

Artículos

La transmisión de las recientes medidas de política monetaria no convencionales del BCE

En este artículo se analiza la transmisión, a través de la intermediación bancaria, los préstamos bancarios y el dinero, de las medidas no convencionales del BCE anunciadas desde junio de 2014, a saber, el paquete de medidas de expansión crediticia, centrado en las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, en sus siglas en inglés), y el programa ampliado de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés), centrado en el programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés). Los resultados presentados sugieren que estas medidas han mermado significativamente las rentabilidades en múltiples segmentos de los mercados financieros, siendo mayores los efectos, en general, a medida que aumentan el plazo y el riesgo. Ambos programas han ayudado a reducir los costes de financiación de las entidades de crédito, lo que les ha inducido a trasladar esta reducción de costes a los prestatarios finales mediante la concesión de más crédito en mejores condiciones. En conjunto, la mejora de las condiciones crediticias en la zona del euro ha ayudado a transmitir la orientación acomodaticia de la política monetaria a través de la cadena de intermediación hasta llegar a los hogares y las empresas.

Introducción

Desde el comienzo de la crisis financiera, el BCE y todos los principales bancos centrales han complementado sus marcos de actuación con un conjunto de medidas de política monetaria no convencionales. En épocas «normales», el BCE trata de conseguir su mandato de mantener la estabilidad de precios fijando el precio de las reservas en el banco central, controlando así los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario, de forma que reflejen la orientación que pretende dar a su política monetaria. Esta señal de la política monetaria se propaga entonces a través del sistema financiero, influyendo en las condiciones de financiación más amplias y, en última instancia, en la evolución macroeconómica. Durante la crisis financiera se demostró que este marco de actuación convencional resultaba insuficiente, por dos motivos principales. El primero, porque las perturbaciones en algunos segmentos de los mercados financieros estaban deteriorando el mecanismo mediante el cual la orientación de la política monetaria se transmite del precio de las reservas en el banco central —que controla el banco central— a las condiciones de financiación más amplias que afectan a las decisiones de inversión y de consumo de las empresas y los hogares. El segundo motivo es que la duración y la gravedad de la crisis financiera

mundial hicieron que se agotara el margen para proporcionar estímulo monetario a la economía mediante la reducción de los tipos de interés nominales a corto plazo del mercado monetario, ya que dichos tipos alcanzaron su límite inferior efectivo.

El objetivo de las medidas no convencionales introducidas por el BCE antes de junio de 2014 era corregir las disfunciones en las distintas fases del mecanismo de transmisión.

Estas medidas abarcaron desde la provisión flexible de liquidez al sistema bancario en función de la demanda, con plazos más amplios y también en monedas distintas del euro, hasta las compras simples de activos en segmentos del mercado con un mal funcionamiento. Lo que estas medidas tienen en común es que su objetivo no era modificar la orientación de la política monetaria del BCE, sino asegurar su correcta transmisión a la economía, subsanando las disfunciones en el mecanismo de transmisión.

A partir de junio de 2014 se fueron introduciendo progresivamente una serie de medidas nuevas, que conforman un paquete de medidas de expansión crediticia.

El objetivo de este paquete era mejorar la transmisión de la política monetaria, pero también reforzar la orientación acomodaticia de la política monetaria, habida cuenta de las perspectivas de inflación persistentemente baja, de la ralentización del ritmo de crecimiento y de la atonía de la evolución monetaria y del crédito en ese momento. Dado que la forma original de ejecutar las medidas no convencionales —mediante un mecanismo de respaldo a las necesidades de liquidez de las entidades de crédito— dejó de resultar tan idónea al entrar los bancos en una nueva fase de desapalancamiento activo, se requerían nuevos incentivos para que las entidades reanudaran su actividad crediticia. En junio de 2014, el BCE anunció la introducción de las TLTRO, que permiten a las entidades de crédito recibir financiación del Eurosistema a tipos de interés fijos durante un período de hasta cuatro años en una serie de ocho operaciones ejecutadas trimestralmente a partir de septiembre de 2014. Es importante señalar que los importes de la financiación que pueden obtener las entidades de crédito están asociados, en el caso de las dos primeras TLTRO, a su saldo de préstamos computables (préstamos a las sociedades no financieras y a los hogares de la zona del euro, excluidos los préstamos a hogares para adquisición de vivienda) a 30 de abril de 2014 y, en las seis operaciones restantes, a la evolución de los préstamos computables desde mayo de 2014. Además, en el contexto de una reducción más amplia de los tipos de interés oficiales del BCE, en junio de 2014 el Consejo de Gobierno decidió, por primera vez, introducir un tipo de interés negativo para la facilidad de depósito y para las reservas que superaran las reservas mínimas obligatorias. El tipo de interés volvió a recortarse en septiembre de 2014 hasta su nivel actual del $-0,20\%$. En septiembre de 2014, el BCE anunció asimismo la puesta en marcha de dos programas de compra de activos: el programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP, en sus siglas en inglés) y el tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3, en sus siglas en inglés).

Finalmente, en enero de 2015, el BCE anunció la introducción del programa ampliado de compra de activos con el fin de reforzar la orientación

acomodaticia de la política monetaria. Esta medida se consideró necesaria dado que los tipos de interés oficiales estaban condicionados por el límite inferior — el tipo de interés de las operaciones principales de financiación (OPF) del BCE estaba fijado en el 0,05% desde septiembre de 2014— y las perspectivas de inflación habían registrado un deterioro adicional desde la introducción del paquete de medidas de expansión crediticia. El APP ampliado incluye los dos programas de compras anteriores (el ABSPP y el CBPP3), así como compras de valores públicos. Se prevé que las compras realizadas en el marco de este programa, por un importe mensual de 60 mm de euros, continúen hasta finales de septiembre de 2016, o una fecha posterior si fuera necesario, y en todo caso hasta que se observe un ajuste sostenido en la trayectoria de inflación que sea compatible con el objetivo de mantener las tasas de inflación en niveles inferiores, aunque próximos, al 2% a medio plazo.

En este artículo se analiza el impacto de las medidas no convencionales introducidas por el BCE desde junio de 2014 sobre la intermediación bancaria, los préstamos bancarios y el dinero. El examen del impacto de estas medidas en los intermediarios financieros no bancarios y de su efecto último en la actividad económica y en la inflación queda excluido del alcance de este artículo. En la sección 2 se analiza el impacto de las citadas medidas en la evolución de los balances de las entidades de crédito, en sus condiciones de financiación y en su capacidad para asumir riesgos, con el fin de determinar de qué forma afectan a la capacidad de las entidades para actuar como intermediarios financieros y, por tanto, servir eficazmente de canal de transmisión de la señal de la política monetaria. La sección 3 se centra más específicamente en el efecto de las medidas sobre el resultado del proceso de intermediación, en concreto el crédito bancario. En la sección 4 se analiza el impacto del APP sobre el dinero en sentido amplio, teniendo en cuenta el aumento exógeno de la cantidad de liquidez del banco central como consecuencia de esta medida. En la sección 5 se presentan las conclusiones. Los dos recuadros facilitan una síntesis de los principales canales de transmisión de estas medidas (recuadro 1) y de su impacto en diversos precios de los mercados financieros (recuadro 2).

Conclusiones

En este artículo se ha analizado el impacto sobre el dinero y el crédito de las medidas no convencionales más recientes anunciadas por el BCE. La evidencia empírica indica que estas medidas han servido para mejorar las condiciones de concesión de crédito en la zona del euro y para favorecer la recuperación sostenida de la actividad crediticia.

Las TLTRO y el APP han reducido significativamente las rentabilidades en múltiples segmentos de los mercados financieros. La financiación bancaria a largo plazo proporcionada por las TLTRO y la adquisición de valores públicos y privados a más largo plazo en el marco del APP han afectado a diversos precios de los activos, que generalmente aumentan a medida que se incrementan el plazo y el riesgo.

La disminución de los rendimientos de los bonos bancarios, es decir, el abaratamiento de la financiación de mercado para las entidades de crédito, ha reducido sus costes de financiación, generando en ellas una mayor predisposición hacia el crédito. En la práctica, la desaparición de la falta de liquidez y del nivel anormalmente elevado de diferenciales y márgenes en unos mercados de crédito disfuncionales ha inducido a las entidades de crédito y a otros prestamistas a trasladar el menor coste de financiación a los prestatarios finales, en forma de mayor flujo de crédito y mejores condiciones de concesión.

En conjunto, las medidas no convencionales han ayudado a transmitir la pretendida orientación acomodaticia de la política monetaria a través de la cadena de intermediación, hasta llegar a los prestatarios finales, es decir, los hogares y las empresas. Este hecho contribuye a la recuperación de la actividad crediticia y económica, que se espera que genere un ajuste sostenido de las tasas de inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2% a medio plazo.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)

Implicaciones fiscales a corto plazo de las reformas estructurales

La crisis económica y de deuda soberana puso de manifiesto la existencia de diferencias significativas en la capacidad de resistencia de la economía de varios países de la zona del euro y reveló la acuciante necesidad de emprender reformas estructurales. Pese a sus beneficios a largo plazo, la aplicación de este tipo de reformas antes de la crisis resultó insuficiente. La mayor resistencia a la adopción y aplicación de reformas estructurales suele tener su origen en los intereses creados de los colectivos sociales afectados. Al margen de esta consideración, en ocasiones también se citan los posibles costes económicos y fiscales a corto plazo de las reformas estructurales entre las razones para aplazar su adopción, lo que indica una solución intermedia a corto plazo entre la consolidación fiscal y las reformas. La Comunicación de la Comisión Europea sobre cómo aprovechar al máximo la flexibilidad que ofrecen las actuales disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) sigue esta lógica y prevé compensar los costes fiscales directos a corto plazo de las reformas permitiendo a aquellos Estados miembros de la Unión Europea (UE) que acometan reformas estructurales posponer el ajuste presupuestario con respecto a los valores de referencia establecidos en el PEC. En este artículo se analiza la evidencia de los efectos a corto plazo de las reformas estructurales, dada la relevancia que estas reformas pueden adquirir en la aplicación del PEC. La cuantificación de estos efectos está sujeta a incertidumbre y depende de un gran número de supuestos. Ahora bien, parece que solo algunas reformas estructurales tienen costes fiscales directos a corto plazo, siendo las reformas «sistémicas» de las pensiones el ejemplo más destacado. Ello sugiere que la cláusula de reformas estructurales se ha de aplicar con prudencia. En particular, es importante que los supuestos en los que se basa la decisión de aplicar una cláusula de estas características se especifiquen con claridad y transparencia, lo que garantizará, asimismo, una aplicación coherente a lo largo del tiempo y en los distintos países.

Introducción

La crisis económica y de deuda soberana hizo más apremiante la puesta en marcha de reformas estructurales en varios países de la zona del euro.

Los abultados desequilibrios presupuestarios, la débil competitividad exterior, el apalancamiento del sector financiero, el endeudamiento de los hogares y la escasa productividad influyeron negativamente sobre la capacidad de la zona del euro para adaptarse a la recesión económica provocada por la crisis financiera. Esta crisis puso de manifiesto el carácter profundamente arraigado de los desequilibrios presupuestarios y, en algunos países, ocultó ineficiencias más importantes en el sector público. La limitada capacidad de resistencia de varias economías de la zona

del euro también fue consecuencia, en cierta medida, de los esfuerzos de reforma insuficientes durante el período anterior a la crisis.

Entre las causas que están frenando la adopción y la aplicación de las reformas estructurales se citan, frecuentemente, factores económicos y políticos. La mayor resistencia a la aplicación de las reformas estructurales suele tener su origen en los intereses creados de los colectivos sociales afectados. En ocasiones, los posibles costes (económicos y fiscales) transitorios de las reformas estructurales también se cuentan entre los factores que generan resistencia política a las reformas. A ello se suma el hecho de que los Gobiernos tienen unos horizontes temporales que son habitualmente demasiado breves para poder sacar rédito político de los beneficios a largo plazo de las reformas, por lo que podrían no estar dispuestos a asumir sus posibles costes a corto plazo.

La Comunicación de la Comisión Europea sobre cómo aprovechar al máximo la flexibilidad que ofrecen las actuales disposiciones del PEC dio más importancia a los posibles costes fiscales a corto plazo de las reformas estructurales. La cláusula de reformas estructurales del PEC se introdujo por primera vez en 2005, aunque en sus diez primeros años solo se ha invocado para las reformas «sistémicas» de las pensiones en algunos Estados miembros. Con el fin de estimular la adopción y la aplicación de reformas estructurales, la Comunicación dotó de mayor relevancia a la cláusula que permite a un Estado miembro que esté realizando estas reformas posponer el ajuste fiscal con respecto a los valores de referencia prescritos en el PEC, compensando así los posibles costes económicos y fiscales a corto plazo de las reformas.

Dado que solo algunas reformas estructurales podrían tener costes fiscales a corto plazo, la flexibilidad que otorga el PEC debería emplearse con prudencia para evitar el riesgo de un uso indebido. En este artículo se estudian los canales por los que las reformas estructurales influyen en la economía y las finanzas públicas, y se analizan los principales aspectos relacionados con la valoración de sus efectos. Estas reformas comprenden medidas que incrementan la eficiencia y la competitividad de la economía, lo que redundaría en beneficio de la sostenibilidad fiscal a largo plazo. Las reformas de los mercados de trabajo y de productos, así como las reformas sistémicas de las pensiones que favorecen la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo, constituyen ejemplos típicos de reformas estructurales. En general, las reformas estructurales en el ámbito fiscal generan beneficios a corto y largo plazo, mientras que son pocos los ejemplos en los que este tipo de reformas suponga costes fiscales a corto plazo (véase recuadro 1). En este artículo se llega a la conclusión de que las reformas estructurales no entrañan, en general, costes fiscales significativos a corto plazo, con la notable excepción de las reformas sistémicas de las pensiones. Cuando sí generan dichos costes, su cuantificación con frecuencia resulta incierta y es, en gran medida, una cuestión subjetiva. Esta conclusión es acorde con los resultados de estudios anteriores, según los cuales, si bien ciertas reformas pueden entrañar costes presupuestarios a corto plazo, estos parecen ser bastante reducidos, y la evidencia

no siempre es significativa en términos estadísticos. Ello sugiere que la cláusula de reformas estructurales del PEC se ha de aplicar con prudencia. En particular, es importante que los supuestos en los que se basa la decisión de aplicar una cláusula de estas características se especifiquen con claridad y transparencia, lo que garantizará, asimismo, una aplicación coherente a lo largo del tiempo y en los distintos países. No obstante, en general, el debate debería centrarse en encontrar mejores maneras para incentivar la adopción y la aplicación de reformas estructurales. En la sección 2 se resumen las disposiciones sobre las reformas estructurales en el marco del PEC, incluida la reciente Comunicación de la Comisión Europea. En la sección 3 se presenta una descripción cualitativa de los canales principales por los que estas reformas pueden influir sobre las finanzas públicas a corto plazo, ya sea directamente o indirectamente a través de su impacto sobre los agregados macroeconómicos. En la sección 4 se analizan las dificultades que plantea la cuantificación precisa y fiable de estos efectos para su uso en el contexto del marco de vigilancia presupuestaria de la UE. Por último, en la sección 5 se presentan las conclusiones.

Conclusiones

Recientemente, los efectos fiscales a corto plazo de las reformas estructurales han adquirido una mayor relevancia en la aplicación del PEC. La cláusula de reformas estructurales introducida en la reforma del PEC de 2005 permite posponer el ajuste fiscal cuando un Estado miembro realiza una reforma estructural de envergadura que tiene efectos presupuestarios directos y positivos a largo plazo, incluido un aumento del crecimiento potencial sostenible. Sin embargo, esta cláusula apenas ha contribuido a impulsar las reformas. La reciente Comunicación de la Comisión Europea sobre cómo aprovechar al máximo la flexibilidad que ofrecen las actuales disposiciones del PEC trata de reactivar la cláusula de reformas estructurales, en parte mediante la relajación de los requisitos necesarios para su aplicación.

Sin embargo, la cláusula de reformas estructurales del PEC debería aplicarse con prudencia. Las reformas estructurales pueden influir en la economía y, en particular, en las finanzas públicas, a través de múltiples canales. Como se muestra en este artículo, las reformas con costes directos a corto plazo son las reformas sistémicas de las pensiones. En otros casos, como el de las reformas de los mercados de trabajo y de productos, el efecto neto resulta difícil de precisar, ya que también depende de la manera en que estas se combinen en la práctica. Además, existen muchos ejemplos en los que el impacto a corto plazo de las reformas estructurales es de hecho positivo. En consecuencia, es importante que los supuestos en los que se basa la decisión de aplicar una cláusula de estas características se especifiquen con claridad y transparencia.

Aunque es necesario cuantificar los costes de las reformas para su inclusión en el PEC, en general, esta cuantificación se tiene que apoyar en supuestos subjetivos. Las simulaciones con modelos de los efectos de las reformas suelen

estar sujetas a un alto grado de incertidumbre. La falta de una metodología común en la UE para evaluar los efectos de las reformas estructurales aconseja una aplicación prudente de las disposiciones del PEC sobre reformas estructurales.

Se han de buscar maneras alternativas de respaldar la adopción y la aplicación de las reformas estructurales en la zona del euro.

El «Informe de los cinco presidentes», publicado en junio de 2015, constituye un punto de referencia útil en este sentido. En él se identifican pasos necesarios para avanzar hacia una auténtica Unión Económica y se pone de relieve, entre otros aspectos, la necesidad de alcanzar un grado de convergencia sostenible en la zona del euro, para lo cual se precisa de un impulso renovado que estimule las reformas estructurales en los Estados miembros. En el informe se promueve la adopción de nuevas medidas para mejorar la coordinación y la vigilancia de las políticas que afectan a la competitividad. Se recomienda que cada Estado miembro perteneciente a la zona del euro cree un organismo nacional independiente —o «autoridad de competitividad»—, que se encargaría de realizar el seguimiento de los resultados y las políticas que influyen en la competitividad de un país. El informe ve margen para fortalecer el procedimiento de desequilibrio macroeconómico, no solo como herramienta para detectar desequilibrios, sino también para fomentar la puesta en marcha de reformas estructurales a través del Semestre Europeo. El presidente del BCE, en su llamamiento a «cambiar el enfoque de las normas a las instituciones», también ha reiterado la importancia de un enfoque basado en las instituciones para la gobernanza de las reformas estructurales de la zona del euro. Una institución europea podría ayudar de dos maneras: en primer lugar, facilitando el acuerdo sobre los objetivos de las reformas estructurales, mediante el seguimiento de las mejores prácticas, y, en segundo lugar, simplificando la aplicación de estas reformas, mediante el recurso a la legislación europea para evitar los intereses creados.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)

Estadísticas europeas: la colaboración entre el Sistema Europeo de Bancos Centrales y el Sistema Estadístico Europeo

El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y el Sistema Estadístico Europeo (SEE) colaboran estrechamente en materia de estadísticas europeas, en particular, en las estadísticas económicas y financieras. Si bien el SEBC y el ESS funcionan con arreglo a marcos jurídicos separados que reflejan sus respectivas estructuras de gobierno, esos dos sistemas siguen los mismos principios estadísticos y aplican rigurosos procedimientos de garantía de calidad estadística, con el fin de respaldar el análisis de las políticas y la toma de decisiones a nivel europeo, y de proporcionar una fuente de información fiable y puntual para el público en general. El SEBC y el SEE desempeñan conjuntamente un papel de liderazgo en proyectos estadísticos de ámbito mundial, como las Normas Especiales Plus para la Divulgación de Datos (NEDD Plus) del Fondo Monetario Internacional (FMI) y la iniciativa del G-20 sobre lagunas en los datos (Data Gaps Initiative).

Introducción

Las estadísticas económicas y financieras europeas están en la vanguardia de los avances estadísticos a escala mundial. El éxito de las estadísticas europeas se debe, en gran medida, a la solidez del marco jurídico en el que se basa la colaboración entre los sistemas estadísticos nacionales y europeos. Las estadísticas europeas son elaboradas sobre la base de dos pilares separados, pero que trabajan en estrecha colaboración. Uno de ellos es el SEBC, un sistema integrado por el BCE y los bancos centrales nacionales (BCN) de los Estados miembros de la UE. El otro es el SEE, donde participan la Comisión Europea (Eurostat), los institutos nacionales de estadística (INE) y otras autoridades que elaboran estadísticas a escala nacional.

La estrecha colaboración y el intercambio de ideas y enfoques entre la función estadística del SEBC y del SEE sentaron las bases para poder ampliar continuamente las estadísticas económicas y financieras europeas disponibles. El presente artículo se estructura como sigue: en la sección 2 se describe el marco jurídico de los dos pilares de las estadísticas europeas. En la sección 3 se explica la separación institucional entre el SEBC y el SEE. En la sección 4 se describe la estrecha colaboración entre ambos pilares. Finalmente, en la sección 5 se presentan algunas conclusiones.

Conclusiones

La sólida estructura de gobierno del SEBC tal como fue fijada en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea ha sido fundamental para su significativa contribución a las estadísticas europeas. Sus principales características son las siguientes: i) plena independencia en la elaboración de las estadísticas europeas; ii) capacidad para legislar dentro del marco establecido por el Consejo de la Unión Europea, y iii) papel crucial del Consejo de Gobierno del BCE al decidir el programa estadístico del SEBC.

El SEE se estableció con arreglo a la legislación secundaria. Las estadísticas elaboradas por el SEE se basan en actos jurídicos estadísticos adoptados por el Parlamento Europeo y el Consejo de la Unión Europea. El papel reforzado de Eurostat y de los INE en la coordinación de las actividades estadísticas de otras autoridades nacionales, excluidos los BCN, contribuirá a fortalecer la fiabilidad de las estadísticas europeas elaboradas por el SEE. Si bien el SEBC y el SEE elaboran y publican sus respectivas estadísticas, y realizan ejercicios para garantizar su calidad, también colaboran estrechamente a través del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos, y del Foro Estadístico Europeo, con el fin de evitar conflictos en las demandas estadísticas, reducir al mínimo la carga de información y garantizar la coherencia entre los distintos ámbitos estadísticos.

Esta estrecha colaboración entre el SEBC y el SEE es la clave del liderazgo que desempeñan las estadísticas europeas en las iniciativas internacionales en esta materia, como la iniciativa del G-20 sobre lagunas en los datos (*Data Gaps Initiative*) y la Iniciativa NEDD Plus del FMI, y garantiza que los principales indicadores económicos y financieros de la Unión Europea sean comparables con los de otras grandes economías.

Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.