudios más recientes destacan el papel de la solvencia de las entidades bancarias y de la innovación financiera en la financiación bancaria, y señalan a los mercados de titulización como principales determinantes del mecanismo de transmisión de la política monetaria a través del crédito bancario. Alguna evidencia empírica reciente demuestra incluso que la política monetaria puede tener un impacto sobre los incentivos de los bancos a la asunción de riesgos, que podría, a su vez, producir un impacto significativo en la oferta de crédito bancario. La mayor parte de estos estudios empíricos se iniciaron antes de la reciente agitación de los mercados de crédito, y aún hoy se sigue intentando comprender cómo estos resultados se verían afectados por las secuelas de la problemática actual en los mercados de crédito.

El sistema financiero español vive hoy una situación de cambio. Su proceso de modernización y reforma ha dado origen a nuevas instituciones y a la alteración en su funcionamiento de muchas de las ya existentes.

Facilitar un conocimiento mejor del sistema financiero español en la actualidad constituye el propósito de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO.

Con tal finalidad, PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO trata de facilitar a sus lectores una contemplación de nuestra actual realidad financiera, analizando las principales instituciones que la integran, así como su operativa y funcionamiento. Este estudio de las instituciones del sistema financiero español se complementará con la valoración de sus principales problemas, que trataremos de obtener de quienes conocen o dirigen diariamente sus actividades.

Aspiramos a que estas tareas se realicen en el marco de los principios que presiden la actuación de la Fundación de las Cajas de Ahorros.

- ➔ Plena libertad intelectual de nuestros colaboradores.
- ➔ La responsabilidad de las opiniones emitidas y el respaldo riguroso de las afirmaciones realizadas para avalar adecuadamente tanto los planteamientos como las soluciones a los problemas estudiados.
- ➔ El compromiso de las opiniones con los problemas planteados por el sistema financiero español.
- ➔ La búsqueda y la defensa de los intereses generales en los temas objeto de tratamiento.
- ➔ La colaboración y sugerencias críticas de los lectores para que nuestras PERSPECTIVAS logren el propósito que con ellas pretendemos.

Pedidos e información:

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Caballero de Gracia, 28

28013 Madrid

Teléfono: 91 596 54 81

Fax: 91 596 57 96

suscrip@funcas.es

www.funcas.es

P.V.P.: 17€ (IVA incluido)

ISSN 8411329564



9 1778411 329560