

ARTÍCULOS

HETEROGENEIDAD EN LAS CONDICIONES FINANCIERAS DE LA ZONA DEL EURO Y SUS IMPLICACIONES PARA LA POLÍTICA MONETARIA



La crisis actual se ha asociado a la existencia de una heterogeneidad considerable en las condiciones financieras, tras un período de costes de financiación reducidos y más homogéneos. Los mercados monetarios se han deteriorado, especialmente a escala transfronteriza, y los rendimientos de la deuda soberana han registrado divergencias significativas. En general, cada vez es más evidente que los factores nacionales han adquirido mayor importancia a la hora de determinar las condiciones financieras.

El sistema financiero es el principal canal a través del cual la política monetaria influye en la economía y, en última instancia, en los precios. Unos mercados financieros estables, eficientes e integrados constituyen la base para una transmisión fluida de la política monetaria en los distintos países. Por lo tanto, el grado de heterogeneidad que se observa actualmente en las condiciones financieras plantea un reto importante para la política monetaria única.

Las causas subyacentes de la mayor heterogeneidad radican en la acumulación de desequilibrios presupuestarios, macroeconómicos y financieros en varios países de la zona del euro antes de la crisis, impulsados, en particular, por la reducción de los tipos de interés en el período en torno al inicio de la UEM y por unas respuestas políticas inadecuadas tanto a escala nacional como europea. Cuando estalló la crisis se hizo evidente que estos desequilibrios eran insostenibles. La reevaluación de los riesgos hizo que los desequilibrios reales se trasladaran al ámbito financiero. La integración financiera se interrumpió cuando se produjo una reversión de los flujos financieros en los distintos países de la zona del euro. La existencia de vínculos desestabilizadores y que se retroalimentaban entre el deterioro de las finanzas públicas, la grave recesión económica y la fragilidad de los balances de las entidades de crédito provocaron una espiral de reacciones adversas entre la evolución fiscal, real y financiera en algunos países. La falta de un mecanismo de respaldo creíble dificultó la ruptura de esta espiral negativa en una unión monetaria caracterizada por unas políticas económicas descentralizadas.

Para preservar la estabilidad de precios en la zona del euro, el BCE ha introducido diversas medidas destinadas a asegurar una transmisión más homogénea de sus decisiones sobre los tipos de interés oficiales a la economía. Sin embargo, estas medidas no pueden dar una solución estructural a las causas subyacentes de la heterogeneidad observada en las condiciones financieras, sino que, más bien, exigen que los Gobiernos actúen a escala nacional y de la zona del euro y europea en las áreas en las que es preciso adoptar las políticas y los mecanismos adecuados. Estas actuaciones son imprescindibles, en particular en lo que respecta a las finanzas públicas, las reformas económicas estructurales y la estabilidad financiera, e incluyen la necesidad de avanzar hacia una «unión financiera», con transferencia de más competencias a las instituciones europeas en relación con la gestión y resolución de crisis del sector financiero de la zona. Estas políticas crearían también mejores condiciones para favorecer una transmisión fluida de la política monetaria en los distintos países.

I INTRODUCCIÓN

La crisis actual se ha asociado a la existencia de una heterogeneidad considerable en las condiciones financieras. Esto plantea un reto especial para la ejecución y la transmisión de la política monetaria en una unión como la UEM y, en términos más generales, suscita dudas acerca de la idoneidad de la arquitectura fiscal, estructural y financiera de la zona del euro.

El sistema financiero es el principal canal a través del cual la política monetaria influye en la economía y, en última instancia, en los precios. Unos mercados financieros estables, eficientes e integrados constituyen la base para una transmisión fluida de la política monetaria en los distintos países. Por tanto, el grado de heterogeneidad que se observa actualmente en las condiciones financieras plantea un importante reto para la política monetaria única.

Aunque cierto grado de diferenciación nacional en la evolución financiera es un rasgo normal de una unión monetaria, la heterogeneidad observada en las condiciones financieras de la zona del euro ha aumentado sustancialmente a medida que algunos países se han visto considerablemente más afectados por la crisis financiera que otros. Los mercados monetarios se han deteriorado, especialmente a escala transfronteriza, y los rendimientos de la deuda soberana han registrado divergencias significativas.

El BCE ha introducido una serie de medidas destinadas a asegurar una transmisión más homogénea de las decisiones sobre los tipos de interés oficiales a la economía. Sin embargo, no puede proporcionar una solución estructural a las causas subyacentes de la heterogeneidad observada en las condiciones financieras. Para ello, los Gobiernos nacionales deben adoptar las políticas y los mecanismos adecuados a escala nacional y de la zona del euro y europea. Estas políticas también crearían mejores condiciones para respaldar una transmisión fluida de la política monetaria en los distintos países.

En este contexto, en este artículo se consideran las causas de la heterogeneidad observada en las condiciones financieras en los últimos años y se analiza su relación con los desequilibrios macroeconómicos y los errores políticos anteriores a la crisis. Se explica la respuesta de política monetaria del BCE y se examina el papel desempeñado por otras políticas, principalmente las políticas fiscales, estructurales y prudenciales, en la superación de los desequilibrios y las divergencias estructurales. En la sección 2 se describe la evolución en el tiempo de las condiciones financieras y se relaciona la reaparición de unas condiciones financieras heterogéneas con la repentina reevaluación de los riesgos después de años de acumulación de desequilibrios en las finanzas públicas, en la macroeconomía y en la banca. En la sección 3 se analiza el impacto de esta renovada heterogeneidad, así como las principales medidas adoptadas por el BCE para promover una transmisión más homogénea de la política monetaria en la zona del euro. La sección 4 se centra en la necesidad de abordar las deficiencias institucionales de la UEM que contribuyeron a la aparición de la citada heterogeneidad

para atajar la crisis, y en la sección 5 se presentan algunas conclusiones.

2 HETEROGENEIDAD EN LAS CONDICIONES FINANCIERAS DE LA ZONA DEL EURO EN EL TIEMPO

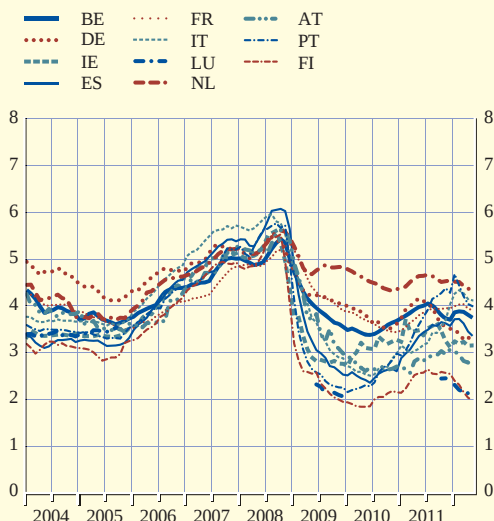
En las dos décadas anteriores a la crisis, los tipos de interés nominales y los costes de financiación se redujeron sustancialmente en todos los países de la zona del euro. La culminación del mercado único de servicios financieros y la mayor integración financiera estuvieron asociadas a una notable convergencia de las condiciones financieras en los países de la zona. Además de las iniciativas políticas adoptadas para impulsar la integración financiera, como el Plan de acción para los servicios financieros (FSAP, en sus siglas en inglés), otros factores contribuyeron a la disminución de los tipos de interés nominales: en particular, un entorno económico y financiero más estable y favorable, y una política monetaria orientada a la estabilidad crearon las condiciones para que los tipos de interés descendieran.

El segmento de los mercados financieros más próximo a la política monetaria única, el mercado monetario de la zona del euro, estaba muy integrado desde el inicio de la UEM. La desviación típica entre países de la zona del euro de los tipos de interés de los préstamos interbancarios a un día sin garantías disminuyó hasta situarse próxima a cero tras la introducción del euro. También se observó un grado considerable de convergencia en los mercados de deuda pública y de renta fija privada. En los gráficos 1 a 3 se aprecia el bajo nivel de dispersión de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a las hipotecas residenciales de los hogares y a los nuevos préstamos a las sociedades no financieras, así como de los rendimientos de la deuda soberana. El resultado general fue una heterogeneidad limitada en las condiciones financieras de los países de la zona.

La crisis financiera que estalló en septiembre de 2008 con la quiebra de Lehman Brothers, tras un período de turbulencias financieras que empezó

Gráfico 1 Tipos de interés de los nuevos préstamos a hogares para adquisición de vivienda

(porcentaje)

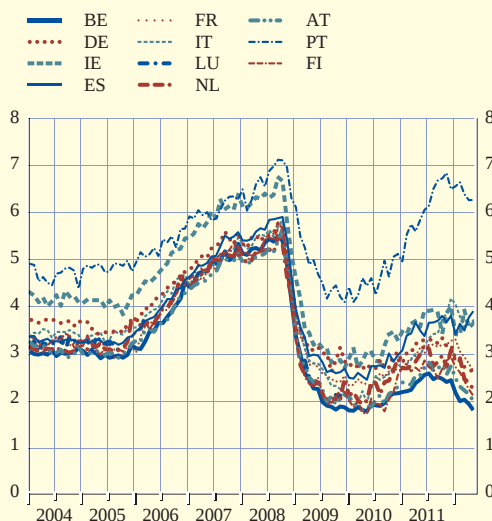


Fuente: BCE.

Nota: No se dispone de datos de todos los países de la zona del euro para la totalidad del período.

Gráfico 2 Tipos de interés de los nuevos préstamos a sociedades no financieras

(porcentaje)



Fuente: BCE.

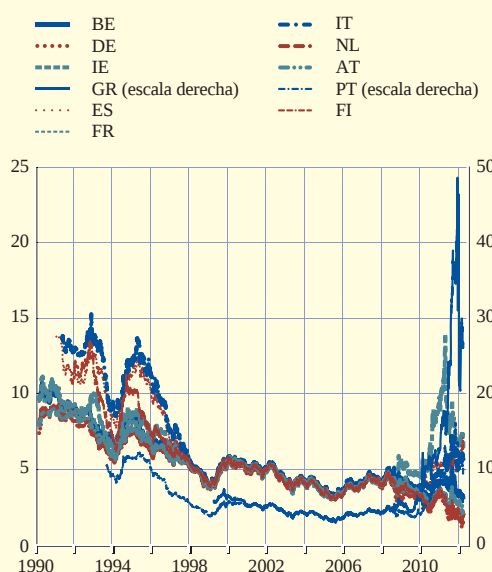
Nota: No se dispone de datos de todos los países de la zona del euro para la totalidad del período.

en agosto de 2007, supuso una interrupción en la tendencia hacia unas condiciones financieras más homogéneas. Los mercados monetarios con garantías y sin garantías experimentaron crecientes dificultades, especialmente a escala transfronteriza. Los rendimientos de la deuda soberana también empezaron a divergir en ese período, y estas diferencias se hicieron más pronunciadas a raíz de la crisis de la deuda soberana que comenzó en mayo de 2010. Estas divergencias se propagaron a los mercados de renta fija privada, y los efectos a nivel de países pasaron a ser el principal factor determinante de la evolución de los rendimientos. El retorno a unas condiciones financieras diferenciadas también se ilustra en los gráficos 1 a 3.

El retorno a unas condiciones financieras heterogéneas refleja fundamentalmente diferencias en la manera en que los países de la zona del euro se han visto afectados por la crisis. Antes de la crisis, la convergencia de las condiciones financieras ocultó divergencias en las políticas nacionales y la acumulación de desequilibrios presupuestarios, macroeconómicos y financieros en varios países de la zona. Estos desequilibrios no se abordaron adecuadamente

Gráfico 3 Rendimientos de la deuda soberana

(porcentaje)



Fuente: Datastream.

Nota: Los datos reflejan el rendimiento de la deuda pública a diez años, no disponiéndose de datos de todos los países de la zona del euro para la totalidad del período.

en el ámbito nacional ni en el europeo, creando factores de vulnerabilidad en estos países y allanando el camino para una vuelta repentina a unas condiciones financieras diferenciadas cuando se reevaluaron los riesgos.

Estos desequilibrios estaban relacionados, por ejemplo, con la situación de las finanzas públicas en algunos países de la zona del euro. Tras el inicio de la UEM, las finanzas públicas se beneficiaron de las mayores facilidades de acceso a la financiación resultantes de la eliminación del riesgo de tipo de cambio, y de una infravaloración del riesgo por parte de los participantes en los mercados financieros. No obstante, los avances hacia la consecución de unas finanzas públicas saneadas y sostenibles fueron limitados, debido, en parte, a una interpretación flexible y, con el tiempo, más laxa de las reglas presupuestarias europeas. La disciplina de mercado también era débil, como se reflejó en el grado muy limitado de dispersión de los tipos de interés de la deuda pública. En consecuencia, los países que antes de incorporarse a la UEM habían registrado tipos de interés elevados, en particular, experimentaron una relajación sustancial de sus condiciones financieras. Las posiciones presupuestarias estructurales siguieron siendo precarias y vulnerables a cambios en las condiciones económicas y financieras.

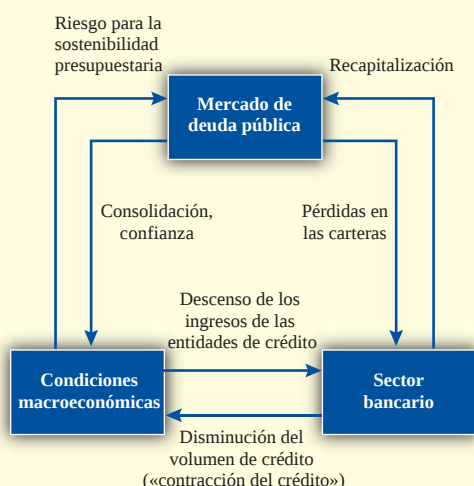
Los desequilibrios también estaban relacionados con la evolución del sector privado. Al igual que los Gobiernos, los hogares y las sociedades no financieras se beneficiaron de los menores costes de financiación tras el establecimiento de la UEM. Esto se tradujo en un aumento del gasto en algunos países que anteriormente habían registrado tipos de interés elevados, también en el sector inmobiliario. Como resultado de la fuerte demanda interna, las tasas de inflación de estos países se situaron en niveles superiores a la media. Los costes laborales unitarios se incrementaron, lo que provocó pérdidas de competitividad, aunque las rigideces existentes en los mecanismos de formación de precios y salarios también influyeron. Además, como consecuencia de unos resultados económicos aparentemente buenos, hubo menos incentivos para acometer reformas estructurales (que conllevarían un coste político) en los mercados de productos y de trabajo. Esto dio lugar

a un deterioro de las balanzas por cuenta corriente y a un auge de los mercados de la vivienda. La creciente integración financiera de la zona del euro, junto con la abundancia de liquidez a escala mundial, así como el hecho de que los inversores y los supervisores nacionales no tomaran debidamente en consideración el aumento de los riesgos, facilitaron la financiación necesaria a estos países; los déficits se financiaron en parte con los superávits registrados en otros países de la zona. Las entidades de crédito también acumularon desequilibrios, ya que expandieron sustancialmente sus balances cuando las condiciones financieras mejoraron y la demanda de crédito de hogares y empresas aumentó. Las políticas crediticias de las entidades y la supervisión bancaria no fueron suficientemente prudentes para mitigar la intensificación de los riesgos.

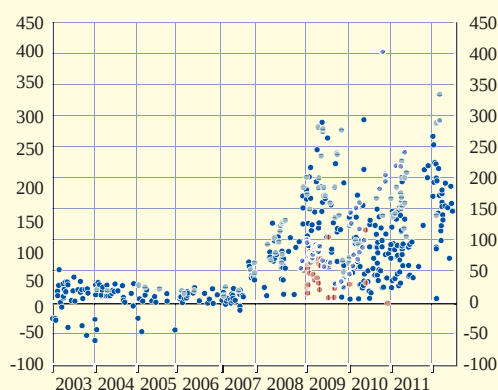
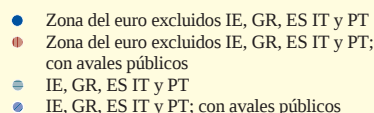
Estos desequilibrios crearon las condiciones para que la heterogeneidad financiera aumentara durante la crisis. En el sector privado, el carácter insostenible del rápido incremento de los costes laborales, de los precios de la vivienda y de los déficits por cuenta corriente de los países con tensiones financieras (Irlanda, Grecia, Portugal y, posteriormente, España e Italia) se hizo evidente cuando las condiciones económicas y financieras experimentaron un acusado deterioro y la confianza cayó con la quiebra de Lehman Brothers. Estos países se vieron afectados por una severa recesión que agravó los problemas en las finanzas públicas e influyó negativamente en los balances de las entidades de crédito. Se produjo una reevaluación de los riesgos a escala mundial, lo que hizo que los desequilibrios económicos se propagaran al ámbito financiero (en el gráfico 4 se muestran los principales vínculos entre la economía, el sector bancario y los mercados de deuda pública). En cierta medida, el proceso de integración financiera se interrumpió y revirtió, especialmente cuando la confianza en algunos sistemas bancarios nacionales cayó con la crisis de la deuda soberana.

Las entidades de crédito de los países afectados experimentaron una reducción de la demanda de crédito y registraron pérdidas en los préstamos morosos. Los problemas financieros se acentuaron a raíz de la crisis de la deuda soberana que comenzó en mayo

Gráfico 5 Diferenciales de los bonos bancarios a la emisión por grupos de países, con y sin avales públicos



Nota: Las flechas indican el canal a través del que un deterioro de las condiciones en un área afecta a las otras dos áreas. A modo de ejemplo, el deterioro de las condiciones macroeconómicas reduce los ingresos de las entidades de crédito, debido, por ejemplo, a la disminución de la actividad crediticia, y aumenta los riesgos para la sostenibilidad presupuestaria, ya que los déficits se incrementan de manera automática, lo que probablemente quede reflejado en un aumento del rendimiento de la deuda pública.



Fuentes: Bloomberg, Dealogic DCM Analytics y cálculos del BCE. Notas: Los diferenciales se calculan con respecto a los *swaps*. Los datos están relacionados con el país en el que opera el emisor y se presentan en base no consolidada. El gráfico incluye los bonos sénior no garantizados con amortización única al vencimiento a tipo de interés fijo con calificación de grado de inversión y las obligaciones a medio plazo con vencimiento de uno a diez años. Solo se incluyen las emisiones denominadas en euros con un valor nominal de al menos 100 millones de euros.

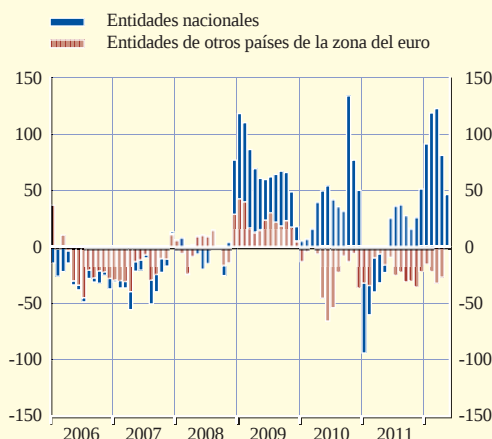
Las finanzas públicas experimentaron un acusado deterioro como consecuencia de la crisis, en un contexto de persistencia de unas ratios de deuda elevadas y de apoyo considerable al sector bancario, es-

pecialmente en los países en los que el tamaño de este sector en relación con el PIB es muy grande. El rápido incremento de los déficits públicos, de la deuda y de los pasivos contingentes suscitaron dudas acerca de la sostenibilidad de las finanzas públicas de algunos países de la zona del euro, lo que quedó reflejado en un aumento de los rendimientos de la deuda soberana (véase gráfico 3) y en la desaparición de la liquidez en determinados mercados. Inicialmente, la crisis de la deuda soberana que estalló en mayo de 2010 estuvo asociada a una evolución adversa de las finanzas públicas en Grecia, pero luego se propagó a Irlanda y a Portugal, y posteriormente España e Italia también se vieron sometidas a un escrutinio más intenso por parte de los mercados. La falta de confianza en la disposición de los Gobiernos a afrontar la crisis, junto con la ausencia de un mecanismo de resolución eficaz,

1 Para más información sobre la evolución del crédito a la economía real, véase el artículo titulado «Evaluación de las condiciones financieras del sector privado de la zona del euro durante la crisis de la deuda soberana», publicado en este Boletín Mensual.

Gráfico 6 Adquisiciones de deuda pública por parte de las IFM

(flujos trimestrales en mm de euros; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

Nota: El gráfico muestra las adquisiciones de deuda pública emitida por un país de la zona del euro efectuadas por IFM de ese país y las adquisiciones de esa deuda por parte de IFM de otros países de la zona.

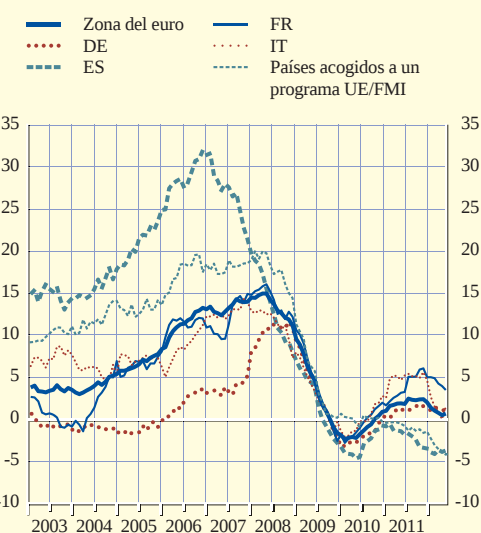
también se extendió a otros Gobiernos. Este fenómeno se denomina «contagio».

El proceso de integración financiera se vio parcialmente interrumpido por la reversión de los flujos financieros a los países en cuestión, como se aprecia en el aumento de las adquisiciones de valores de deuda pública por inversores nacionales, siendo los vendedores de estos valores entidades de la zona del euro no residentes en el país (véase gráfico 6)². La reversión de los flujos de financiación afectó seriamente a la oferta de préstamos al sector privado. Como se aprecia en el gráfico 7, la tasa de crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras, por ejemplo, pasó a ser negativa hacia finales de 2009, sin que posteriormente se recuperara en los países acogidos a un programa de ajuste de la UE y el FMI (es decir, Irlanda, Grecia y Portugal) ni en España, aunque sí lo hizo en los demás países de la zona del euro. Aparte de factores de oferta, esto también refleja la atonía de la demanda de las sociedades no financieras resultante de las débiles perspectivas de crecimiento, aunque es posible que algunas de las sociedades no financieras más importantes hayan aumentado su recurso a la financiación en los mercados de renta fija.

Abordar los problemas existentes en las finanzas públicas, en la macroeconomía y en los balances de las entidades es complicado por sus estrechos vínculos. Durante una crisis, estos vínculos pueden ser desestabilizadores y autorreforzarse. Por ejemplo, las abultadas tenencias de deuda pública nacional de las entidades de crédito de los países afectados las hicieron vulnerables a incrementos de los rendimientos de estos instrumentos, mientras que, al mismo tiempo, la debilitada situación financiera de las entidades nacionales hizo que los Gobiernos de esos países tuvieran que proporcionar apoyo financiero adicional al sector bancario. La ruptura de una espiral adversa de este tipo en una unión monetaria que se caracteriza por unas políticas económicas descentralizadas se ve aún más dificultada, debido a la falta de instituciones supranacionales eficaces en el ámbito de las finanzas públicas, las reformas estructurales, la competitividad y la estabilidad financiera.

Gráfico 7 Préstamos a sociedades no financieras (ajustados de titulizaciones)

(tasa de variación interanual)



Fuente: BCE.

Nota: «Países acogidos a un programa UE/FMI» se refiere a Irlanda, Grecia y Portugal.

2 Otra indicación del retroceso de la integración financiera en la zona del euro es el descenso relativo del uso de activos de garantía no nacionales en las operaciones de financiación del Eurosistema. Para más detalles, véase el informe *Financial integration in Europe*, BCE, Fráncfort del Meno, abril de 2012, p. 68.

3 LA RESPUESTA DEL BCE A LA MAYOR HETEROGENEIDAD FINANCIERA

Un mercado financiero integrado con unas condiciones financieras prácticamente homogéneas constituye la base para una transmisión fluida de la política monetaria en la zona del euro. No obstante, las condiciones financieras de los países que la integran nunca han sido idénticas porque sus estructuras financieras son distintas. Esto ha provocado cierta diferenciación en la transmisión de la política monetaria, habida cuenta del carácter predominantemente bancario de la financiación de los hogares y las sociedades no financieras de la zona. Con todo, mientras la heterogeneidad financiera fue limitada, esto no fue motivo de preocupación. Sin embargo, durante las diversas fases de la crisis (es decir, las turbulencias financieras registradas a partir de agosto de 2007, la crisis financiera que comenzó en septiembre de 2008 y la crisis de la deuda soberana que se inició en mayo de 2010), la heterogeneidad ha aumentado de manera significativa, alcanzando niveles no observados hasta ahora desde la creación de la UEM.

En consecuencia, la orientación de la política monetaria del BCE ya no pudo transmitirse a los tipos de interés a corto y a largo plazo, como en el pasado, en un contexto en el que los tipos reflejaban un mayor riesgo de mercado y de liquidez. Como las condiciones financieras de las entidades de crédito también se vieron afectadas, existía el riesgo de que los flujos de crédito a los hogares y a las empresas se paralizaran, mermando la eficacia de la política monetaria y generando riesgos a la baja para la estabilidad de precios en la zona del euro en su conjunto.

En respuesta al excepcional grado de heterogeneidad financiera observado, la política monetaria del BCE continuó guiándose por su mandato de mantener la estabilidad de precios en la zona del euro en su conjunto. Los tipos de interés oficiales del BCE se redujeron considerablemente, dada la profunda crisis financiera que había generado riesgos a la baja para la estabilidad de precios a medio plazo. Además, se adoptaron medidas no convencionales para respaldar el funcionamiento del mecanismo de transmisión haciendo que la liquidez retornara

a los mercados con un comportamiento disfuncional. Esto se hizo para asegurar que los tipos de interés, situados en niveles muy bajos, se transmitieran a toda la economía de la zona y, en última instancia, a los precios.

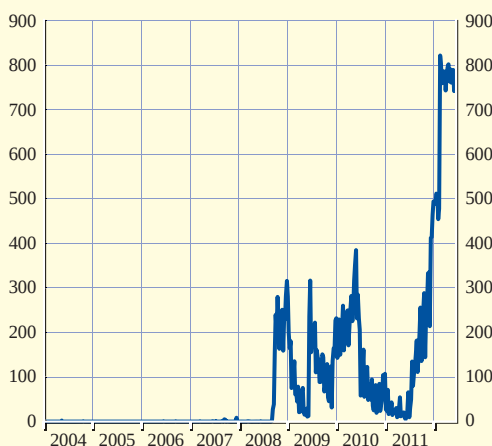
Aunque las medidas no convencionales del BCE han estado a disposición de las entidades de crédito de todos los países de la zona del euro, con el tiempo se han utilizado más intensamente en aquellos con problemas financieros. Las diferencias observadas en los distintos países en cuanto al empleo de estas medidas reflejan, en gran medida, la heterogeneidad de las condiciones financieras en la zona, y han contribuido a la ejecución eficaz de la política monetaria única. Las medidas se centraron en el mercado monetario, en particular, y posteriormente también en el mercado de deuda soberana.

Las condiciones de financiación en los mercados monetarios interbancarios empeoraron en las sucesivas fases de la crisis, como resultado del deterioro de la confianza de las entidades de crédito en sus contrapartes. Para evitar que se produjeran restricciones a la financiación de la economía real que habrían afectado negativamente al crecimiento económico y al empleo, y con ello a la estabilidad de precios, el BCE intensificó gradualmente su función de intermediación entre entidades de crédito³. En consecuencia, el exceso de liquidez en el mercado monetario interbancario —es decir, el volumen de liquidez del banco central por encima de la necesaria para financiar los factores autónomos y las exigencias de reservas— aumentó sustancialmente. La posición agregada suele situarse próxima a cero, y la abundancia de liquidez en una entidad suele canalizarse a otra con un déficit a través del mercado monetario, en vez de realizar depósitos en el Eurosistema. Sin embargo, la menor disposición a prestar

3 Para un análisis de las medidas no convencionales del Eurosistema, véase el artículo titulado «Las medidas no convencionales del BCE: impacto y retirada gradual», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, julio de 2011. Las principales medidas adoptadas posteriormente se describen en los recuadros titulados «Comunicado del presidente del BCE, 7 de agosto de 2011», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, agosto de 2011, y «Otras medidas de política monetaria no convencionales adoptadas por el Consejo de Gobierno el 8 de diciembre de 2011», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, diciembre de 2011.

Gráfico 8 Recurso a la facilidad de depósito del Eurosistema

(mm de euros)



Fuente: BCE.

fondos a entidades «sospechosas», especialmente a escala transfronteriza, dificultó la distribución de liquidez a las entidades más necesitadas. Las entidades tuvieron que recurrir en mayor medida a la financiación del banco central para asegurarse de que disponían de suficiente liquidez, y el exceso se colocó en la facilidad de depósito. Por consiguiente, el aumento de los depósitos en el Eurosistema es un buen indicador del grado de desintermediación observado en el mercado monetario (véase gráfico 8).

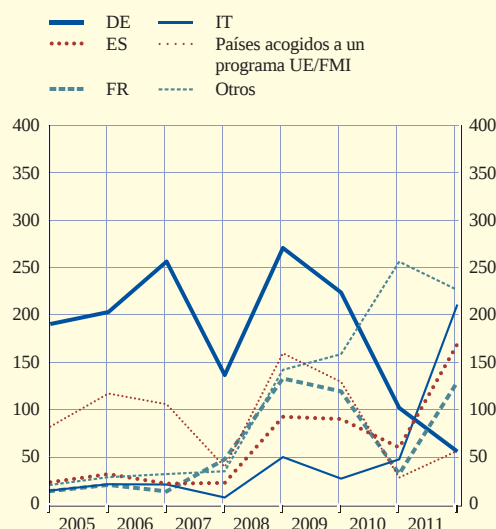
Las restricciones de acceso al mercado monetario afectaron a las entidades de crédito, especialmente en los países en los que las finanzas públicas se habían deteriorado considerablemente, debido a los vínculos existentes entre las entidades y los emisores soberanos. Por ese mismo motivo, otros mercados de financiación de las entidades, como el mercado de bonos bancarios, también se hicieron menos accesibles. Existía asimismo la posibilidad de que estas restricciones de financiación obstaculizaran el crecimiento del crédito a hogares y sociedades no financieras. Esto, junto con las necesidades de desapalancamiento, podría haber dado lugar a que se produjera una contracción del crédito en varias partes de la zona del euro, con efectos adversos sobre la economía y sobre la estabilidad de precios en la zona en su conjunto.

Por consiguiente, el BCE adoptó diversas medidas no convencionales con el fin de potenciar el crecimiento del crédito corrigiendo los efectos negativos que los mercados monetarios estaban causando en los canales de transmisión. Por ejemplo, en octubre de 2008, el BCE decidió aplicar un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones de financiación. Como consecuencia de las restricciones registradas en los mercados de financiación de las entidades de crédito, los plazos de vencimiento de las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) también se ampliaron sucesivamente, hasta tres años en el caso de las operaciones realizadas en diciembre de 2011 y febrero de 2012. Además, el ya extenso sistema de activos de garantía se ha ampliado de nuevo, con las correspondientes medidas de control de riesgos para mitigar la exposición al riesgo del Eurosistema. Esta medida ha proporcionado la oportunidad de seguir participando en las operaciones de financiación a las entidades con dificultades para aportar activos de garantía.

Como consecuencia de la mayor función de intermediación del BCE en el mercado monetario, el

Gráfico 9 Participación en las operaciones de financiación

(mm de euros)



Fuente: BCN.

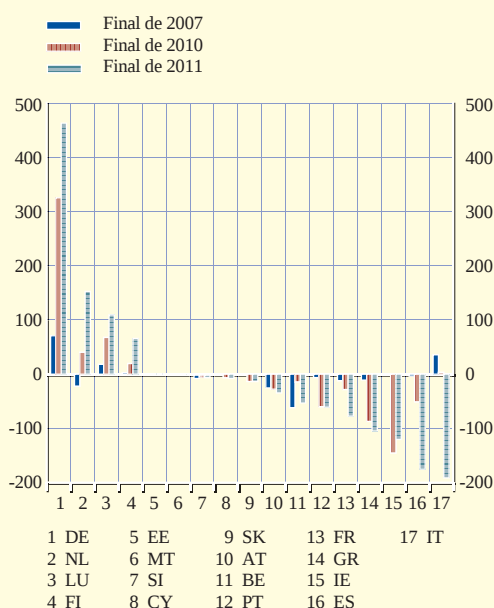
Nota: «Países acogidos a un programa UE/FMI» se refiere a Irlanda, Grecia y Portugal.

uso de las facilidades de financiación aumentó de manera espectacular, con la correspondiente ampliación del balance del Eurosistema. El gráfico 9 muestra que el recurso a las operaciones de financiación por parte de las entidades de crédito de los países más afectados por la crisis fue especialmente intenso. A finales de 2008 y 2009 se situaba en niveles elevados en los países acogidos a un programa de ajuste de la UE y el FMI. En 2011 fueron entidades principalmente de Italia, España y Francia las que impulsaron la demanda de financiación del BCE. Los muy altos niveles de participación registrados en 2011 se debieron a la adjudicación de la primera OFPML a tres años. En cambio, el recurso a las operaciones de financiación por parte de las entidades alemanas disminuyó, reflejando entradas de capital.

El grado de heterogeneidad patente en las necesidades de financiación de las entidades de crédito también puede apreciarse en los saldos en TARGET2 (véase gráfico 10)⁴. TARGET2 es el sistema de liquidación bruta en tiempo real del Eurosistema.

Gráfico 10 Saldos en TARGET2

(mm de euros)



Fuente: BCN.

Los saldos de los BCN reflejan su posición acreedora/deudora neta resultante de los pagos transfronterizos efectuados por bancos comerciales a través de TARGET2. El aumento de las posiciones deudoras de algunos BCN en TARGET2 refleja fundamentalmente las tensiones de financiación registradas en sus respectivos sistemas bancarios, compensando las salidas de flujos financieros con un mayor recurso a las operaciones de financiación del Eurosistema.

A partir de mayo de 2010, los mercados de deuda pública resultaron adversamente afectados, produciéndose una reevaluación repentina y en ocasiones excesiva de los riesgos. El mal funcionamiento de algunos de estos mercados quedó reflejado en la desaparición de la liquidez. Las modificaciones de los tipos de interés oficiales del BCE suelen transmitirse, desde los tipos de interés de mercado a corto plazo, a lo largo de la curva de rendimientos, hasta los tipos a largo plazo y de estos a la economía, pero este proceso se vio obstaculizado en los países en los que los mercados de deuda pública no funcionaban correctamente. Estos mercados desempeñan un destacado papel en el proceso de transmisión (por ejemplo, generalmente fijando un mínimo para los valores de renta fija privada y actuando como fuente principal de activos de garantía en las operaciones de cesión temporal). Si no se hubiesen adoptado otras medidas, es probable que más mercados de renta fija hubiesen resultado contagiados, con repercusiones negativas para la financiación de la economía, el crecimiento económico, el empleo y la estabilidad de precios.

En consecuencia, en mayo de 2010, el BCE empezó a comprar deuda pública de algunos países directamente en el mercado secundario, en el marco de su programa para los mercados de valores (SMP, en sus siglas en inglés). Tras un período de calma relativa a principios de 2011, las intervenciones aumentaron de nuevo en el segundo semestre del año. El BCE actuó en los mercados en los que los niveles de liquidez eran muy bajos, contribuyendo con ello

4 Para más detalles, véase el recuadro titulado «Saldos en TARGET2 del Eurosistema en un contexto de deterioro de los mercados monetarios», *Informe Anual 2011*, BCE, Fráncfort del Meno, abril de 2012.

a enderezar el proceso de transmisión habitual⁵. Adicionalmente, las operaciones de financiación, y en particular las OFPML a tres años, han prestado apoyo a los mercados de deuda soberana, ya que algunas entidades de crédito decidieron utilizar parte de la liquidez para comprar deuda pública.

4 EL PAPEL DE LAS POLÍTICAS FISCALES, MACROECONÓMICAS Y ECONÓMICAS EN LA SUPERACIÓN DE LAS DEFICIENCIAS INSTITUCIONALES DE LA UEM

Los vínculos existentes entre los desequilibrios presupuestarios, estructurales y financieros que condujeron a la crisis de la deuda soberana y a la fragmentación de los mercados financieros, como se ha explicado en las secciones anteriores, han puesto en evidencia varias deficiencias del marco institucional de la UEM. En esta sección se analizan en primer lugar las deficiencias del diseño institucional anterior a la crisis, a continuación se presentan los avances realizados hasta ahora para subsanar dichas deficiencias, y finalmente se considera lo que queda por hacer.

La crisis ha puesto de relieve dos importantes deficiencias del marco institucional de la UEM. En primer lugar, el marco de política vigente para asegurar la convergencia económica y financiera de los países de la zona del euro y promover la flexibilidad de sus economías no es plenamente eficaz. Los incentivos y las normas aplicadas para respaldar unas políticas presupuestarias, financieras y macroeconómicas nacionales adecuadas no fueron suficientes para evitar la acumulación de desequilibrios antes de la crisis. Además, la inexistencia de un mecanismo explícito de corrección de desequilibrios llevó a un aplazamiento de los ajustes necesarios en varios países. Las rigideces estructurales, por su parte, hicieron que esos ajustes fueran más costosos cuando estalló la crisis.

En segundo lugar, una característica del marco de estabilidad financiera anterior a la crisis era su limitado grado de armonización y coordinación entre los países de la zona del euro. La inexistencia de un mecanismo de estabilidad financiera y de

gestión de crisis para toda la zona del euro dificultó la identificación y la corrección del riesgo sistémico antes de la crisis, y también fue igualmente difícil contener la propagación de la inestabilidad financiera a distintos países y mercados cuando este riesgo se materializó. La gestión de la crisis y el saneamiento del sector financiero, como el rescate y la resolución de instituciones financieras, se dejaron en manos de las autoridades nacionales, pese a las importantes actividades transfronterizas del sector financiero. Esto provocó un repliegue del sistema financiero dentro de las fronteras nacionales, sembrando la semilla para que posteriormente se generara una espiral de reacciones adversas entre las condiciones financieras de los emisores soberanos y las de las entidades de crédito. La heterogeneidad se manifestó no solo en una mayor divergencia, sino también en un mayor contagio debido a la ausencia de un marco institucional de respaldo creíble, y surgieron poderosos mecanismos de propagación y amplificación —del mercado de deuda soberana al sector bancario, del ámbito financiero al real, traspasando fronteras— de forma que el deterioro de la situación en un país determinado podía afectar a la zona del euro en su conjunto.

Es necesario subsanar estas deficiencias para retornar a unas condiciones financieras más homogéneas y eliminar los desequilibrios financieros. Esto es esencial para una mayor eficacia de la política monetaria y para asegurar su transmisión fluida a la economía de la zona del euro en su conjunto. Como ya se ha indicado en la sección 3, aunque las medidas no convencionales del BCE pueden proporcionar alivio temporalmente, no abordan las causas subyacentes de los desequilibrios financieros existentes, algo que solo puede lograrse aplicando medidas a escala nacional y de la zona del euro y europea. En particular, las políticas macroeconómicas deben abordar los desequilibrios financieros generales, mientras que las políticas financieras deben tratar de conseguir que las condiciones financieras sean más homogéneas.

5 Para preservar la eficacia de estas operaciones de política monetaria, el Eurosistema no proporciona información sobre la distribución por países de las intervenciones realizadas en el marco del SMP.

El reconocimiento de la necesidad de subsanar estas deficiencias ha llevado a la introducción de reformas de amplio alcance relacionadas con el marco global de gobernanza económica, la supervisión y la regulación financieras, y la gestión de crisis.

En primer lugar se han adoptado algunas medidas a escala europea con el fin de mejorar la disciplina fiscal y la competitividad de las economías de la zona del euro. Casi todos los Estados miembros de la UE han firmado el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria, que incluye el «pacto presupuestario» que introduce reglas presupuestarias y mecanismos de corrección en la legislación nacional. También se ha reforzado la supervisión macroeconómica para el conjunto de la zona mediante la adopción de diferentes medidas, como el «paquete de seis medidas legislativas» y el «paquete de dos medidas legislativas», que tienen por objeto mejorar la prevención y la corrección de los desequilibrios presupuestarios y macroeconómicos⁶. Aparte de introducir una mayor vigilancia mutua, el marco revisado también pretende reforzar la disciplina de mercado facilitando el seguimiento de las políticas nacionales por parte de los mercados.

En segundo lugar se ha avanzado en relación con el marco financiero de la zona del euro. La necesidad de detectar y abordar el riesgo sistémico llevó a la creación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), responsable de la política macroprudencial, mientras que la coordinación de la supervisión microprudencial se reforzó mediante el establecimiento de tres autoridades europeas diferentes. El objetivo de la reforma del marco de supervisión era mejorar la calidad y la coherencia de las prácticas de supervisión, reforzar la supervisión de grupos transfronterizos, fortalecer los mecanismos de prevención y gestión de crisis en la zona del euro, y establecer un conjunto de normas comunes aplicable a todas las instituciones financieras (es decir, un «código normativo único»). En cuanto a la regulación financiera, la revisión del marco regulatorio que se está llevando a cabo actualmente y los objetivos de adecuación del capital fijados a escala europea deberían contribuir a fortalecer el sistema bancario, a evitar un apalancamiento

excesivo y a impulsar la concesión de crédito a la economía. También se han puesto en marcha otras reformas regulatorias importantes en ámbitos como las ventas en corto, la normativa sobre las agencias de calificación crediticia, el «sistema bancario en la sombra» y la instauración de un marco regulatorio adecuado para los derivados OTC⁷. Además, un proyecto no relacionado con la crisis, concretamente TARGET2-Securities, debería contribuir a un procesamiento más seguro, a una mayor eficiencia y a una disminución de los costes de las operaciones transfronterizas, favoreciendo con ello una mayor integración de los mercados financieros de la zona del euro.

Por último, en tercer lugar, la necesidad de frenar el contagio se abordó con la creación de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF) y su sucesor, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). El MEDE prestará apoyo financiero temporal a los países de la zona del euro, con el objeto de proporcionar financiación puente durante el período que sea necesario para aplicar un profundo programa de ajuste orientado a corregir los desequilibrios y recuperar el acceso a los mercados, evitando así la propagación mediante desestabilizadores efectos de contagio entre países⁸.

De cara al futuro es importante que los Gobiernos cumplan los compromisos adquiridos en relación con las medidas acordadas, que representan una mejora significativa del marco institucional y que, si se aplican, deberían reforzar la capacidad de resistencia del sistema financiero de la zona del euro y contribuir a mitigar el riesgo de que se generen los círculos viciosos de inestabilidad y heterogeneidad observados durante la crisis. Dicho esto, puede que sea necesario llevar a cabo otras actuaciones en la

6 Estas cuestiones se han tratado con más detalle en los artículos titulados «Interacciones entre la política monetaria y la política fiscal en una unión monetaria», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, julio de 2012, y «Un pacto presupuestario para una Unión Económica y Monetaria más fuerte», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, mayo de 2012. Por lo tanto, el resto de esta sección se centra fundamentalmente en cuestiones de supervisión.

7 Estas cuestiones se han tratado con más detalle en el artículo monográfico D titulado «Institutional reform in the European Union and financial integration», *Financial Integration in Europe*, BCE, Fráncfort del Meno, abril de 2012.

8 Véase el artículo titulado «El mecanismo europeo de estabilidad», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, julio de 2011.

esfera política, por ejemplo, la formulación de políticas estructurales para el sector financiero, medidas adicionales para abordar los desequilibrios macrofinancieros, y políticas orientadas a mejorar la gestión y la resolución de crisis. En particular, un régimen armonizado de rescate y resolución de entidades de crédito a escala europea ayudaría a romper el vínculo entre emisores soberanos y entidades de crédito que ha contribuido sustancialmente al desarrollo de una heterogeneidad financiera considerable en la zona del euro, incluida la acumulación de riesgos de contagio. Al mismo tiempo, también contribuiría a reducir la heterogeneidad patente en la actividad interbancaria y en los flujos financieros, como ha quedado reflejado en los saldos en TARGET2.

En términos generales, las políticas deben orientarse hacia una mayor integración de los mercados financieros de la zona del euro para que sean más eficientes y resistentes. En este sentido, las ventajas de unos mercados financieros integrados son múltiples, ya que favorecen unas condiciones monetarias y financieras equilibradas y, con ello, promueven una transmisión fluida de la política monetaria en la zona del euro. También mejoran la capacidad de resistencia del sistema financiero a través de una mayor competencia, de mercados más líquidos y de una mejor diversificación y distribución de los riesgos. Al mismo tiempo, como la crisis ha puesto en evidencia, un proceso incompleto de integración financiera —con un aumento de las interacciones transfronterizas pero sin salvaguardias para abordar el riesgo sistémico— puede plantear amenazas considerables para la estabilidad financiera y el crecimiento económico.

En cuanto a la supervisión, la gestión de crisis y las políticas de resolución, la necesidad de disponer de instrumentos adecuados para afrontar crisis finan-

cieras en una unión monetaria puede demostrarse a través de dos casos opuestos. En el primero, la regulación, la supervisión y la gestión de crisis seguirían organizándose en el ámbito nacional, con algunos elementos de cooperación transfronteriza. No obstante, este marco requeriría normas mucho más estrictas y una cooperación más estrecha —especialmente para ocuparse de instituciones sistémicas (el problema de que «son demasiado grandes para quebrar») — de lo que ha sido el caso hasta ahora en la zona del euro. En el segundo caso, la regulación, la supervisión y la gestión de crisis están centralizadas, y la agrupación de riesgos de los distintos países crearía una unión financiera de facto. Los recursos para rescatar el sistema financiero, procedentes de fuentes públicas o privadas, se agruparían en un mecanismo central único, aumentando la eficiencia en comparación con una situación en la que cada país tiene su propia autoridad.

En este contexto se han presentado varias propuestas relativas a un marco de la UE para el rescate y la resolución de entidades de crédito (véase el recuadro). La propuesta más reciente de la Comisión Europea constituye un avance hacia una unión financiera y un paso adelante en comparación con la situación antes de la crisis, en la que los regímenes nacionales no estaban armonizados y no existían autoridades de resolución. La cumbre de la zona del euro del 29 de junio de 2012, que sentó las bases para un mecanismo de supervisión único eficaz, representa un importante paso en la dirección correcta. No obstante, es necesario seguir avanzando, especialmente en lo que respecta al sistema de garantía de depósitos de la zona del euro y al establecimiento de un régimen de resolución verdaderamente integrado para abordar el problema de las instituciones financieras transfronterizas de importancia sistémica.

Recuadro

HACIA UN NUEVO MARCO DE LA UE PARA EL RESCATE Y LA RESOLUCIÓN DE ENTIDADES DE CRÉDITO

La crisis financiera ha puesto de relieve la necesidad de disponer de un marco de la UE para el rescate y la resolución de entidades de crédito, basado en la medida de lo posible en el nuevo estándar

internacional sobre regímenes de resolución (Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions), publicado por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, en sus siglas en inglés) en octubre de 2011. El nuevo marco debe tratar de alcanzar dos objetivos interrelacionados e igualmente importantes: i) reducir los riesgos de los contribuyentes velando por que las entidades de crédito puedan quebrar de manera ordenada; y ii) romper el vínculo entre entidades de crédito y emisores soberanos que ha creado un círculo vicioso en algunos Estados miembros de la UE. Para conseguir estas dos metas, el régimen de resolución de la UE debe asegurar que el sector financiero asuma los costes de los procesos de resolución mediante un mecanismo de financiación creíble y eficaz, utilizando instrumentos de resolución que permitan la asignación de pérdidas a accionistas y acreedores.

El 6 de junio de 2012, la Comisión Europea presentó su propuesta de un nuevo marco de la UE para el rescate y la resolución de entidades de crédito, que incluye elementos para la prevención (por ejemplo, planes de resolución y rescate), así como la intervención temprana y la resolución. De conformidad con el nuevo estándar del FSB, la propuesta de la Comisión proporciona herramientas comunes a las autoridades responsables de la resolución, consistentes en una serie de competencias e instrumentos (esto es, la constitución de una entidad puente, la venta de unidades de negocio, la segregación de activos y la transformación de la deuda en capital) que les permitiría ocuparse de bancos con dificultades, ya sea como una empresa en funcionamiento (esto es, mediante la transformación de la deuda en capital) o como empresa fallida (es decir, a través de una entidad puente o una combinación de distintos instrumentos de resolución). La directiva también introduce un sistema europeo de mecanismos de financiación integrado por: i) mecanismos nacionales de financiación; ii) el préstamo entre mecanismos nacionales de financiación; y iii) la mutualización de los mecanismos nacionales de financiación en caso de resolución de grupos bancarios. Estos mecanismos de financiación estarían respaldados por contribuciones de las entidades de crédito, de forma que, en un plazo no superior a diez años después de la entrada en vigor de la directiva, los recursos financieros disponibles de dichos mecanismos de financiación ascendieran al menos al 1 % del importe de los depósitos cubiertos.

La propuesta de la Comisión Europea representa un gran paso adelante con respecto a la situación actual en la que los regímenes nacionales carecen de los poderes de resolución necesarios y el nivel de armonización es insuficiente. La iniciativa de crear un lenguaje común a escala de la UE en materia de resolución de entidades de crédito que sea muy próximo al estándar internacional no solo facilitará la gestión de crisis en el futuro, sino también mejorará la cooperación entre las autoridades competentes de distintas jurisdicciones. Por consiguiente, una prioridad fundamental para el futuro próximo es la aplicación coherente de la directiva entre los Estados miembros de la UE y los Principios básicos del FSB a nivel internacional. No obstante, queda por ver cómo funcionará todo esto en la práctica en el caso de los grandes bancos transfronterizos en el marco del mercado único de la UE.

La crisis financiera ha puesto de relieve la complejidad que entraña la resolución de instituciones financieras transfronterizas de importancia sistémica. A este respecto, la UE debe seguir avanzando hacia un régimen de resolución realmente integrado que refleje adecuadamente la naturaleza transfronteriza de su sector bancario. Este régimen aumentaría la disciplina de mercado mitigando el riesgo moral, mantendría la estabilidad asegurando la continuidad de los servicios básicos de las instituciones que se estén liquidando, asignaría las pérdidas de manera eficiente y protegería a los contribuyentes.

La perspectiva de medio plazo para este régimen de resolución integrado podría ser, en última instancia, la creación de una autoridad de resolución a escala de la UE responsable de las principales entidades de crédito transfronterizas de la UE. Esta autoridad trabajaría a partir de un marco único

para la gestión de crisis, la resolución y la insolvencia de entidades de la UE. Ya se están realizando avances en este sentido en el ámbito de la regulación prudencial. La decisión adoptada en la cumbre de la zona del euro del 29 de junio de 2012 de introducir un mecanismo de supervisión único sobre la base del apartado 6 del artículo 127 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea representa un importante paso adelante hacia una unión financiera. Esto se unirá a la implementación de las nuevas normas de Basilea, que en parte quedarán recogidas en un reglamento de la UE, eliminando con ello la posibilidad de que haya diferencias nacionales en su transposición.

Este sistema de resolución integrado debe basarse en mecanismos sólidos para financiar las medidas de la autoridad de resolución de la UE. Estos mecanismos deben estructurarse de forma que la espionosa cuestión de la asunción de la carga financiera por parte del sector público se sustituya, en la medida de lo posible, por una solución privada. A tal fin, se podrían agrupar recursos en un fondo de resolución único para toda la UE, lo que contribuiría a romper el vínculo entre la solvencia de las entidades de crédito y la de sus emisores soberanos y, al mismo tiempo, aseguraría un trato equitativo y una aplicación coherente de las normas pertinentes en toda la UE.

5 CONCLUSIONES

La crisis financiera y de la deuda soberana ha aumentado notablemente el grado de heterogeneidad de las condiciones financieras de la zona del euro. Unas finanzas públicas insostenibles, unos desequilibrios macroeconómicos considerables y unos sistemas bancarios nacionales con dificultades han provocado un deterioro de las condiciones financieras en algunas partes de la zona del euro en las que las ventajas financieras que conllevó la incorporación a la UEM habían sido particularmente sustanciales y los crecientes desequilibrios no fueron frenados por las políticas adecuadas.

Este alto grado de heterogeneidad ha planteado retos para la ejecución de la política monetaria única. No obstante, la política monetaria del BCE ha contribuido a reducir las divergencias observadas en las condiciones financieras. A lo largo de la crisis, las medidas del BCE han seguido orientándose por su mandato de mantener la estabilidad de precios en la zona del euro en su conjunto, ayudando a reducir la incertidumbre y las primas de riesgo de los tipos de interés asociadas. Las medidas de política monetaria no convencionales del BCE, como las OFPML a tres años y el SMP, respaldaron las condiciones en los mercados monetarios y de renta fija de los países con problemas financieros, y

contribuyeron a asegurar una transmisión más homogénea de la política monetaria de la zona.

Con todo, las medidas no convencionales adoptadas por el BCE son de carácter temporal y no pueden abordar las causas subyacentes de los desequilibrios financieros y de unas condiciones financieras heterogéneas. Es necesario introducir reformas estructurales en el ámbito de las finanzas públicas, los desequilibrios macroeconómicos y la estabilidad financiera, que son responsabilidad de los Gobiernos nacionales de los países de la zona del euro. Hasta cierto punto, ya se están aplicando políticas adecuadas a escala nacional y de la zona del euro y europea, pero es posible que deban ponerse en práctica con mayor celeridad de lo actualmente previsto, así como tomar contundentes medidas adicionales, entre las que se incluye la transferencia de más competencias a las instituciones europeas para la gestión y resolución de crisis del sector financiero de la zona del euro, lo que constituiría un paso adelante hacia una unión financiera. La decisión adoptada en la cumbre de la zona del euro del 29 de junio de 2012 de introducir un mecanismo de supervisión único sobre la base del apartado 6 del artículo 127 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea representa un importante avance en la dirección correcta.