

Este artículo ha sido elaborado por José Luis Malo de Molina, director general del Servicio de Estudios¹.

La gran crisis del siglo XXI ha planteado retos formidables a los gestores de las políticas económicas en todo el mundo y, muy particularmente, a los bancos centrales, por la importancia que han tenido los componentes financieros en el desencadenamiento y desarrollo de aquella y por el hecho de que, no en balde, la política monetaria es el instrumento más ágil, y más poderoso a corto plazo, de la política económica, aunque, como más adelante se verá, su capacidad de actuación frente a determinado tipo de perturbaciones es limitada. Para el Banco Central Europeo (BCE) todo ha resultado mucho más complicado, pues la crisis le sorprendió al inicio de la andadura del complejo proyecto de integración monetaria europea, que estaba asentado, además, sobre unas bases institucionales que han terminado manifestándose como insuficientes en aspectos muy relevantes.

Retos derivados de la crisis económica y financiera

El análisis de las actuaciones del BCE en respuesta a la crisis debe comenzar identificando, de forma sucinta, los retos que esta ha planteado a los países avanzados en general, y a la Unión Económica y Monetaria en particular.

Tras el episodio de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos, la Gran Recesión se desencadenó en forma de una brusca y repentina evaporación de la liquidez mundial y una abrupta reevaluación de los riesgos financieros como consecuencia de la quiebra de Lehman Brothers, que amenazaron con colapsar la estabilidad del sistema financiero global. Más adelante, la crisis financiera se transformó en una crisis del sector real de las economías en forma de una profunda recesión, que en algunos casos, como en Estados Unidos, suscitó riesgos de deflación y en otros, como en el área del euro, adquirió tintes de gran persistencia, con una prolongada recaída.

Por si fuera poco la suma de una grave perturbación de liquidez con una gran recesión, los problemas de gestión de la política monetaria para suministrar el estímulo que la situación requería se vieron enrarecidos adicionalmente por los límites a la actuación de los bancos centrales que surgen cuando los tipos de interés de intervención se aproximan a cero.

Además, la emergencia de los profundos desequilibrios financieros que estuvieron en el origen de la crisis puso al descubierto la existencia de lagunas importantes en el armazón de la política económica que tienen que ver sobre todo con el insuficiente desarrollo de la llamada «política macroprudencial», cuya atención e impulso habrían de requerir la asunción de nuevas responsabilidades por parte de los bancos centrales².

En general, la mayor parte de estos problemas no se diferencian de manera sustancial de los que habitualmente tiene que abordar la política monetaria, aunque es verdad que en esta ocasión se plantearon con una intensidad desconocida en las últimas décadas y obligaron a explotar al máximo el arsenal de los instrumentos operativos disponibles y a desarrollar innovaciones que estuvieran a la altura de la excepcionalidad de la grave situación

¹ Este artículo desarrolla la ponencia presentada en el encuentro «Experiencias y enseñanzas de las crisis: Europa y América Latina», organizado por la Universidad Complutense y la Fundación Ramón Areces, que tuvo lugar el 16 de julio de 2013 en Madrid.

² Alberola, Trucharte y Vega (2013) revisan la experiencia española con las provisiones dinámicas para reflexionar sobre el papel de los bancos centrales en la preservación de la estabilidad financiera en la zona del euro.

creada. En el área del euro, sin embargo, aparecieron serios problemas de fragmentación financiera que dieron una dimensión especialmente grave y novedosa a las dificultades de actuación del BCE, derivadas de la singularidad del propio modelo de una política monetaria única que se aplica a 17 Estados que mantienen la plena soberanía en el manejo de los restantes instrumentos de la política económica en los ámbitos fiscales, estructurales y otros, entre los que se encuentran la regulación, supervisión y, en su caso, la reestructuración de sus respectivos sistemas financieros.

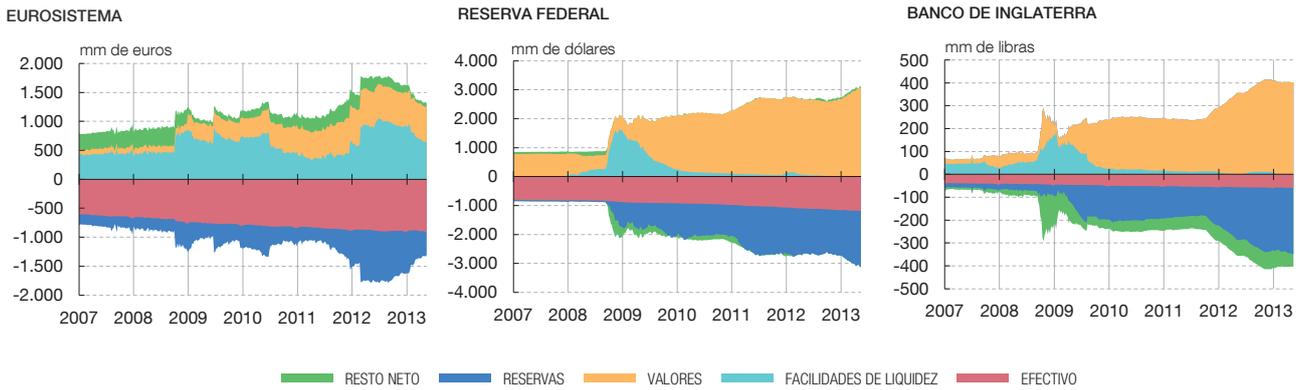
La fragmentación de los mercados financieros del área del euro estuvo ligada también a la percepción de las insuficiencias del marco institucional y de gobernanza del diseño original de la Unión Económica y Monetaria (UEM), que llegaron al punto de suscitar riesgos de ruptura o reversibilidad de la moneda única. En unos mercados financieros fragmentados, los impulsos de la política monetaria no llegan en igual medida a todos los países miembros³. El deterioro del mecanismo de transmisión suscitó complejidades muy especiales al BCE.

La singularidad del Banco Central Europeo

Es obvio que la capacidad de actuación de los bancos centrales para afrontar los retos que plantea una crisis como la descrita a través de la política monetaria es siempre limitada. La crisis actual tiene componentes estructurales relacionados con la asignación eficiente de los recursos, y distributivos, derivados de las transferencias de rentas entre países o sectores, frente a los cuales la política monetaria no tiene capacidad alguna de actuación. En realidad, la política monetaria ni siquiera tiene la posibilidad de abordar por sí sola y en toda su dimensión los problemas de índole macroeconómica, que son más específicamente su ámbito de actuación, sin el concurso de otras áreas de política económica, como la política presupuestaria, particularmente cuando existen problemas de sobreendeudamiento privado y de sostenibilidad de la deuda pública. Como es bien sabido, incluso para que la política monetaria pueda perseguir con eficacia la estabilidad de los precios es imprescindible que la sostenibilidad de las finanzas públicas asegure la existencia de un régimen de dominancia monetaria. En definitiva, cuando los factores de riesgo proceden de ámbitos ajenos, lo único que la política monetaria puede hacer es, como mucho, comprar tiempo para que los otros componentes de la política económica actúen en la dirección y con la intensidad requeridas.

Estas restricciones son particularmente severas en el caso del BCE, que no tiene un único interlocutor responsable del resto de componentes de la política económica, sino a 17 Estados soberanos que han de responder ante sus respectivos parlamentos nacionales. Esta singularidad tiene especial importancia para las interacciones entre la política monetaria y la política fiscal. En el peculiar diseño de la UEM, el BCE no puede embarcarse en operaciones que puedan implicar mutualización de riesgos o transferencia de rentas entre países miembros que no han sido explícitamente aceptadas por los parlamentos nacionales. El BCE no puede interferir en las transferencias de renta entre países, ni mucho menos suplir las acciones de solidaridad entre Estados miembros que los parlamentos nacionales no están dispuestos a adoptar en el ámbito específico de sus competencias propias. La transferencia de rentas entre países no es una función que pueda asumir un banco central, porque entraría en conflicto con la integridad y la eficacia de la política monetaria y con los requerimientos de legitimidad democrática exigidos por las constituciones de los países miembros y los tratados de la Unión. Los únicos riesgos que el BCE puede asumir son los que se derivan estrictamente del desempeño de los objetivos de política monetaria que tiene encomendados.

³ Véase el recuadro 4.1 del *Informe Anual, 2012* del Banco de España.



FUENTES: Banco Central Europeo, Reserva Federal y Banco de Inglaterra.

Inyecciones masivas de liquidez

El BCE merece el reconocimiento de haber sido el más rápido en responder con inyecciones inmediatas y masivas de liquidez al repentino aumento de la aversión al riesgo y la extensión indiscriminada de la desconfianza entre los intermediarios financieros que generó la quiebra de Lehman Brothers, que fueron seguidas por otros bancos centrales y que tuvieron un efecto paliativo suficiente para impedir que la ola de parálisis en las transacciones interbancarias desembocase un colapso financiero generalizado⁴ (véase gráfico 1). Las medidas de emergencia en el suministro de liquidez permitieron al BCE suplir la práctica desaparición del mercado interbancario colocándose él mismo como el principal actor del mercado monetario, de tal forma que una gran parte de las operaciones que antes se hacían directamente entre los intermediarios financieros pasaron a estar integradas en el propio balance del BCE. Puesto de una manera muy simple, las entidades excedentarias de liquidez preferían depositarla en el BCE a asumir riesgos con otras contrapartidas y, a su vez, el BCE quedaba como prácticamente el único suministrador de liquidez a las entidades deficitarias. El desempeño de esta función desencadenó un importante incremento del tamaño del balance del banco central, que se habría de ir alimentando conforme el desarrollo de la crisis financiera fue cegando otras vías de financiación de las instituciones financieras monetarias en los mercados mayoristas o cuando más adelante, como luego se verá, la crisis del euro cristalizó en un secamiento de la financiación a algunos países vulnerables del área.

Hay que decir que el diseño operativo del BCE estaba particularmente bien equipado para articular este tipo de reacción. Otros bancos centrales tuvieron que modificar sus marcos operativos para aproximarse al del BCE, que actuaba frente a un número muy amplio de contrapartidas y aceptaba una gama muy amplia de colateral. No obstante, también el BCE tuvo que innovar, modificando sus sistemas de subasta de liquidez para hacerlas a tipo de interés fijo y sin límites de cantidad, ampliando la gama de colaterales admisibles y flexibilizando los criterios de admisión, ampliando los plazos de los préstamos de política monetaria y diseñando nuevas facilidades de suministro de liquidez orientadas a satisfacer necesidades específicas, con el fin de intentar que el tono de la política monetaria alcanzase al conjunto de la economía del área. También se acordaron permutas de divisas con otros bancos centrales para poder ofrecer líneas de liquidez en moneda extranjera.

⁴ Una descripción más detallada de la actuación del BCE, la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra entre 2007 y 2009 puede encontrarse en Lenza, Pill y Reichlin (2010).

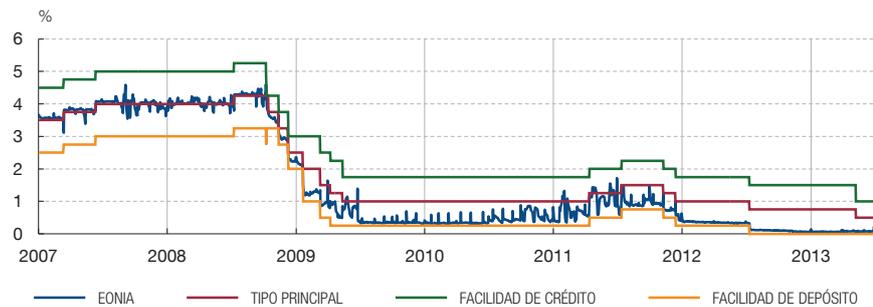
Muchas de estas innovaciones se fueron introduciendo de manera gradual en respuesta a las necesidades que la extensión y la persistencia de la crisis iban suscitando. La flexibilización de la política de colateral ablandó las restricciones de liquidez de los bancos al ofrecerles mayores posibilidades de movilizar y transformar en liquidez activos cuyos mercados estaban paralizados. La prórroga sucesiva de los compromisos temporales de mantenimiento de las subastas sin restricciones y el alargamiento de los plazos de los préstamos de inyección de liquidez, desde los tres meses hasta los tres años, contribuyeron a aliviar la incertidumbre, al proporcionar a los intermediarios seguridad sobre la posibilidad de descansar en las operaciones de refinanciación en el banco central durante períodos de tiempo prolongados.

En la expansión del balance del BCE también desempeñaron un papel relevante las operaciones de adquisición de títulos emitidos tanto por el sector privado como por el público. Se pusieron en marcha dos programas sucesivos de compras de bonos bancarios garantizados (cédulas o equivalentes) y otro de compras en firme de bonos públicos de países en tensión (SMP, Programa para los Mercados de Valores, por sus siglas en inglés) con la limitada finalidad de restablecer la transmisión de la política monetaria. Es cierto que cuando se compara la composición de la expansión del balance del BCE con la de otros bancos centrales durante la crisis (especialmente, con la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón), la diferencia más notable es el menor peso relativo que ha tenido la compra de valores, sobre todo deuda pública, frente al papel mucho más relevante de las operaciones de préstamo a las entidades de crédito (véase gráfico 1). Esta es una diferencia importante que tiene que ver con los rasgos propios iniciales de los marcos operativos, pero sobre todo con la ya mencionada singularidad de BCE como banco central de 17 países.

La expansión monetaria y el límite cero de los tipos de interés

Las medidas no estándar orientadas a satisfacer el aumento de la preferencia por la liquidez y a facilitar la transmisión del tono de la política monetaria a las decisiones de gasto de los agentes finales se fueron introduciendo en paralelo a una relajación de las condiciones monetarias, en consonancia con la debilidad de la demanda y la actividad de la zona y el anclaje de las expectativas de inflación en línea con el mandato de estabilidad del precios del BCE (véase gráfico 2). El tono extraordinariamente expansivo que fue adoptando la política monetaria pretendía crear unas condiciones más proclives al sostenimiento de la dinámica de gasto privado en inversión y consumo y favorecer los procesos de desapalancamiento en los que muchos agentes se hallaban inmersos. La instrumentación de la relajación monetaria requerida se enfrentó, sin embargo, a dos grandes problemas. Por un lado, el límite en el margen de actuación que surge cuando los tipos de interés de intervención se aproximan a cero y, por otro, la ruptura de la transmisión de la política monetaria como consecuencia de la fragmentación financiera del área.

Cuando las subastas de los préstamos de política monetaria se realizan a tipo de interés fijo y sin límites de cantidades, como ha sido el caso desde el inicio de la crisis, la referencia para la transmisión monetaria viene establecida por la parte inferior del corredor habitual delimitado por las facilidades de depósito y de crédito del BCE, que es la comprendida entre la facilidad de depósito y el tipo de las operaciones de refinanciación del BCE. Desde julio de 2012 el tipo de la facilidad de depósito ha estado situado en cero y el tipo de las operaciones principales de refinanciación bajó al 1 % el 8 de diciembre de 2011, al 0,75 % el 5 de julio de 2012 y al 0,5 % el 2 de mayo de 2013. Los tipos de la facilidad de crédito se han ido moviendo de manera que la amplitud del corredor se ha ido estrechando para evitar poner en negativo el tipo de la facilidad de depósito y mantener una estructura simétrica del corredor en torno al tipo principal de refinanciación. Con estos movimientos de los



FUENTE: Banco Central Europeo.

instrumentos convencionales, el BCE se ha aproximado, como otros bancos centrales, al llamado «límite cero» (*zero lower bound*). La ausencia de riesgos deflacionistas en la zona del euro y las diferencias en el patrón temporal del ciclo, que hizo que el área se enfrentase a la crisis desde una posición inicial con tipos más altos, explican que en la UEM la aproximación al límite se haya realizado más tardíamente. Más allá de estas diferencias circunstanciales, interesa profundizar en las diferentes modalidades operativas con las que las distintas áreas se han enfrentado a esta restricción y en las razones que subyacen a ellas. Los instrumentos habituales en la literatura para capear esta anómala situación se pueden resumir básicamente en tres: el recurso a tipos de interés negativos, la adopción de una política de guía para el comportamiento futuro de los tipos de interés a corto plazo (*forward guidance*) y la llamada «relajación cuantitativa» (*Quantitative Easing, QE*), considerando tanto la expansión como el cambio en la composición del balance del banco central⁵. Veamos las particularidades específicas del BCE en el recurso a estos instrumentos⁶.

El recurso a tipos de interés negativos ofrece un recorrido limitado y puede introducir algunas distorsiones en el funcionamiento de los mercados monetarios, por lo que ha sido utilizado en muy pocos casos y con un balance poco resolutivo. A pesar de ello, puede constituir una señal poderosa sobre las intenciones de la política monetaria y en el caso de la zona del euro puede ayudar a reequilibrar los incentivos entre entidades o zonas con exceso de liquidez y aquellas con escasez. Por ello, el BCE ha culminado los preparativos para poder recurrir a la fijación de tipos negativos en la facilidad de depósito y ha anunciado que continúa abierto a su posible implementación si la situación lo requiriera, de manera que puede decirse que el recurso a los tipos de interés negativos forma parte del posible arsenal de instrumentos del BCE.

El recurso a la adopción de orientaciones explícitas sobre el comportamiento futuro de los tipos de interés a corto plazo pretende incidir directamente en la formación de expectativas y, por lo tanto, sobre la pendiente de la curva de rendimientos, de manera que abaratando los tipos a largo plazo se generen estímulos al gasto o a la adquisición de activos

5 Bernanke y Reinhart (2004) recogieron estas opciones de política monetaria como fruto del debate a principios de este siglo sobre la problemática japonesa y los temores deflacionistas en Estados Unidos. En ese mismo contexto, Eggertsson y Woodford (2003 y 2004) desarrollaron una justificación teórica del papel crucial que podían desempeñar las expectativas sobre la conducción de la política monetaria cuando el tipo de interés oficial es cercano a cero. En el contexto actual, Woodford (2012) revisa la argumentación teórica disponible y las condiciones bajo las que cabe esperar una mayor efectividad de estas dimensiones no convencionales de la política monetaria.

6 Una descripción comparada de las medidas no convencionales desplegadas por los bancos centrales de los países desarrollados con los objetivos de restituir la función de intermediación del sistema financiero y estimular la economía puede consultarse en FMI (2013).

con riesgo. El caso en el que más se ha avanzado en el uso de este recurso ha sido el de la Reserva Federal, donde se ha pasado de mensajes genéricos sobre el mantenimiento de los tipos de intervención cercanos a cero por el tiempo que fuera necesario a la vinculación de dicho período a algunas referencias cuantitativas relacionadas con el comportamiento del desempleo. Un paso que, sin duda, está vinculado a la singularidad del mandato dual de la Fed, en el que la estabilidad de precios y la lucha contra el desempleo están mencionadas explícitamente. En el caso del BCE, el recurso a esta modalidad se ha traducido en innovaciones importantes en la comunicación. De la reiteración del mensaje sobre la reticencia del BCE a asumir compromisos previos se pasó al énfasis en el mantenimiento de la política monetaria expansiva por el tiempo que fuera necesario. Y en la reunión del 4 de julio de 2013 se adoptó una fórmula explícita de orientación futura añadiendo que el Consejo de Gobierno esperaba que sus tipos de interés de intervención se mantuvieran en los niveles alcanzados, o incluso más bajos, durante un período prolongado de tiempo⁷. Este es, por tanto, uno de los recursos que el BCE está utilizando.

Donde las diferencias son más notables es en el terreno de la llamada «relajación cuantitativa», consistente en la compra masiva de bonos, principalmente públicos, en el mercado secundario con el fin de incidir directamente en los tipos de interés de estos instrumentos y, por lo tanto, también en la pendiente de la curva de rendimientos. Esta modalidad ha sido el principal factor de expansión del balance de la Reserva Federal y del Banco de Inglaterra⁸, como ilustra el gráfico 1. La versión más agresiva de este tipo de actuación ha sido la adoptada recientemente por el Banco de Japón, por la magnitud de los programas de compra anunciados con la finalidad explícita de aumentar la tasa de inflación. Como ya se ha dicho, el BCE ha realizado algunos programas de compra de valores (SMP) que incluyen, en cantidades moderadas y con condiciones estrictas, la compra en firme en el mercado secundario de deuda pública de algunos Estados miembros. Sin embargo, la motivación del recurso a esta modalidad operativa no responde —ni puede responder— a la finalidad de abaratar de forma generalizada el coste de la financiación pública a largo plazo. La singularidad del BCE de ser el banco central de 17 países soberanos le impide embarcarse en operaciones de relajación cuantitativa, como las practicadas por otros bancos centrales, porque ello implicaría asumir directamente la mutualización de riesgos y la posibilidad de realizar transferencias de rentas ente dichos países, no aceptadas ni aprobadas por sus respectivos parlamentos. El objetivo de las posibles compras del BCE de deuda pública en el mercado secundario solo puede estar relacionado con el problema específico del área del euro de su posible fragmentación financiera y la distorsión que esta introduce en la transmisión de la política monetaria⁹.

Fragmentación del área del euro y ruptura del mecanismo de transmisión de la política monetaria única

Graves problemas específicos con los que se ha tenido que enfrentar el BCE han sido la fragmentación financiera y las dudas sobre la sostenibilidad de la integración monetaria¹⁰. Problemas de gran envergadura que han condicionado de forma decisiva toda la política económica del área, y muy singularmente su política monetaria (véase gráfico 3). Muchas de las medidas no estándar adoptadas para atender las voluminosas necesidades

7 En el recuadro del editorial del *Boletín Mensual* del BCE de julio de 2013 se exponen los fundamentos de la decisión del Consejo de Gobierno de ofrecer indicaciones sobre la evolución futura de los tipos de interés oficiales del BCE.

8 Véase Cúrdia y Woodford (2011) para una exposición y justificación teórica de la efectividad de este tipo de medidas.

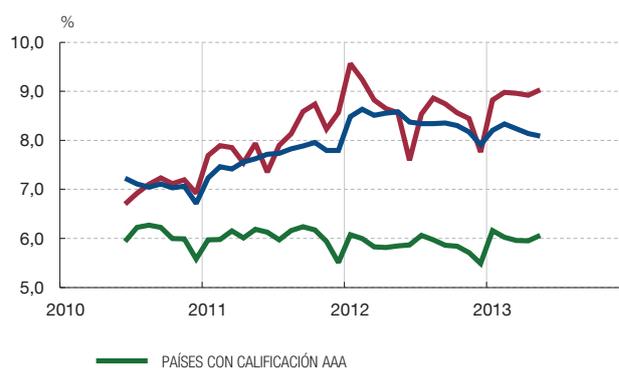
9 Millaruelo y Del Río (2013) y Cour-Thimann y Winkler (2013) revisan las medidas no convencionales del BCE a lo largo de las distintas fases de la crisis y su vinculación con el marco institucional de la zona del euro y las características de su sistema financiero.

10 Una compilación amplia y un análisis de los indicadores más relevantes de integración financiera en el área del euro pueden encontrarse en el informe de integración financiera del BCE. Véase BCE (2012 y 2013).

PRÉSTAMOS A SOCIEDADES NO FINANCIERAS HASTA 250.000€



PRÉSTAMOS A HOGARES PARA CONSUMO



FUENTE: Banco Central Europeo.

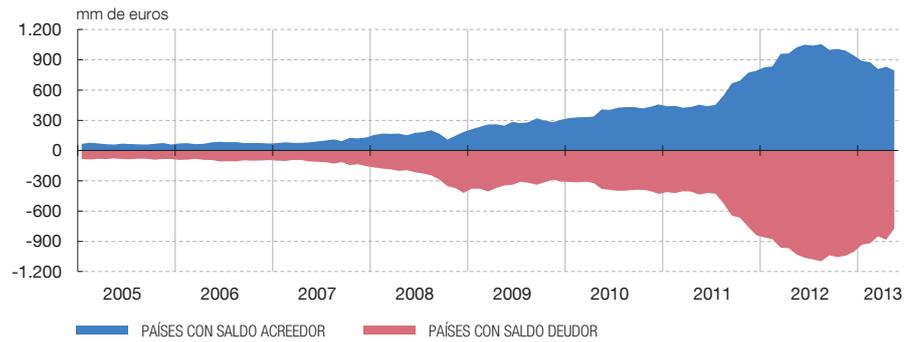
de liquidez han tenido también como preocupación central la recuperación de la integración perdida y minimizar los riesgos de ruptura del euro. El agravamiento de las tensiones en el verano de 2012 obligó a anunciar la puesta en marcha de mecanismos excepcionales que salieran al paso del círculo vicioso de expectativas con riesgo de autorrealización sobre la ruptura del área. Esta fue la razón del anuncio (y del diseño y preparación) del Programa de las Operaciones Monetarias de Compraventa (OMT, por sus siglas en inglés).

Para entender el papel específico y la capacidad limitada de las operaciones no estándar acometidas por el BCE con el fin de superar la fragmentación financiera del área es imprescindible partir del diagnóstico de la crisis del euro¹¹. En síntesis, la crisis tiene una raíz doble. Por un lado, en muchos países los gestores de la política económica no adoptaron las políticas necesarias para garantizar la estabilidad macroeconómica que la pertenencia a la UEM requería; y los mercados financieros, a la vez, fallaron a la hora de penalizar las políticas erróneas y de ejercer la función disciplinadora que se esperaba de ellos. De esta manera, se acumularon importantes desequilibrios que emergieron de forma abrupta cuando la crisis económica puso fin al exuberante crecimiento que había ayudado a ocultar hasta entonces los problemas subyacentes.

Por otro lado, la crisis ha sido el resultado de un conjunto de debilidades que arrastraba el diseño institucional inicial de la Unión Monetaria. Dicho diseño incluía una política monetaria única, acompañada de una coordinación y vigilancia mutua en otras parcelas de política económica mucho más difusa y escasamente efectiva. El ejemplo más notorio fue la inoperatividad práctica, en el área de la política de estabilidad presupuestaria, del Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento. Los instrumentos establecidos para coordinar otras políticas de carácter estructural, regulatorio o financiero eran incluso más débiles. Y a todo ello se añadía la total ausencia de mecanismos apropiados para gestionar las crisis de carácter sistémico que afectasen al conjunto del área, por lo que no fue posible actuar con la presteza necesaria cuando se precipitaron las tensiones. Puede decirse que la UEM era efectivamente monetaria, pero apenas lo era económica.

La magnitud de los desequilibrios que se gestaron, y que hicieron erupción durante la crisis, habla por sí misma de la relevancia de los fallos de diseño de la UEM. Una de las

11 Para más detalle, puede consultarse el capítulo 2 del *Informe Anual, 2012 del Banco de España*.



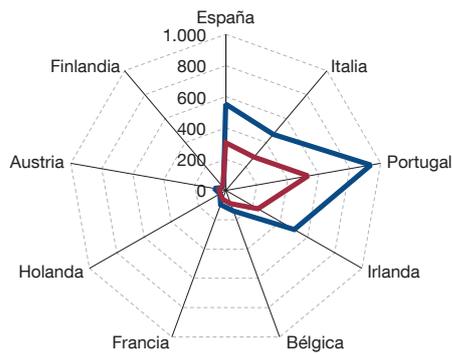
FUENTES: Banco Central Europeo y bancos centrales nacionales.

consecuencias más graves de todo ello fue la activación de un círculo vicioso entre el deterioro de las perspectivas macroeconómicas, los riesgos financieros y los riesgos de la deuda soberana, que se realimentaron entre sí y se extendieron de unos países vulnerables a otros, con muy poca capacidad de reacción por parte de las autoridades europeas, hasta el punto de que esta espiral negativa llevó a algunos analistas a poner en duda la propia supervivencia del euro, al menos en su configuración y con su perímetro actuales. La perspectiva de que las deudas de algunos Gobiernos y algunas compañías situadas en esos países no se pudieran liquidar en euros había cobrado verosimilitud. Algunos inversores internacionales empezaron a desinvertir en los bonos soberanos de algunos países periféricos o en los títulos emitidos por instituciones privadas domiciliadas en esos mismos países. Alemania se convirtió en el refugio seguro y los fondos se dirigieron hacia allí, ampliando los diferenciales de tipos de interés y secando la disponibilidad de crédito e incrementando su coste, agudizando la fractura financiera del área. La evolución de los saldos Target de los bancos centrales del Eurosistema se convirtió en la prueba más visible de dicha fragmentación (véase gráfico 4).

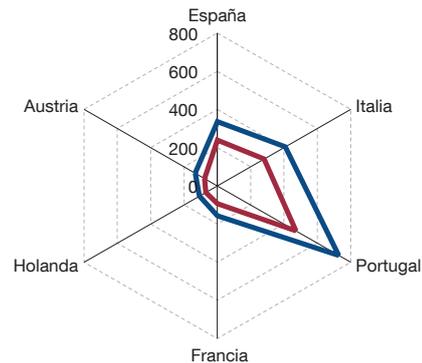
Esta peligrosa espiral se pudo detener gracias a la acción en un triple frente. Los Gobiernos nacionales más directamente concernidos por los problemas de confianza y credibilidad aceleraron los procesos de ajuste de sus economías y los programas necesarios de reforma estructural. Así, por ejemplo, la aprobación por parte de la Troika de los progresos realizados en Grecia para cumplir su programa tuvo un evidente efecto de relajación de las tensiones de los mercados. Un segundo frente en el que la reacción era necesaria para superar la crisis del euro era en el terreno específico de la política monetaria. Es evidente que la política monetaria no tiene capacidad ni atribuciones para resolver los problemas de fondo que subyacen a la crisis, pero también es evidente que la pasividad del BCE ante la gravedad de las expectativas que se estaban generando y ante la profundidad de la fractura en la transmisión de la política monetaria única habría precipitado un desenlace catastrófico. En tales circunstancias, la activación de medidas extraordinarias que ratificasen el compromiso del BCE con la preservación de la moneda única y con la restauración de la transmisión monetaria resultaba primordial para el desempeño del objetivo de estabilidad monetaria que tiene encomendado. El alcance de los retos planteados justificó la ampliación del menú de las operaciones no estándar de política monetaria al Programa de OMT, que contempla la posibilidad de compraventa de bonos soberanos de los países sometidos a expectativas infundadas de abandono del euro.

Las OMT no se pueden asimilar a los instrumentos específicos de la llamada «relajación cuantitativa». Su finalidad es combatir el riesgo de cola de una eventual ruptura del euro y

DIFERENCIALES SOBERANOS A DIEZ AÑOS
(en puntos básicos)



DIFERENCIALES CDS BANCARIOS A CINCO AÑOS
(en puntos básicos)



— JULIO DE 2012 — JULIO DE 2013

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

de bloqueo en la transmisión de la política monetaria a los países periféricos. En coherencia con este enfoque las OMT están sometidas a una fuerte condicionalidad, por lo que no pueden entenderse como un sustituto de los esfuerzos de reforma que han de hacer los países con desequilibrios. Su mero anuncio ha sido muy eficaz en la consecución del objetivo perseguido, como lo reflejan numerosos indicadores financieros y es reconocido de manera general por los analistas (véase gráfico 5).

En todo caso, la solución duradera de los problemas emergidos depende en gran medida de la acción en el tercero de los frentes, que es el que corresponde a las medidas que han de tomar las autoridades europeas para reformar y fortalecer la gobernanza del euro y facilitar el camino desde una unión exclusivamente monetaria hacia una unión económica más genuina, según la hoja de ruta aprobada por el Consejo Europeo, que comprende una unión bancaria, una unión económica, una unión fiscal y un reforzamiento de la legitimidad democrática de todo el proceso, que puede entenderse como una suerte de unión política.

La unión bancaria

Desde el punto de vista de las actuaciones del BCE, tienen especial relevancia los pasos necesarios para el establecimiento de la unión bancaria, porque afecta muy directamente a los problemas de fragmentación y a los riesgos de ruptura que han distorsionado la transmisión de la política monetaria y porque, además, al propio BCE se le ha asignado el papel del supervisor único, que es uno de los ingredientes fundamentales de dicha unión, junto con el establecimiento de un mecanismo de resolución único y la armonización de los sistemas de garantía de depósitos. La especial arquitectura de la UEM no facilitaba, en principio, la atribución al BCE de las funciones de supervisión bancaria, por más que en muchos países se encuentre incardinada en el banco central. Sin embargo, las razones de urgencia y las dificultades para proceder a una reforma de los tratados que estableciera las provisiones adecuadas para la creación *ex novo* de una institución supervisora única europea aconsejaron aprovechar el margen que ofrecían los tratados actuales para partir de la única institución europea con capacidad e independencia para el desempeño de esta función mediante una interpretación amplia de las funciones que el Consejo Europeo estaba autorizado a conferir al BCE.

El avance rápido hacia la unión bancaria, que fue una de las decisiones más importantes de las autoridades europeas en la esfera del reforzamiento de la UEM para detener la

espiral negativa del verano de 2012, constituía una respuesta ineludible para superar algunas de las graves disfunciones que aquejan al euro. Es necesaria para romper el círculo vicioso entre riesgo bancario y riesgo soberano y conseguir el grado de integración financiera que corresponde a la existencia de una moneda, de manera que los bancos del área se encuentren en igualdad de condiciones para la obtención de recursos de capital y financieros, solo dependiendo de su propia solvencia y modelo de negocio, y no del país en el que estén domiciliados. Estas son condiciones imprescindibles para lograr que una adecuada transmisión de la política monetaria permita que sus impulsos lleguen de forma homogénea a todos los países miembros, aunque ello no quiera decir que los tipos de interés hayan de ser tan uniformes como lo fueron durante el período en el que se gestaron los graves desequilibrios que nos llevaron a esta crisis.

A nadie se le escapa la enorme complejidad del proceso emprendido, pero tampoco nadie debe ignorar lo mucho que se juegan Europa y su proceso de integración en este envite.

28.6.2013.

BIBLIOGRAFÍA

- ALBEROLA, E., C. TRUCHARTE y J. L. VEGA (2013). «Central Banks, Macroprudential Policy and the Spanish Experience», en J. Braude, Z. Eckstein, S. Fischer y K. Flug (eds.), *The Great Recession. Lessons for Central Bankers*, MIT Press, pp. 99-121.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2012). *Financial Integration in Europe*, abril.
- (2013). *Financial Integration in Europe*, abril.
- BANCO DE ESPAÑA (2013). *Informe Anual, 2012*.
- BERNANKE, B. S., y V. R. REINHART (2004). «Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates», *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 94 (2), pp. 85-90.
- COUR-THIMANN, P., y B. WINKLER (2013). *The ECB'S Non-standard Monetary Policy Measures. The Role of Institutional Factors and Financial Structure*, Documento de Trabajo n.º 1528, Banco Central Europeo.
- CÚRDIA, V., y M. WOODFORD (2011). «The Central Bank Balance Sheet as an Instrument of Monetary Policy», *Journal of Monetary Economics*, 58, pp. 54-79.
- EGGERTSSON, G. B., y M. WOODFORD (2003). «The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy», *Brookings Papers on Economic Activity*, Economic Studies Program, The Brookings Institution, vol. 34 (1), pp. 139-235.
- (2004). «Policy Options in a Liquidity Trap», *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 94 (2), pp. 76-79.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2013). *Unconventional Monetary Policies - Recent Experience and Prospects*, abril.
- LENZA, M., H. PILL y L. REICHLIN (2010). *Monetary Policy in Exceptional Times*, Documento de Trabajo n.º 1253, Banco Central Europeo.
- MILLARUELO, A., y A. DEL RÍO (2013). «Las medidas de política monetaria no convencionales del BCE a lo largo de la crisis», *Boletín Económico*, enero, Banco de España.
- WOODFORD, M. (2012). «Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound», 2012 FRB Kansas City Economic Policy Symposium, Jackson Hole, WY.