

Crisis 'subprime' y soberana: el papel del BCE

José Manuel González-Páramo

Como es notorio, durante el quinquenio que arranca con el comienzo de la crisis *subprime*, en agosto de 2007, el Banco Central Europeo (BCE) ha transformado radicalmente su papel. Ya no es solo una institución de la que se esperan modificaciones en los tipos de interés. Desde el inicio de la crisis financiera, el BCE ha adoptado una serie de nuevas medidas de política monetaria convencionales y no convencionales para hacer frente al deterioro de las expectativas de crecimiento de la economía y a las potenciales consecuencias negativas derivadas, primero, de la crisis financiera iniciada en Estados Unidos, y, posteriormente, de la intensificación de la llamada "crisis de la deuda soberana". Más recientemente, el BCE ha sido puesto por los acontecimientos en una situación de protagonismo no deseado, al manifestar su presidente, Mario Draghi, la disposición del Banco para hacer lo necesario para salvaguardar la estabilidad del euro, algo que cae de lleno en toda la extensión de su mandato.

¿Cuál es el sentido de estas nuevas medidas y cómo encajan con los principios generales y los objetivos de la política monetaria del BCE? ¿Cómo se incardinan en el marco de la reconstrucción institucional del euro? En este

José Manuel González-Páramo, exmiembro del Comité Ejecutivo y Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo, es catedrático de Economía de la Universidad Complutense de Madrid.

El Banco Central Europeo ya no es una institución de la que se espera solo que regule los tipos de interés, sino también que adopte medidas no convencionales para hacer frente a la crisis de la deuda soberana, adquiriendo un protagonismo no deseado.

trabajo mi aspiración es doble: primero, trataré de ayudar a clarificar estas cuestiones; en segundo lugar, aportaré una reflexión sobre los retos que plantea a la política monetaria la actual crisis.

Objetivos de la política monetaria

La política monetaria del BCE tiene un objetivo que prevalece sobre todos los demás: la estabilidad de los precios. Es el objetivo que los gobiernos de la eurozona delegaron en el BCE y que se consagra en el tratado de la Unión Europea.

Desde el primero de enero de 1999 hasta hoy el BCE ha logrado una tasa media de inflación de alrededor del dos por cien. Hay que destacar que el período referido incluye la crisis financiera iniciada en el verano de 2007 y fases de crecimiento atípico de los precios del petróleo y las materias primas. A pesar de las dificultades de estos tiempos, este logro es sobresaliente y supera al de cualquiera de los predecesores nacionales del BCE. La estabilidad de todos los indicadores de expectativas de inflación a medio plazo prueban el éxito del euro como moneda, pero también el del BCE como su banco central.

La consecución de la estabilidad de precios exige con carácter previo la existencia de un mecanismo de transmisión de la política monetaria que sea

fluido y eficaz. Cuando éste funciona las decisiones sobre el tipo de interés oficial afectan a la inflación y a la actividad económica por distintas vías, a través de los bancos y de otros intermediarios, en línea con las regularidades empíricas conocidas.

La crisis financiera ha distorsionado severamente el funcionamiento normal del mecanismo de transmisión de la política monetaria. El objetivo primordial de las medidas no convencionales del BCE ha sido precisamente el de reparar y salvaguardar el funcionamiento de este mecanismo de transmisión para así proteger la efectividad de la política monetaria convencional.

El BCE no debe transigir con la estabilidad de precios en favor de la estabilidad financiera, de acuerdo con sus estatutos

Además de mantener la estabilidad de precios y de salvaguardar el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria, ¿puede el BCE perseguir objetivos de política monetaria distintos del de la estabilidad de precios? Aunque el

tratado de la UE consagra la estabilidad de precios como objetivo primordial de la política monetaria, establece también que, sin perjuicio de este objetivo, el BCE “apoyará las políticas económicas generales de la Unión” y “actuará con arreglo al principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia, fomentando una eficiente asignación de recursos”. El tratado dispone, además, que el BCE “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”.

En varios momentos de la crisis la estabilidad financiera ha estado en peligro. ¿Qué significa esto en la práctica para el BCE? Conforme al tratado, hay una jerarquía clara de objetivos: el primero es la estabilidad de precios, pero si ésta se garantiza el BCE puede contribuir a la estabilidad financiera. Por lo tanto, no cabe transigir con la estabilidad de precios en favor de la estabilidad financiera. De hecho, la estabilidad de precios es condición necesaria de la estabilidad financiera y, por ello, la mejor contribución posible de la política monetaria a la estabilidad financiera.

No obstante, debe observarse que, incluso asegurada la estabilidad de precios, el BCE debe únicamente contribuir al funcionamiento estable del

sistema financiero, pues las responsabilidades primordiales en este ámbito son de los reguladores, los supervisores y los gobiernos. Son éstos los que responden de la estabilidad financiera, mientras que el BCE responde de la estabilidad de precios.

Sin tener en cuenta estas aclaraciones sobre el objetivo de estabilidad de precios y sobre la transmisión de la política monetaria es imposible comprender la actuación del BCE durante la crisis financiera. Pero sería también difícil explicar la actuación del BCE sin haberla situado antes en el contexto de los orígenes de la presente crisis y de su evolución a través de diferentes fases.

Raíces de la crisis financiera

Se pueden distinguir dos grandes episodios en el largo periodo de tensiones financieras que comienza en 2007: la crisis de las hipotecas *subprime*, amplificada por la caída de Lehman Brothers; y la crisis de la deuda soberana en la que aún estamos inmersos.

Estos dos episodios comparten algunas causas. La “Gran Moderación”, que es como muchos han denominado el período anterior a la crisis, fue un periodo caracterizado por un ritmo de crecimiento sostenido, una inflación baja y una mayor fragmentación y distribución del riesgo, que supuestamente había mejorado la eficiencia y resistencia de los mercados financieros. Como más tarde se ha comprobado, lo que en realidad se produjo fue una infravaloración generalizada del riesgo, de la cual, por cierto, el BCE y otras instituciones ya habían advertido de manera notoria y reiterada antes de la crisis. El riesgo de las hipotecas *subprime* y de los productos financieros creados en torno a ellas fue gravemente minusvalorado. Lo mismo sucedió con los mercados de deuda soberana, pues no se observaron diferencias significativas en las primas de riesgo en la zona del euro pese a la evolución notablemente divergente de la deuda, el déficit y la competitividad en los distintos países miembros.

Posteriormente, tanto el riesgo de las hipotecas *subprime* como el de la deuda soberana se sobrevaloraron y los mercados pasaron rápidamente a ser unilaterales en la dirección contraria, movidos por fenómenos de contagio y de una aversión extrema al riesgo. Subyace a la crisis, por tanto, una considerable fragilidad de los mercados de valores que cuestiona la estabilidad y el buen funcionamiento de los mercados financieros en general.

Hay al menos tres aspectos de la crisis de las hipotecas *subprime* que contribuyeron igualmente a la crisis de la deuda soberana. En primer lugar, la crisis de las hipotecas *subprime* debilitó los balances de los bancos, aún convalecientes cuando la crisis de la deuda soberana cobró protagonismo en mayo de 2010. En segundo lugar, el apoyo fiscal a los sistemas bancarios y la ejecución de importantes programas de gasto hicieron que empeoraran las deudas y déficit públicos. En tercer lugar, la quiebra de Lehman Brothers dejó muy dañada la confianza en la solidez del sistema financiero.

Aunque la raíz de la crisis soberana actual se encuentra en la zona euro, no se trata ciertamente de una crisis del euro –cuyo valor interior y exterior se ha mantenido sólido–, sino de una crisis de deuda soberana centrada en ciertos países que comparten la moneda única.

Hay esencialmente dos elementos de los pilares fiscal y de gobernanza del euro que no han funcionado: en primer lugar, algunos países han acumulado deudas y déficit que, como mínimo, los hacen vulnerables a una dinámica insostenible. En segundo lugar, debe recordarse que el Pacto de Estabilidad y Crecimiento fue de hecho suspendido en 2003 cuando Francia y Alemania eludieron su estricta aplicación por incumplir los criterios de deuda y déficit. Como causa más general y profunda, hay que señalar que la gobernanza de la unión económica, que debía complementar a la unión monetaria, ha sido manifiestamente insuficiente desde los primeros años del euro.

Respuestas de política monetaria convencional

¿Cuál ha sido el papel de la política monetaria en este contexto de crisis? Comencemos por la dimensión más convencional de la política monetaria: la situación creada por la crisis financiera y económica exigió que el BCE recortase los tipos de interés oficial de manera significativa y agresiva. Tras la caída de Lehman Brothers, por ejemplo, en un período de tan solo siete meses, el BCE bajó el tipo de las operaciones principales de financiación en 325 puntos básicos, desde el 4,25 por cien al mínimo histórico del uno por cien. El tipo de interés permaneció en este nivel durante casi dos años, incrementándose dos veces en 25 puntos básicos, en abril y julio de 2011, con el fin de hacer frente a riesgos alcistas para la estabilidad de precios que se daban en aquellos momentos.

El agravamiento significativo de las tensiones en los mercados financieros a partir del verano de 2011, y la posibilidad de que se debilitase el ritmo de

crecimiento económico en la zona euro, llevaron de nuevo al BCE a reducir los tipos de interés tres veces en 25 puntos básicos, en noviembre y diciembre de 2011 y en julio de 2012.

Pero la crisis financiera ha exigido al BCE ir más allá de la política convencional de tipos de interés. Las llamadas políticas no convencionales del BCE han estado dirigidas a tres segmentos del mercado que, en la zona euro, son especialmente importantes para la transmisión de la política monetaria: el mercado interbancario, el mercado de cédulas y el mercado de deuda soberana.

El mercado interbancario

La crisis de las hipotecas *subprime* se dejó sentir en los mercados interbancarios a principios de agosto de 2007, cuando los tipos a un día empezaron a negociarse con diferenciales excepcionalmente elevados respecto del tipo de las operaciones principales de financiación. Ello obedeció a la necesidad percibida por algunos bancos de cubrirse frente al riesgo de un escenario adverso de liquidez. Después, la caída de Lehman Brothers transformó las tensiones del mercado monetario en una verdadera crisis, pues el círculo vicioso de mayor riesgo de liquidez y de crédito suspendió prácticamente las operaciones interbancarias. Entretanto, los mercados monetarios se segmentaron enormemente y la incertidumbre respecto de las carteras de los bancos y de los activos financieros relacionados con hipotecas dejó a determinadas entidades sin acceso al mercado interbancario.

En la crisis de la deuda soberana la segmentación es un problema aún más grave, pues a menudo se corresponde con la jurisdicción nacional a la que pertenecen los bancos. En general, los bancos muestran un sesgo nacional en sus carteras de deuda pública. En consecuencia, la capacidad de las entidades de contrapartida de operar en el mercado interbancario transfronterizo guarda una correlación cada vez más estrecha con el que se considera riesgo del emisor soberano.

En respuesta a la fragmentación de los mercados interbancarios el BCE adoptó cuatro medidas que, en la práctica, sustituyen la intermediación ausente del mercado interbancario por una intermediación cada vez mayor del banco central: primera, la política de plena adjudicación a tipo de interés fijo; segunda, las operaciones de financiación a plazo más largo, con vencimientos de seis y 12 meses, y de hasta tres años más recientemente; tercera, las operaciones de liquidez en moneda extran-

jera; y cuarta, la ampliación de la lista de garantías que acepta el BCE en sus operaciones de financiación.

Aunque el BCE respondió a las tensiones del mercado monetario de agosto de 2007 con algunas subastas a tipo de interés fijo, con adjudicación plena y con vencimiento a un día, fue a partir del 15 de octubre de 2008 cuando se introdujo la política de plena adjudicación a tipo de interés fijo en todas sus operaciones. Con esta política las pujas se cubren íntegramente a condición de que las entidades de contrapartida sean

Las operaciones a tres años desarrolladas por el BCE han contribuido a estabilizar la situación en los mercados financieros

financieramente solventes y presenten activos de garantía suficientes. Esta medida ha demostrado ser una vía muy eficaz para mitigar el riesgo de liquidez del mercado, al asegurar a los bancos un acceso permanente y flexible a la liquidez.

La política de plena adjudicación a tipo de interés fijo es probablemente la medida no

convencional más importante de las que aplica el BCE. Esta política se ha complementado con operaciones con vencimientos a plazos mucho más largos de lo que era habitual antes de la crisis, con operaciones de seis y 12 meses y de hasta tres años, que contribuyen significativamente a reducir el riesgo que tienen las entidades para refinanciarse en el mercado a corto plazo, así como a facilitar la refinanciación de vencimientos.

Las dos operaciones a tres años anunciadas por el BCE en diciembre de 2011, además, ofrecen a los bancos la posibilidad de reembolsar los saldos vivos transcurrido un año. Ello da a las entidades una gran flexibilidad para facilitar la gestión de sus pasivos y activos, algo vital en un periodo de reestructuración y saneamiento de los balances.

Aunque es todavía pronto para juzgar su impacto sobre los mercados, la actividad crediticia y la economía real, es indudable que las operaciones a tres años han contribuido de manera importante a estabilizar la situación en los mercados financieros. No podemos olvidar que, cuando se anunciaron, los mercados estaban dominados por un alto grado de volatilidad e incertidumbre y que se había producido un deterioro importante en las expectativas de crecimiento. La banca europea se enfrentaba al reto de tener que refinar importantes cantidades de pasivos que vencían en 2012, en un

contexto de mercado muy adverso, y existía el riesgo de que se produjese una significativa recaída de la actividad crediticia que empeorase una situación económica ya de por sí difícil.

El efecto combinado de las operaciones a tres años con medidas decisivas a nivel europeo, como la conclusión del "compacto fiscal", el reforzamiento de los mecanismos de emergencia y el abandono de la doctrina Deauville, así como el impulso dado a las políticas de ajuste fiscal y a las reformas estructurales a nivel nacional, es lo que nos ha permitido superar esa difícil coyuntura.

Sin embargo, como el recrudecimiento de las tensiones registrado entre marzo y mediados de julio de 2012 ilustra con claridad, no hay margen alguno para la complacencia. Al contrario, el difícil período de los citados meses prueba que la calma relativa lograda a través de todas estas iniciativas no puede ser duradera si sirve de pretexto para que los gobiernos nacionales relajen sus esfuerzos en pos de mejorar la gobernanza europea (unión bancaria, fiscal, económica y política) y profundizar las reformas necesarias a nivel nacional en los frentes financiero, laboral y presupuestario.

En el transcurso de estos años, el BCE ha ofrecido también liquidez en monedas distintas del euro. En este ámbito, la cooperación internacional de los principales bancos centrales ha sido decisiva. Un ejemplo paradigmático, aunque no único, lo ofrecieron las líneas *swap* con la Reserva Federal de Estados Unidos, que han permitido al BCE ofrecer liquidez en dólares en subastas con adjudicación plena y a tipo de interés fijo para contribuir a aliviar las presiones de financiación en los mercados de divisas. Estas operaciones fueron fundamentales tras la caída de Lehman Brothers.

Para que la oferta ampliada de liquidez del BCE al sistema interbancario fuese efectiva, ésta vino acompañada de una ampliación de la lista de activos de garantía elegibles. Se pueden citar dos ejemplos: en octubre de 2008 el BCE empezó a aceptar como activos de garantía en la zona euro determinados activos denominados en moneda extranjera, y, por otra parte, el mínimo de calidad crediticia de los activos negociables (excepto activos titulizados) se redujo de A- a BBB-.

En el ámbito de las garantías, otra respuesta a la crisis de la deuda soberana ha sido suspender la aplicación de la calidad crediticia mínima exigible a los instrumentos de renta fija emitidos o avalados por los gobiernos griego, irlandés y portugués, todos ellos bajo programas con el Fondo Monetario Internacional y la UE.

En diciembre de 2011, el BCE promovió dos nuevas medidas de este tipo: primera, el BCE anunció que permitiría a los Bancos Centrales Nacionales (BCN) aceptar préstamos bancarios que satisficieran determinados criterios armonizados de selección; segunda, el BCE señaló que, además de los ABS que ya se admitían en las operaciones del Eurosistema, los ABS cuya segunda mejor calificación crediticia en el momento de emisión –y en todo momento, con posterioridad– fuera como mínimo A, y cuyos activos subyacentes fuesen hipotecas residenciales y préstamos a pequeñas y medianas empresas, podrían ser admitidos para su utilización como activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema. Estas medidas, que se relajaron aún más en junio de 2012, permiten a los bancos acceder más fácilmente a la financiación del BCE utilizando activos directamente relacionados con su actividad crediticia.

La decisión de permitir que distintos BCN apliquen criterios de selección diferentes para los créditos bancarios que decidan aceptar como activos de garantía, ha sido interpretada por algunos analistas como una fragmentación de la política monetaria única. Esta es una interpretación errónea, pues esas diferencias –que se justifican por especificidades locales– están siempre sometidas a criterios comunes, armonizados y acordados por el conjunto del Eurosistema.

Los programas del BCE

Una respuesta novedosa dentro del marco operativo del BCE fue la puesta en marcha, en julio de 2009, del primer Programa de Adquisiciones de Cédulas. Esta iniciativa tenía cuatro objetivos: reducir los tipos del mercado monetario a plazo; aliviar las condiciones de financiación de entidades de crédito y empresas; alentar a las entidades de crédito a mantener o ampliar la concesión de crédito a hogares y empresas; y mejorar la liquidez de mercado en segmentos importantes de los mercados de renta fija privada.

El primer programa se anunció en mayo de 2009 y, entre julio de 2009 y julio de 2010, se adquirieron 60.000 millones de euros en cédulas. El programa fue un éxito en cuanto al restablecimiento de la actividad de los mercados primarios de cédulas. Sin embargo, el reciente recrudecimiento de la crisis de la deuda soberana ha vuelto a someter a los mercados de cédulas a una presión considerable. Por ello, en su reunión de 6 de octubre de 2011, el BCE decidió anunciar un segundo programa, por el que se adquirirán hasta 40.000 millones de euros hasta noviembre de 2012. Este

segundo programa de compras comparte con el primero el objetivo de aliviar las condiciones de financiación y alentar a las instituciones a mantener o ampliar la concesión de crédito, así como el objetivo de apoyar la liquidez en los mercados de renta fija privada.

El dislocado funcionamiento del mercado de bonos soberanos, cada vez más patente en algunos países en mayo de 2010, junto con el papel crucial que éste desempeña como pilar básico del sistema financiero, es el contexto de uno de los hitos más notables de la política monetaria no convencional: el Programa para los Mercados de Valores (SMP en sus siglas en inglés). Su propósito central es el de mantener el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria, promoviendo cierta normalización de segmentos clave de la deuda pública y privada.

El deterioro del mecanismo de transmisión causado por las tensiones en el mercado de deuda pública puede ser considerable. En primer término, a través del canal de los precios, ya que se distorsiona el “tipo de interés sin riesgo” que es referencia para la determinación de precios de activos en los demás mercados. La caída del valor de las carteras de bonos soberanos afecta a los balances de los bancos, y reduce, por el canal de la liquidez, el valor de la deuda pública como activo de garantía. Todos estos canales afectan a la capacidad de los bancos para desempeñar su función en la transmisión de la política de tipos de interés del banco central, pues pueden forzar una contracción no deseada del crédito.

El volumen de adquisiciones del SMP, a diferencia del *quantitative easing* de otros bancos centrales, está en función de la estrategia de intervención para mejorar el funcionamiento del mercado. Y la liquidez inyectada al sistema mediante las adquisiciones del SMP se reabsorbe a fin de neutralizar los efectos sobre la liquidez.

Como muestra el análisis de las distintas medidas no convencionales, éstas no son independientes de la política convencional de tipos de interés, sino, antes bien, complementarias. Aquéllas se dirigen a que ésta alcance a las variables reales, al objeto de lograr la estabilidad de precios, que es el mandato que asignaron los ciudadanos europeos al BCE en el tratado de la Unión.

Comentarios finales

La crisis de la deuda soberana debe cortarse de raíz. Para ello, los países más afectados deben avanzar en los ajustes fiscales necesarios y las medidas estructurales destinadas a fomentar el crecimiento. Asimismo, y

en paralelo, es preciso establecer un gobierno económico efectivo en el ámbito de la zona euro, esto es, refundar el euro en torno a una estructura institucional que sancione de iure la toma de decisiones colectivas que han ido de facto marcando la salida de la crisis. Las propuestas que el presidente del Consejo Europeo, Herman Van Rompuy, presentará a la cumbre de diciembre de 2012 deben significar un antes y un después en el proceso de asentamiento del euro.

En este contexto, es obvio que el BCE no puede resolver la crisis por sí solo. Sus intervenciones, una vez asegurada la estabilidad de precios, pueden comprar tiempo para que los ajustes fiscales y económicos de los gobiernos produzcan sus efectos. En tanto que los países sujetos a condicionalidad cumplan sus compromisos y, colectivamente, los gobiernos avancen decididamente en la construcción de la unión bancaria, la unión fiscal y la unión económica –con las implicaciones políticas que ello conlleva–, el BCE sin duda se ocupará de combatir las primas de riesgo excesivas que reflejan un riesgo de ruptura del euro. Esto es así sencillamente porque, bajo las condiciones antedichas, la ruptura es un absurdo.

Publicidad

INFORME SEMANAL DE POLÍTICA EXTERIOR

Editado por Estudios de Política Exterior, SA

SUMARIO

Revoluciones industriales
Estancamiento político en la UE
El canal de la Mancha se agranda
Incendio en el país de los cedros
Rusia y la proliferación nuclear
Argentina embargada
Apuntes

 Nº 815. 29 OCTUBRE 2012

Globalización

¿El fin del crecimiento?

LA más larga recesión que se ha abatido sobre varias economías desarrolladas en muchas décadas y, en los mejores casos, la más débil recuperación que se recuerde desde los años treinta han generado un sentimiento de pesimismo e incertidumbre entre muchos economistas. Según las últimas previsiones del Fondo Monetario internacional (FMI), el crecimiento del PIB global será este año solo del 2,5%, frente al 4,1% de 2010.

La última teoría atribuye el origen de la crisis a una causa estructural profunda: los acelerados aumentos de la productividad asociados a las sucesivas revoluciones industriales podrían haber alcanzado su fin definitivo. En un estudio publicado por el *Nº 815* de *Estudios de Política Exterior* de Estados Unidos, **Robert J. C** de Chicago, se atreve a predecir el fin del ciclo de crecimiento.

Un buen instrumento de trabajo. Nunca partidista, siempre imparcial, nunca neutral. Suscríbase hoy. Pronto comprenderá que ha acertado.

Información y suscripciones: Núñez de Balboa, 49 - 28001 Madrid

Tel.: 91-431 27 11. Fax: 91-435 40 27

e-mail: informesemanal@politicaexterior.com

Descuento especial para los suscriptores de *POLÍTICA EXTERIOR*