

LA ACCIÓN DEL BCE Y LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN LOS QUINCE PRIMEROS AÑOS DEL EURO

Este artículo ha sido elaborado por José Luis Malo de Molina, director general del Servicio de Estudios.

Introducción

El euro ya tiene quince años de historia. La participación de España en el proyecto más avanzado de la integración europea ha sido un factor determinante de primer orden de su trayectoria económica reciente. En este artículo se conmemora este hito mediante el análisis de la influencia de la acción del BCE sobre la economía española en sus quince años de existencia, período en el que la propia UEM ha transitado desde una prolongada primera etapa de crecimiento y estabilidad hasta una crisis de gran envergadura que ha puesto de manifiesto sus fragilidades e ineficiencias y ha llegado a cuestionar la viabilidad del proyecto tal y como fue concebido inicialmente.

La economía española se encontró entre las que más se beneficiaron de los efectos expansivos de la creación del euro, pero también entre las que sufrieron con mayor intensidad los desequilibrios que se fueron acumulando, por lo que se vio abocada a la necesidad de realizar importantes ajustes, en una situación marcadamente adversa que ha terminado colocando a España en el grupo de países que han sufrido con mayor tensión y más costes la crisis de la moneda común. A la hora de analizar la influencia de las acciones del BCE sobre la economía española, resulta lógico, por tanto, distinguir entre lo ocurrido en el período previo a la crisis y los acontecimientos que han jalonado su desarrollo. A esta distinción responde la estructura de este artículo.

La influencia del BCE sobre la economía española antes de la crisis

La influencia de la acción del BCE sobre la economía española, antes de que la crisis pusiera al descubierto los desequilibrios y vulnerabilidades que se fueron acumulando, vino marcada por el gran paso en la modernización y dinamización de la economía que supuso la entrada en el euro.

El cambio de régimen macroeconómico derivado de la pertenencia a un área de estabilidad monetaria puso en marcha potentes resortes expansivos que facilitaron grandes avances en la convergencia hacia los niveles de bienestar de los países europeos más avanzados. La adopción de la política monetaria única y la transferencia de soberanía en esta materia al BCE fueron los pasos más exitosos en la larga trayectoria hacia la homologación de la economía española con los estándares europeos de progreso y estabilidad: una meta perseguida formalmente por la política económica desde finales de los años cincuenta, pero cuya consecución se había visto reiteradamente frustrada por las numerosas restricciones estructurales, institucionales y políticas que aquejaban a la economía española. Existen una abundante literatura y un consenso apenas discutido sobre el gran logro que supuso la participación en la UEM desde su fundación. No es fácil distinguir la parte de estos efectos beneficiosos que se puede atribuir a la acción del BCE de la parte que debe considerarse resultado de un cambio estructural de amplio espectro al que contribuyeron numerosos actores y factores. No obstante, debe quedar constancia de que sin la credibilidad antiinflacionista que tuvo la política monetaria del BCE desde su inicio dichos impulsos expansivos no habrían podido materializarse. Para una economía con arraigados sesgos inflacionistas, sin dicha credibilidad no habría sido posible el cambio tan drástico en las expectativas de tipos de interés que se produjo y que actuó a través de los tradicionales efectos de sustitución, renta y riqueza como un poderoso motor expansivo de la demanda y de la actividad. Quede por tanto en el haber de la acción del BCE sobre nuestra economía la importante contribución que su política

monetaria prestó al gran avance en la convergencia real que experimentó la economía española entre 1998 y 2007.

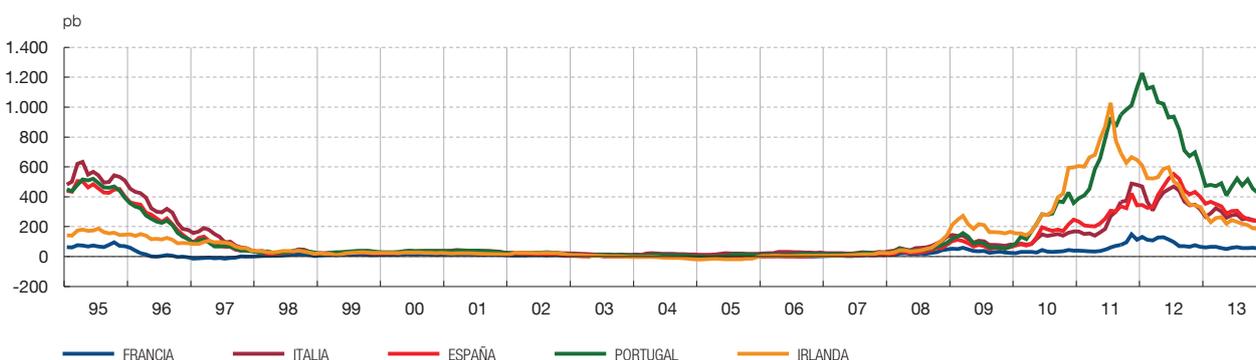
No obstante, el tono de la política monetaria durante toda esa etapa fue predominantemente expansivo, como consecuencia tanto de la difícil digestión de la unificación alemana en el mismo corazón de la UEM como de la holgura financiera que predominó a escala mundial durante la vigencia de la llamada «Gran Moderación», que, como los hechos posteriores vinieron a corroborar de manera dramática, alimentó una grave infravaloración de los riesgos y el desarrollo de importantes burbujas inmobiliarias y financieras en los países industrializados. Ese tono expansivo resultó especialmente desajustado para los requerimientos de la economía española, que arrastraba una incompleta convergencia con las pautas de estabilidad y afrontaba un impulso particularmente intenso como consecuencia del cambio de expectativas de tipos de interés anteriormente mencionado. Baste como ilustración la evolución que experimentó el diferencial de tipos de interés a largo plazo con Alemania entre 1995 y 2005 o la comparación de los tipos de interés fijados por el BCE entre 1999 y 2005 con aquellos que hubieran sido coherentes con los requerimientos específicos de la economía española según la conocida regla de Taylor. Tal holgura monetaria fomentó una auténtica eclosión del crédito al sector privado, canalizado mayoritariamente hacia la construcción y las actividades inmobiliarias, que son las más sensibles a los tipos de interés a largo plazo, con la consiguiente expansión de los balances bancarios y el aumento resultante de los riesgos contraídos (véase gráfico 1).

La pertenencia a la UEM significaba no solo la renuncia al uso del tipo de cambio como herramienta de política económica, sino también la pérdida del control sobre el comportamiento del crédito a la economía interna. La política monetaria del BCE fijaba los determinantes de la expansión crediticia a escala global del área, pero la distribución de esta entre los distintos países miembros quedaba en manos del comportamiento de los intermediarios financieros en su relación con los demandantes finales de financiación.

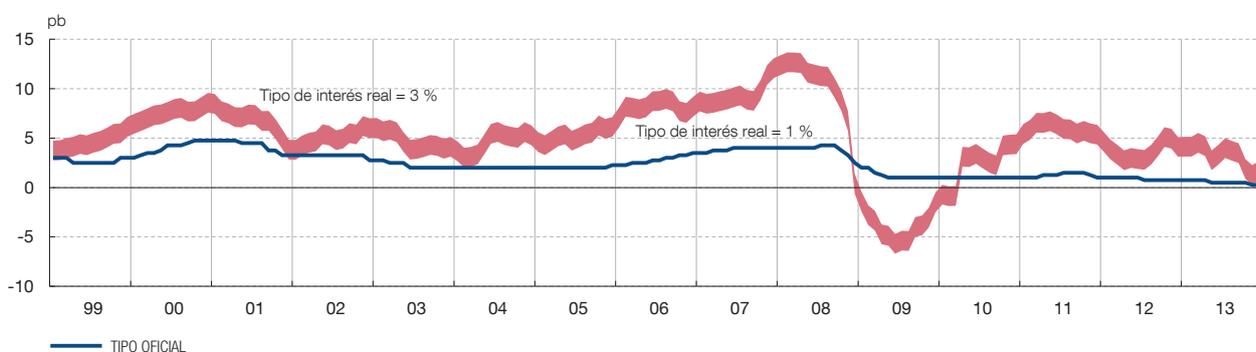
La holgura de las condiciones monetarias fue uno de los determinantes de la acumulación de graves desequilibrios en la economía española durante el período de larga expansión que siguió a la entrada del euro, en forma de elevado endeudamiento, excesos inmobiliarios, pérdida de competitividad y déficit exterior. El libre movimiento de la liquidez y de la financiación dentro del área monetaria integrada permitía financiar desequilibrios exteriores más voluminosos, que no habrían sido posibles bajo un régimen con moneda propia, y facilitó la infravaloración de las señales de alerta que la elevada dimensión del déficit externo implicaba. Cabe mencionar que el *Informe Anual* del Banco de España del año 2005 ya señalaba que «la creciente necesidad de financiación de la nación es indicativa de un patrón de crecimiento que no puede sostenerse de modo indefinido» [Banco de España (2006)], en línea con el análisis según el cual el alivio de la holgura de la restricción financiera exterior dentro de una unión monetaria tiene la contrapartida negativa de «debilitar uno de los mecanismos más efectivos, y al que más acostumbrados están los analistas y los gestores de la política económica, para detener y encauzar los procesos de excesivo crecimiento del gasto» [Malo de Molina (2007)]. De manera que «el deterioro de la competitividad que subyace al equilibrio exterior y el aumento del endeudamiento del sector privado [...] pueden afectar tanto a la estabilidad financiera de los diversos agentes y sectores como a la sostenibilidad del gasto y del crecimiento» [Malo de Molina (2006)].

En todo caso, una cosa es la innegable influencia de la holgura de las condiciones monetarias fijadas por el BCE en la acumulación de los desequilibrios de la economía española y otra muy distinta apuntar en el debe del BCE la responsabilidad de estos. Por dos

DIFERENCIALES SOBERANOS FRENTE A ALEMANIA A DIEZ AÑOS



TIPO DE INTERVENCIÓN Y REGLA DE TAYLOR
OBJETIVO DE INFLACIÓN = 2 %



CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO AJUSTADO POR TITULIZACIONES Y VENTAS
Crecimiento interanual



FUENTES: Reuters, Banco Central Europeo y Banco de España.

importantes razones: la primera, porque la pertenencia a una unión monetaria implica la aceptación de que las condiciones monetarias han de ajustarse a los requerimientos del área en su conjunto y de que corresponde al resto de las políticas económicas que se mantienen bajo la soberanía nacional el papel de compensar los desajustes que se pudieran producir entre el tono monetario común y los requisitos nacionales específicos. En el caso de España, habría sido necesaria una política fiscal que ejerciese una acción anticíclica más potente que enderezase la sostenibilidad de las finanzas públicas, amenazada por la falta de solidez del marco institucional de disciplina fiscal en un Estado altamente

descentralizado y por la vulnerabilidad del sistema público de pensiones, basado en un criterio de reparto, ante el envejecimiento de la población. Igualmente, habría sido necesario profundizar en los cambios en la estructura institucional y en la organización de los mercados con vistas a incrementar la flexibilidad de la economía y fortalecer el mecanismo de ajuste mediante costes, márgenes y precios frente al predominio del ajuste a través de las cantidades: producción y empleo.

Con el beneficio que proporciona la visión *a posteriori* de los acontecimientos, resulta evidente que la adaptación de la economía a los requerimientos de la UEM fue insuficiente y la euforia que generó el rápido crecimiento llevó a una relajación de los esfuerzos pendientes para asegurar que la economía pudiese convivir armónicamente con las condiciones monetarias de los países con patrones de estabilidad más arraigados y mayor potencial productivo. En cambio, incluso se adoptaron medidas de política financiera con el fin de que la holgura financiera llegase lo más rápidamente y con la mayor intensidad posible a los agentes privados. Tal fue el caso, por citar algún ejemplo, del impulso dado a los préstamos a tipo de interés variable, con el propósito de acelerar la transmisión de los tipos fijados por el BCE.

Sin embargo, no cabe atribuir toda la responsabilidad de los desequilibrios acumulados a las insuficiencias de la política económica seguida por España desde el ingreso en la UEM. Hay una segunda razón, igualmente poderosa, que proviene de los propios fallos en el diseño y en la gobernanza de la UEM, que facilitaron la falta de vigilancia del desarrollo de desequilibrios en su interior, sin estar preparada para afrontar una crisis sistémica como la que terminó gestándose. Como es bien sabido, la Unión Monetaria no se concibió como el destino final de un viaje, sino solo como una escala intermedia de este. Los propios fundadores esperaban, conscientes de que la moneda única no cumplía con algunos de los requisitos para ser un «área monetaria óptima», que el proyecto continuara su avance hacia metas más ambiciosas de integración en otros ámbitos distintos de los puramente monetarios. Desgraciadamente, esa expectativa no se vio satisfecha porque estaba basada en dos hipótesis que resultaron ser demasiado ingenuas. Se confiaba en que la supuesta eficiencia de los mercados se tradujera en mayores primas de riesgo y mayores dificultades de financiación para aquellos países que se desviasen de las pautas de estabilidad o que no avanzasen suficientemente en las transformaciones estructurales que tenían pendientes para poder convivir dentro de un área de moneda fuerte. Se pensaba que la habilidad discriminadora de los mercados actuaría como desencadenante de los ajustes y de las respuestas apropiadas. Paralelamente, se esperaba que los Gobiernos fueran capaces de reaccionar a tiempo para salir al paso de los riesgos de divergencia que podían poner en peligro la competitividad, el crecimiento y el empleo. Y esta actitud se predicaba tanto por los Gobiernos nacionales de países con potenciales problemas de recalentamiento y desequilibrios como por la disposición de las autoridades europeas para vigilar e identificar a tiempo el surgimiento de tensiones internas y para mantener el impulso político de la dinámica integradora.

Nada de esto ocurrió. Los mercados financiaron generosamente a los países con desequilibrios como si tuvieran los niveles de solvencia de los más estables del área. Algunos Gobiernos, como ya se ha mencionado en el caso español, confundieron en ocasiones la efervescencia de los excesos con una mejoría en los fundamentos de sus economías. Y las autoridades comunitarias se vieron paralizadas por una resaca nacionalista. En vez de avanzar en la integración, se permitió la acumulación de déficits públicos y de balanza de pagos y voluminosas deudas públicas y privadas en algunos países, que terminaron desembocando en una crisis de carácter sistémico que, en muy poco tiempo, ha producido un enorme retroceso de los avances que se habían logrado en la integración.

Todo ello terminó poniendo de manifiesto que la política monetaria única del BCE se asentaba sobre bases insuficientemente sólidas para afrontar la severidad de los embates de la crisis, lo que obligaba a revisar en profundidad la precaria arquitectura institucional de la moneda única y tensaba al límite la responsabilidad del BCE para asegurar la estabilidad de su moneda dentro de los estrictos márgenes de actuación que le conferían los tratados fundacionales. El BCE hubo de desplegar una inusitada capacidad de innovación en el terreno resbaladizo demarcado por la doble dinámica del desarrollo de la crisis y de la reforma, sobre la marcha, del diseño institucional de la UEM.

La segunda parte de este artículo analiza el impacto sobre la economía española de las actuaciones emprendidas por el BCE bajo las condiciones excepcionales de la crisis, en la que han confluído importantes componentes de inestabilidad financiera, elementos cíclicos marcadamente adversos y graves deficiencias de gobernanza económica.

La influencia de las actuaciones del BCE sobre la economía española durante la crisis

La reacción del BCE frente a los primeros síntomas de la crisis consistió en desplegar los mecanismos habituales de inyección de liquidez para acomodar el repentino aumento de la demanda de aquella, que se había producido como consecuencia de la acentuación de la incertidumbre y de la aversión al riesgo que había desencadenado la propagación de los efectos de las hipotecas *subprime* americanas. Para acomodar la demanda, el BCE renunció a graduar las inyecciones habituales de liquidez en función de las necesidades estimadas que consideraba compatibles con el tono que deseaba imprimir a su política monetaria. También se introdujeron subastas adicionales en el plazo de tres meses, que era el más largo a los que actuaba el BCE, y se realizaron las primeras subastas de inyección de liquidez al plazo de seis meses con el fin de incrementar certidumbre sobre la accesibilidad futura a la liquidez de base, en un momento en el que la desconfianza entre contrapartes había congelado el mercado interbancario. Estas actuaciones fueron saludadas como una prueba de sensibilidad, que contribuyó a aminorar la incertidumbre y el contagio de las tensiones americanas sobre Europa. Una novedad importante fue la articulación de acuerdos entre los principales bancos centrales del mundo, que permitieron al BCE ofrecer liquidez en dólares a los bancos de la zona del euro; algo que fue muy relevante para algunos países europeos con bancos expuestos a la crisis *subprime* y que sufrían una grave sequía de dólares, aunque este no era el caso de España. La economía española entraba ya en la fase de desaceleración cíclica y de reabsorción de sus desequilibrios. La eclosión del primer episodio de inestabilidad financiera en un momento de cambio de fase cíclica intensificó la pérdida de vigor de la demanda y agudizó la corrección inmobiliaria. En todo caso, la tranquilidad suministrada por la acomodación de la demanda de liquidez por parte del BCE resultaba favorecedora de los importantes ajustes que se hacían necesarios.

La primera reacción del BCE se limitó al terreno de la relajación de los criterios de oferta de las cantidades de liquidez, sin alterar los niveles de los tipos de interés de las operaciones principales de refinanciación, que se mantuvieron en el 4 %. En una economía como la española (en la que el crédito al sector privado todavía crecía a tasas en el entorno del 20 %, la demanda interna crecía a más del 4 % y la sobrevaloración de los precios de la vivienda no había empezado todavía a corregirse), esos niveles de coste de la financiación en el banco central resultaban favorecedores del imprescindible reequilibrio al que la economía española estaba abocada.

LA GRAN RECESIÓN

La necesidad de cambios en los modos operativos de la política monetaria se hizo sentir con fuerza con el agravamiento de la crisis financiera desencadenado por la quiebra de Lehman Brothers, que habría de conducir a una profunda recesión en el ámbito del

conjunto de los países avanzados, y apelaba a la adopción de políticas de emergencia que estabilizasen las tensiones financieras y amortiguasen su traslación a la actividad real y al empleo, mediante actuaciones expansivas de demanda que saliesen al paso del hundimiento de la confianza y de las fuertes tendencias contractivas del gasto. En esta situación, las actuaciones del BCE comenzaron con un recorte inmediato de sus tipos de interés en 100 puntos básicos (pb), que supondrían el inicio de una senda de reducciones sucesivas que totalizaron 325 pb en siete escalones entre octubre de 2008 y mayo de 2009. Ese movimiento fue acompañado por un cambio muy sustancial en sus sistemas de subasta de liquidez, que pasaron de hacerse mediante un procedimiento a tipo variable y con satisfacción limitada de las solicitudes a otro basado en un tipo fijo y adjudicación plena de las cantidades demandadas. Este importante giro supuso la renuncia a cualquier control de las cantidades y la plena sustitución del papel de intermediación que el mercado interbancario, sumido en la parálisis, había dejado de desempeñar. Paralelamente, se extendieron los plazos a los que se suministraba la liquidez hasta los seis meses, y se ampliaron considerablemente las cantidades asignadas y el número de subastas a medio plazo. La ampliación se llevó al ofrecimiento de liquidez en divisas distintas de la propia moneda para satisfacer la necesidad de dólares y francos suizos de algunos bancos europeos. Y, finalmente, los requisitos para la definición del colateral elegible para obtener fondos del Eurosistema se flexibilizaron de manera excepcional mientras pudieran durar las tensiones financieras.

Estas actuaciones de emergencia del BCE resultaron especialmente apropiadas para las necesidades de la economía española, donde el súbito cambio en el clima económico internacional habría de transformar el proceso de desaceleración cíclica en un brusco deterioro de la confianza y en una abrupta contracción del gasto. La intensidad de la Gran Recesión en España no fue mayor que en otros países europeos, pero la magnitud de los desequilibrios acumulados en el pasado inmediato y la falta de adaptación estructural en algunas parcelas de la economía a los requisitos de la integración en la Unión Monetaria habrían de cristalizar en la incubación de problemas de alcance más profundo. Tal era el caso, en primerísimo lugar, de los desarrollos en el mercado inmobiliario. Las posibilidades de una reabsorción ordenada de los excesos de valoración y de producción de viviendas se evaporaron de manera súbita y se precipitó una corrección brusca de intensidad desconocida, que condujo a la economía española por primera vez en su historia reciente al estallido de una burbuja inmobiliaria. Con ello se erosionó gravemente la estabilidad de un segmento significativo del sistema bancario, dadas su elevada exposición al riesgo inmobiliario y su alta dependencia de la financiación mayorista en los mercados financieros internacionales. Para mayor complicación de la situación, los problemas se concentraban en la mayoría de las cajas de ahorros, que, por la indefinición de su régimen de propiedad y las interferencias políticas en su gobernanza, carecían de la capacidad de adaptación necesaria frente a circunstancias tan adversas. El debilitamiento del sistema financiero habría de incrementar la fragilidad financiera de la economía española, pues, dados los elevados niveles de endeudamiento de empresas y familias, la capacidad de satisfacer sus necesidades financieras en el exterior dependía sustancialmente de la percepción de la solidez de los intermediarios financieros, que eran los que canalizaban los flujos de ahorro exterior hacia los agentes internos. El agravamiento de la crisis financiera internacional y la Gran Recesión habían golpeado en el talón de Aquiles de un modelo de crecimiento que ya se había revelado como insostenible. Las condiciones monetarias y financieras se habían endurecido notablemente, a contracorriente de los requerimientos específicos de la economía española en esa situación. La actuación del BCE estaba orientada a aliviar esa tensión, aunque el alcance de los problemas que habían emergido desbordaba ampliamente el margen de actuación de la política monetaria.

Los nuevos sistemas de subasta resultaron de gran ayuda para evitar el estrangulamiento de las entidades de crédito españolas, y también fueron muy valiosas las actuaciones que flexibilizaron los criterios de elegibilidad de colateral. La decisión del BCE de articular un programa de compra de bonos garantizados, como las cédulas hipotecarias, estaba especialmente dirigida a facilitar la transmisión de sus impulsos expansivos hacia segmentos del sistema bancario europeo, como el español, que se veían más afectados por la parálisis de los mercados de financiación mayorista. En todo caso, el debilitamiento del sistema bancario impidió que la relajación de las condiciones monetarias instrumentada por el BCE se transmitiese adecuadamente hacia la economía española, y lo que empezó siendo un ajuste cíclico de la expansión crediticia terminó transformándose en una rápida e intensa contracción del crédito disponible. Las entidades habían pasado de competir en la expansión de sus balances a reducir sus elevados grados de exposición y sus niveles de apalancamiento, a lo que vino a sumarse la necesidad de reestructuración de aquellas cajas de ahorros que habían empezado a experimentar problemas de solvencia.

Las dificultades financieras específicas de la economía española se vieron acentuadas por la emergencia de los problemas estructurales latentes en el mercado de trabajo. La falta de sensibilidad de los salarios a la situación cíclica resultó catastrófica para la absorción de la grave perturbación sufrida. En 2009, cuando la economía se contrajo un 3,7 %, la remuneración de los asalariados creció alrededor del 4 %, lo que, unido a la intensa contracción inmobiliaria, desencadenó una rápida destrucción de puestos de trabajo y un pronunciado aumento del desempleo, que no solo erosionaron las bases de sostenimiento de la demanda interna, sino que perjudicaron también la percepción de la economía española en el exterior.

Paralelamente, el margen de la política fiscal para aplicar medidas expansivas que paliasen el grave debilitamiento de la propensión privada al gasto era muy inferior a lo que podría deducirse de los buenos registros que lucían las magnitudes agregadas de las AAPP, con un superávit del 2 % del PIB y una deuda pública del 35 % del PIB, muy por debajo de la media de la UEM, ya que una parte significativa de los ingresos públicos procedía de los excesos de gasto en el sector inmobiliario y en otras actividades que habrían de revelarse como insostenibles. A pesar de ello, España se puso a la cabeza de los países avanzados en el recurso a los estímulos fiscales. El seguimiento de las recomendaciones de los organismos internacionales en esta dirección no tuvo en cuenta suficientemente la debilidad estructural que subyacía a la situación de las finanzas públicas, por lo que en el plazo de dos años se produjo un giro en la posición fiscal de más de 13 puntos del PIB y se puso en marcha una dinámica muy intensa de incremento de la deuda pública, que habría de aumentar la vulnerabilidad financiera de la economía española frente a las perturbaciones exteriores [Malo de Molina (2009)]. Como resultado de todo ello, el alivio de las políticas de expansión monetaria aplicadas por el BCE frente a la Gran Recesión apenas se hizo sentir sobre la economía española, donde la presión financiera y la contracción crediticia se incrementaron y acentuaron su impacto restrictivo sobre el gasto, la actividad y el empleo.

LA CRISIS DE LA DEUDA
SOBERANA Y LA RECAÍDA
EN LA RECESIÓN

En el área del euro, la Gran Recesión dio paso en 2010 a la reanudación de un crecimiento modestamente positivo, que reflejó una respuesta favorable a los estímulos monetarios y fiscales introducidos. Sin embargo, la reacción no fue homogénea, porque la intensa perturbación sufrida había puesto de manifiesto las vulnerabilidades larvadas en algunos países de la periferia que no habían completado su ajuste a las exigencias de la integración monetaria y los desequilibrios internos que pervivían en el seno de la UEM. Todo ello emergió en la forma de la llamada «crisis de la deuda soberana», que habría de precipitar una recaída en la recesión y poner al límite la propia supervivencia de la moneda única en la forma en que fue concebida, planteando retos de inusitada trascendencia a la capacidad de actuación del BCE.

La crisis de la deuda soberana significó la abrupta emergencia de una serie de desequilibrios y desajustes que se habían acumulado, con distinto grado de incidencia, en un amplio grupo de países del área, entre los que cabe citar, por su importancia, las pérdidas continuadas de competitividad, el sobredimensionamiento de los sistemas financieros con una acumulación de riesgos inmobiliarios, los altos niveles de endeudamiento y las fragilidades de las finanzas públicas que emergieron como consecuencia de los déficits incurridos durante la crisis y de las ayudas financieras que fueron necesarias para contener la inestabilidad del sistema financiero. La confluencia de todos ellos, que puso al descubierto las insuficiencias del marco institucional de gobernanza económica y la carencia de instrumentos para afrontar perturbaciones sistémicas que amenazaban a la propia estabilidad del área, se materializó en la desconfianza sobre la capacidad de algunas de estas economías para asegurar la sostenibilidad de sus deudas y sobre la propia UEM para enderezar la situación. El resultado fue un drástico incremento de los diferenciales de riesgo soberano, que reflejaba la apuesta de los mercados por la incapacidad de algunos de estos Estados miembros para satisfacer sus necesidades de financiación sin algún tipo de ayuda externa o rescate. Como es bien sabido, el proceso se inició con la crisis y el rescate de Grecia, que pronto se extendió a Irlanda y a Portugal en una rápida secuencia temporal que en el plazo de algo más de un año llegó a suscitar la posibilidad de que dicha dinámica pudiera alcanzar a Italia y a España, superando toda capacidad de reacción, lo que habría supuesto un riesgo de ruptura y la posibilidad de redenominación de la moneda en algunos de los países más afectados. Con la crisis de la deuda soberana se había pasado, de una manifiesta incapacidad de los mercados para diferenciar riesgos entre soberanos, bancos y empresas, a una situación de discriminación excesiva con desintegración de mercados, renacionalización de los flujos financieros y fragmentación de la transmisión de la política monetaria.

En particular, en el caldo de cultivo de esta fragmentación financiera se desarrollaron peligrosos círculos viciosos de realimentación de las tensiones entre los riesgos soberanos y bancarios, que se manifestaron en la incapacidad de algunos Tesoros para afrontar sin problemas para la sostenibilidad de sus finanzas el rescate y fortalecimiento de sus bancos vulnerables y, a la vez, en el aumento del riesgo de los bancos como consecuencia de la debilidad percibida de la situación financiera de los correspondientes soberanos, con independencia de su solvencia individual [Gual (2013)].

No es este el lugar para analizar dicho proceso y la naturaleza de la revisión del propio marco institucional de la UEM a la que aquel ha dado lugar [Sapir y Wolff (2013), Millaruelo y Del Río (2013)]. Lo que compete aquí es abordar los retos que supuso para la acción del BCE y las repercusiones que esta tuvo para la economía española.

La gran crisis financiera del siglo XXI ha planteado importantes desafíos a todos los bancos centrales, que han visto cuestionada la validez del paradigma antiinflacionista que se había consagrado desde mediados de la década de los setenta del siglo anterior, pero ha sido el BCE el que se ha tenido que enfrentar a las mayores complicaciones, derivadas de la naturaleza excepcional de su política monetaria única en una amplia área plurinacional, en la que los Estados miembros retienen la soberanía en las restantes parcelas de la política económica. Y lo tuvo que hacer con el limitado bagaje de su corta experiencia: apenas algo más de una década de existencia.

La crisis de la deuda soberana y las dudas sobre la supervivencia del euro en su configuración actual reclamaban la acción del BCE en un amplio conjunto de frentes. La reactivación de las fuerzas contractivas que abortaron la recuperación y desencadenaron la recaída

en la recesión requirió la intensificación del tono expansivo de la política monetaria en el complejo territorio delimitado por la proximidad al límite mínimo de los tipos de interés nominales y por la influencia restrictiva que ejercía la propia inestabilidad financiera, amortiguando o anulando la eficacia de los impulsos expansivos, como se ponía de manifiesto en la dinámica contractiva del crédito. A la vez, era urgente contener las fuerzas desestabilizadoras de la UEM, lo que suponía poner freno a la desintegración y renacionalización de mercados, y restablecer la eficacia del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Para atender los numerosos y complejos frentes abiertos, el BCE tuvo que desplegar un amplio repertorio de innovaciones en el terreno de las medidas de política monetaria, tanto convencionales como, sobre todo, no convencionales [Lenza *et al.* (2010); Woodford (2012); Cour-Thimann y Reinhart (2013)]: un terreno no explorado, erizado por las complicaciones inherentes a la peculiaridad de ser el banco central de 17 Estados soberanos (ya 18 con la entrada de Letonia) y las dificultades de delimitar las responsabilidades monetarias de las acciones con implicaciones fiscales, precisamente cuando se habían puesto de manifiesto las insuficiencias del marco institucional y se había entrado en un proceso de profunda revisión de este en medio de importantes controversias entre enfoques divergentes sobre los pasos necesarios para avanzar hacia una integración más completa y coherente [Basu y Stiglitz (2013); De Grauwe (2013); Furceri y Zdzienicka (2013); Darvas (2013)].

Entre las medidas de carácter convencional se incluyeron bajadas adicionales en los tipos de intervención, conforme se fueron haciendo patentes tanto el impacto de la recaída en el debilitamiento de las posibilidades de crecimiento como la entrada en un escenario de inflación persistentemente inferior a la definición de estabilidad de precios, que, si bien no suponían riesgos elevados de deflación, sí representaban obstáculos evidentes para el ajuste de precios relativos y competitividad que la absorción de los desequilibrios internos requería. El tipo de las operaciones principales de refinanciación se llegó a situar en el 0,25 % en noviembre de 2013, mientras que el tipo de la facilidad de depósito se mantuvo en el 0 %, lo que llevó aparejado un estrechamiento del corredor entre los tipos de las facilidades de crédito y de depósito, e incluso una definición asimétrica de aquel. En este terreno, el BCE también anunció que estaba preparado para aplicar tipos negativos en la facilidad de depósito si los riesgos para la estabilidad así lo demandaban. Este conjunto de acciones convencionales configuraban un tono de máxima expansión monetaria, que se vio complementada con actuaciones adicionales en el terreno de las modalidades de inyección de liquidez, con ampliaciones adicionales en los plazos de inyección de liquidez (hasta llegar a los tres años, para salir al paso de las incertidumbres que los problemas de los soberanos o de los sistemas bancarios podían suscitar sobre el acceso a la liquidez) y con la adopción de orientaciones tanto sobre el comportamiento futuro del sistema de subastas como sobre la permanencia de la política de bajos tipos de interés. El BCE anunció plazos dilatados para la vigencia del sistema de inyección de liquidez a tipo fijo y sin restricciones de cantidades y se comprometió a mantener los bajos tipos de interés vigentes, o incluso más bajos, durante un prolongado período de tiempo (véase cuadro 1).

El terreno más complejo fue el de la intervención del BCE en los mercados de valores para reparar el dañado canal de transmisión de la política monetaria como consecuencia de la crisis de la deuda soberana. La compra de valores se había activado en 2009 para reactivar los mercados de bonos privados garantizados, como las cédulas, y estimular el crédito al sector privado. La crisis de la deuda soberana suscitó la necesidad de afrontar las expectativas que se propagaban por los mercados, con riesgos de autorrealización, sobre el impago de las deudas de algunos soberanos e incluso, más adelante, de redenominación de aquellas, por abandono o expulsión de algún país de la zona del euro.

CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DEL EUROSISTEMA (a)

CUADRO 1

Año	2007			2008			2009			2010			2011			2012			2013																	
Mes	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12							
Tipo de interés MRO																																				
	4 %			4,25 %			3,75 % (b)			1 %			1,25 % (b)			1 %			0,75 % (b)			0,5 %			0,25 %											
Facilidades permanentes: amplitud del corredor de tipos																																				
	100 pb						200 pb						150 pb						100 pb						75 pb											
Operaciones ordinarias semanales (MRO) y a más largo plazo (LTRO)																																				
MRO	Liquidez > benchmark neutral												Tipo fijo y adjudicación plena																							
OFPML 3 m							Tipo fijo y adjudicación plena						Tipo fijo y adjudicación plena																							
Operaciones (LTRO) complementarias. A tipo fijo y adjudicación plena desde octubre de 2008																																				
LTRO especiales a un periodo de mantenimiento																																				
	LTRO 3 m adicionales						Renovación a tipo fijo y adj. plena						LTRO 6 m						LTRO 6 m						LTRO a un año						VLTRO a tres años					
Operaciones en divisas																																				
	USD						CHF						USD																							
Programas de adquisición de valores: de covered bonds (CBPP1 y CBPP2), Programa para los Mercados de Valores (SMP) y Programa de Operaciones Monetarias de Compraventa (OMT)																																				
							CBPP1 (60 mm) (c)						SMP (c)						CBPP2 (40 mm) (c)						OMT											
Coefficiente de caja																																				
	2 %			2 %			2 %			2 %			2 %			1 %			1 %																	
Forward Guidance																																				
Liquidez																																				
Tipos de interés																																				

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a El color rojo indica que durante ese mes se llevaron a cabo dichas operaciones, mientras que el azul indica que no se llevaron a cabo nuevas operaciones ese mes pero que la liquidez proporcionada por las operaciones anteriores seguía vigente. El programa OMT está disponible, pero no se han efectuado adquisiciones de deuda desde que se inició.
- b Entre octubre 2008 y mayo 2009, el BCE redujo los tipos de interés en siete ocasiones, por una cuantía acumulada de 325 pb. En noviembre y diciembre de 2011, el BCE redujo los tipos de interés en dos ocasiones, por una cuantía acumulada de 50 pb.
- c El programa CBPP1 concluyó en junio 2010 y alcanzó un saldo vivo máximo de 61,1 mm de euros. El programa CBPP2 concluyó en noviembre 2012 y alcanzó un saldo vivo máximo de 16,4 mm de euros, muy por debajo del importe programado de 40 mm de euros. El programa SMP alcanzó un saldo vivo máximo de 219,3 mm en febrero de 2012.

En mayo de 2010, en el punto álgido de la crisis griega y de su contagio a otros países potencialmente vulnerables, una vez acordado el rescate de ese país y ante la falta de acuerdo para establecer algún mecanismo intergubernamental o europeo con el que intervenir en los mercados de deuda, el BCE decidió aprobar el Programa para los Mercados de Valores (SMP, por sus siglas en inglés), que consistía en la compra de deuda pública en el mercado secundario de aquellos países que sufrían presiones especulativas en sus mercados de bonos. Se trataba de una operación de política monetaria exclusivamente orientada a asegurar la transmisión de los impulsos monetarios a aquellos países en los que la incertidumbre sobre su solvencia encarecía y limitaba de manera desorbitada la financiación de sus economías. Su naturaleza monetaria limitaba el alcance de las operaciones y las condicionaba a la adopción de las medidas necesarias tanto por parte de las autoridades de los países concernidos como por parte de las autoridades europeas para asegurar la sostenibilidad de sus finanzas públicas y la mejora de la gobernanza del área. El BCE no podía en modo alguno suplir de manera encubierta la mutualización de riesgos que las autoridades fiscales o los parlamentos nacionales no estaban dispuestos a asumir. Aun así, la entrada del BCE en este tipo de operaciones suscitó críticas en las opiniones públicas de algunos países, e incluso divergencias públicas de algunos miembros del Consejo de Gobierno del BCE. Este programa tuvo dos fases de actividad. La primera, en 2010, centrada en los rescates de las economías griega, irlandesa y portuguesa; y la segunda, en el verano de 2011, con mayor protagonismo de Italia y de España, cuando los riesgos de contagio a estas economías empezaron a cobrar mayor vigencia.

El momento más crítico se alcanzó en el verano de 2012, cuando las dudas sobre la economía española se habían incrementado con la revelación de elevadas cifras de déficit público y el agravamiento de la crisis bancaria tras la nacionalización de Bankia y el anuncio de un programa de asistencia financiera europea para la recapitalización de los bancos españoles, a la vez que las incertidumbres políticas en Italia ensombrecían las posibilidades de avance en sus necesidades de ajustes y la eventualidad de que Grecia pudiera abandonar el euro incrementaba hasta niveles desconocidos el riesgo de redenominación. La respuesta del BCE fue contundente. Su presidente anunció que haría, dentro de su mandato, todo lo que fuera necesario para salvar al euro. Y el anuncio fue seguido del diseño del nuevo Programa de Operaciones Monetarias de Compra (OMT, por sus siglas en inglés), según el cual el BCE podría intervenir realizando compras de deuda pública sin límite de cantidades cuando los países vulnerables a la crisis de deuda soberana sufriesen presiones no justificadas por la evolución de sus fundamentos. Es un programa diseñado para países que mantengan la capacidad de financiarse en los mercados y se sometan a la condicionalidad de los programas de apoyo precautorio de la Unión Europea, como garantía de coherencia de sus políticas económicas con el enderezamiento de sus desequilibrios. Este nuevo instrumento tiene, sobre todo, capacidad disuasoria frente a procesos especulativos y está diseñado de manera que limita la asunción de riesgos por parte del Euro-sistema, evitando su presencia continua en los mercados.

Estas acciones del BCE, junto con los pasos dados en el ámbito de autoridades políticas europeas para avanzar hacia la Unión Bancaria y el avance de las políticas de consolidación fiscal y de reformas estructurales de los países, marcaron un punto de inflexión en el desarrollo de la crisis de la deuda soberana, pues los mercados las interpretaron como una protección suficientemente eficaz frente a los riesgos extremos («de cola») de una ruptura del euro. La tendencia explosiva de los riesgos soberanos se revirtió y se empezaron a aliviar las tendencias fragmentadoras de los mercados, aunque la vuelta a la normalidad quedaba todavía muy lejos y no estaba exenta de riesgos de retroceso y de reactivación de la inestabilidad.

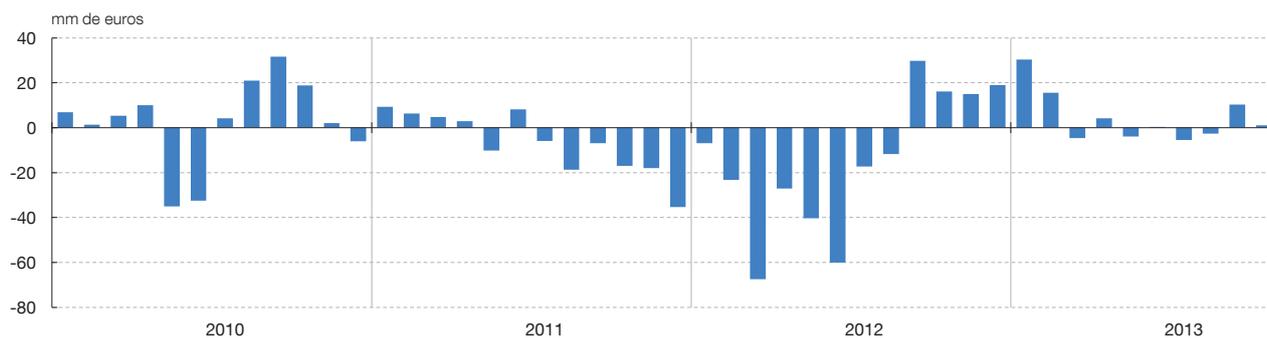
Todas estas actuaciones tuvieron un impacto especialmente favorable en el caso de la economía española, que, tras los rescates de Grecia, Irlanda y Portugal, había quedado situada, junto con la italiana, en primera línea de avance de la crisis. Los descensos de los tipos de interés contribuyeron a ablandar las condiciones extremadamente adversas de financiación en las que se llegó a colocar la economía, pero, como no se acabó de restaurar la integridad en el proceso de transmisión de la política monetaria, dichos descensos no se tradujeron en un abaratamiento de las condiciones de financiación de empresas y familias españolas ni en una relajación de las condiciones de la concesión de crédito por parte de un sistema bancario afectado por un profundo proceso de reestructuración y recapitalización.

La parte más visible de la eficacia de la acción del BCE se puso de manifiesto durante el período que va del verano de 2011 al verano de 2012, cuando las expectativas de que la economía española podría llegar a requerir un programa de rescate, junto con la economía italiana, de una dimensión difícilmente asumible por las estructuras vigentes de la UEM, coincidiendo con la fase de peligro de salida de Grecia del euro, fueron mayores.

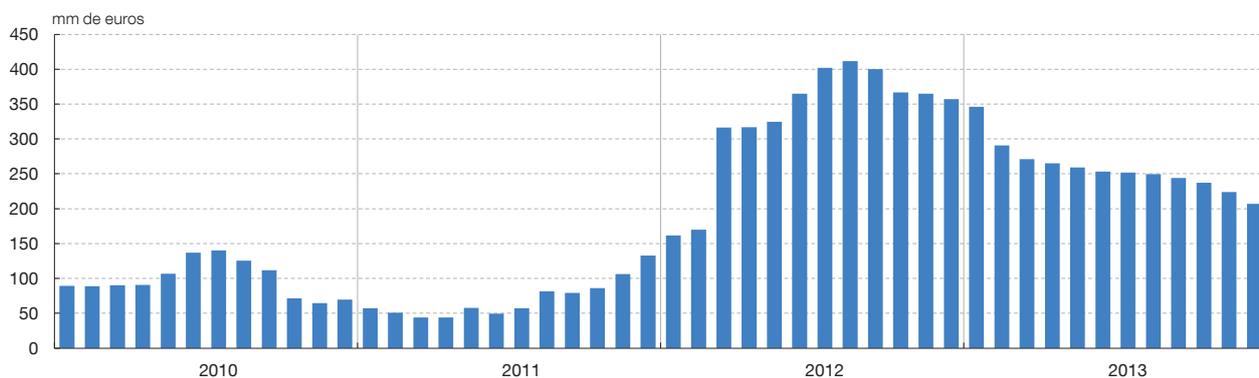
En el verano de 2011, la reactivación del Programa para los Mercados de Valores, con el foco principal en Italia y en España, sirvió, junto con las medidas de política económica que se adoptaron en ambos países, para detener y revertir el aumento de los riesgos soberanos, pero la persistencia de la incertidumbre se manifestó en la incapacidad de la economía española para renovar los importantes vencimientos de la deuda mantenida por los no residentes, lo que determinaba una creciente dependencia de las entidades de crédito españolas de la financiación del Eurosistema. La decisión del BCE de embarcarse en nuevas inyecciones masivas de liquidez al plazo de tres años resultó decisiva para evitar un colapso financiero de la economía española. Como puede apreciarse en el gráfico 2, en el año que acaba en el verano de 2012 se habían producido salidas financieras netas en la economía española por valor de unos 300 mm de euros, que solo pudieron ser cubiertos mediante un aumento de la financiación del Eurosistema, que llegó a alcanzar una cifra de 400 mm de euros. La mayor parte provino de las subastas especiales a tres años, lo que, además de suplir eficazmente el total bloqueo de la financiación de mercado, ayudó a eliminar la incertidumbre sobre la eventualidad de que el parón de la financiación externa terminase por ahogar toda posibilidad de pronta salida de la segunda recesión, que en España habría alcanzado más intensidad y persistencia que en el conjunto del área. La Unión Monetaria funcionó correctamente, financiando la aguda crisis de balanza de pagos que sufría la economía como resultado conjunto de su elevado endeudamiento externo y de la desconfianza de los mercados, agudizada por las fragilidades de su sistema bancario que había revelado la crisis de Bankia y por la necesidad de recurrir a un programa de ayuda para la recapitalización de los bancos. La financiación del Eurosistema solo era una solución transitoria. No sería concebible que una parte creciente de la deuda externa española fuese quedando en el balance de los bancos centrales del Eurosistema a través de los saldos de las cuentas Target. De hecho, en algunos países se suscitaron duras críticas, basadas en análisis desenfocados, sobre los riesgos que para los países prestamistas representaban estos saldos de Target.

Por eso, el riesgo soberano de España continuó creciendo, hasta alcanzar 630 pb, muy próximo a la zona en la que otros Tesoros perdieron el acceso a los mercados y tuvieron que solicitar el rescate. La situación de la economía española no empezaría a estabilizarse hasta que el BCE adoptó su acción más decisiva para asegurar la estabilidad del euro, mediante el anuncio y el diseño de las OMT. Fue a partir de ese momento cuando los diferenciales de riesgo empezaron a converger hacia zonas menos distorsionadas, alcanzándose a finales de 2013 niveles inferiores a los del verano de 2011. La recuperación de

FLUJO NETO DE FINANCIACIÓN, EXCLUIDO EL BANCO DE ESPAÑA



BALANCE DEL EUROSISTEMA



FUENTES: Reuters y Banco de España.

la confianza y la disminución del riesgo permitieron la reanudación de la financiación externa y la progresiva disminución de la dependencia de la financiación del Eurosistema, que se redujo a la mitad en relación con los volúmenes máximos alcanzados.

Consideraciones finales

Las acciones adoptadas por el BCE para combatir la crisis de la deuda soberana y asegurar la supervivencia del euro han sido especialmente favorables para evitar el ahogo financiero de la economía española y facilitar su permanencia en la UEM sin necesidad de solicitar un rescate, aunque la capacidad de actuación del BCE es limitada y la resolución de los problemas de fondo depende en última instancia del fortalecimiento del marco institucional de la propia UEM y de la capacidad de la política económica nacional para encauzar los desequilibrios y establecer las bases de una nueva senda de crecimiento.

Quedan pendientes muchos problemas por resolver; entre ellos, el restablecimiento de una transmisión homogénea de la política monetaria y la superación de los cortocircuitos que se vienen produciendo entre el riesgo soberano y el riesgo bancario. Ambas cuestiones son fundamentales para el normal funcionamiento del flujo de crédito a empresas y familias cuando se vaya asentando la recuperación, y para ambas cuestiones resulta fundamental el buen fin del ambicioso proyecto de la Unión Bancaria, en la que el BCE tiene que desempeñar un papel clave, pero en la que, de nuevo, su capacidad de actuación es limitada, ya que no puede suplir la necesaria contribución fiscal de los países miembros, que todavía está pendiente de definir [Coeuré (2013)].

10.2.2014.

BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE ESPAÑA (2006). *Informe Anual, 2005*, p. 32.
- BASU, K., y J. E. STIGLITZ (2013). *International Lending, Sovereign Debt and Joint Liability. An Economic Theory Model for Amending the Treaty of Lisbon*, Policy Research Working Paper 6555, The World Bank, agosto, Washington.
- COEURÉ, B. (2013). «El mecanismo único de resolución: por qué se necesita», *Papeles de Economía Española*, n.º 137, noviembre, Madrid.
- COUR-THIMANN, P., y V. R. REINHART (2013). *The ECB'S Non-standard Monetary Policy Measures. The Role of Institutional Factors and Financial Structure*, Banco Central Europeo, Documento de Trabajo n.º 1528, Fráncfort.
- DARVAS, Z. (2013). *The Euro Area's Tightrope Walk: Debt and Competitiveness in Italy and Spain*, Bruegel Policy Contribution, septiembre, Bruselas.
- DE GRAUWE, P. (2013). «The political Economy of the euro», *The Annual Review of Political Science*, 16, pp. 153-170.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2013). *Unconventional Monetary Policies - Recent Experience and Prospects*, abril.
- FURCERI, D., y A. ZDZIENICKA (2013). *The Euro Area Crisis: Need for a Supranational Fiscal Risk Sharing Mechanism*, Fondo Monetario Internacional, Documento de Trabajo n.º 128.
- GUAL, J. (2013). «Unión bancaria: ¿de hormigón o de paja?», *Papeles de Economía Española*, n.º 137, noviembre, Madrid.
- LENZA, M., H. PILL y L. REICHLIN (2010). *Monetary Policy in Exceptional Times*, Banco Central Europeo, Documento de Trabajo n.º 1253, Fráncfort.
- MALO DE MOLINA, J. L. (2006). «La financiación del auge de la economía española», *Economistas*, n.º 108, marzo, p. 25, Madrid.
- (2007). «Los principales rasgos y experiencias de la integración de la economía española en la UEM», *Documentos Ocasionales*, n.º 0701, febrero, p. 27, Banco de España.
- (2009). «Los retos de la economía española en la crisis financiera internacional», *Boletín Económico*, febrero, Banco de España.
- MILLARUELO, A., y A. DEL RÍO (2013). «La fragmentación en la zona del euro durante la crisis», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.
- SAPIR, A., y G. B. WOLFF (2013). *The Neglected Side of Banking Union: Reshaping Europe's Financial System*, Bruegel Policy Contribution, Bruselas.
- WOODFORD, M. (2012). «Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound», *2012 FRB Kansas City Economic Policy Symposium*, Jackson Hole, WY.