

Fernando Fernández Méndez de Andés*

EL BANCO CENTRAL EUROPEO Y LOS LÍMITES DE LA POLÍTICA MONETARIA

El Banco Central Europeo (BCE) es una autoridad monetaria atípica, que tiene el triple objetivo de fijar la política monetaria para una eurozona diversa y en ampliación, convertirse en la autoridad reguladora y supervisora, y asegurar la estabilidad y permanencia del euro. Comenzamos describiendo las características institucionales que confieren singularidad a su función de reacción y que no le han impedido embarcarse en políticas no convencionales, como todo banco central que ha aprendido de la crisis financiera. Se ofrece finalmente una evaluación de las políticas aplicadas, subrayando las consecuencias no deseadas que pueden derivarse de mantener esta expansión monetaria sin precedentes durante demasiado tiempo.

Palabras clave: unión monetaria europea, expansión cuantitativa, crisis de balance y desigualdad.

Clasificación JEL: E52, E58, E61, F33, F45.

1. Introducción

Es un hecho conocido que la unión monetaria europea supone la cesión de la soberanía monetaria al Banco Central Europeo. Aun así ha dado lugar a todo tipo de debates sobre la posibilidad y conveniencia de articular una única política de tipos de interés para un área económica tan grande y diversificada. El fundamento de esta cesión de una de las competencias tradicionales del Estado moderno es, conviene no olvidarlo, importar la credibilidad monetaria del Bundesbank. La idea fundacional es sencilla: países como España, que se habían demostrado incapaces

de controlar su oferta monetaria como consecuencia de la inevitable monetización de la deuda pública, y que por lo tanto tendían a la devaluación periódica, fijaban de manera irreversible su paridad externa y renunciaban a tener moneda propia. A cambio esperaban conseguir, como así fue, una sustancial reducción de sus costes de financiación en términos reales y la desaparición de la prima de riesgo país. Como consecuencia, aumentó de manera espectacular, algunos dirán que incluso excesiva por lo que hemos visto después, la capacidad de financiación de su economía, tanto del sector público, de ahí la facilidad para incurrir en déficit públicos, como del sector privado (empresas y familias). Esta disponibilidad de financiación a precio reducido permitió una expansión, sin precedentes, de la inversión privada, y como contrapartida unos

* IE Business School.

niveles de apalancamiento del sector privado también sin precedentes. En resumen, la inversión española alcanzó tasas casi asiáticas del 32 por 100 del PIB, con un ahorro doméstico de solo el 21 por 100. El resultado fue un déficit exterior cercano al 11 por 100 del PIB cuya financiación no hubiera sido posible sin las garantías implícitas en la unión monetaria.

El invento funcionó muy bien hasta que vino la crisis financiera internacional y con ella la desconfianza de los acreedores sobre la capacidad de repago de los agentes domésticos; un típico episodio de manías y pánicos financieros acrecentado por las dudas sobre la propia supervivencia de la unión monetaria europea. Lo que sigue es historia conocida y no es motivo de este artículo¹: los esfuerzos de la Unión por resolver los problemas institucionales en el diseño del euro, por superar la carencias del Tratado de Maastricht, por acercarse a un área monetaria óptima, y por poner en marcha la unión bancaria para acabar con la tendencia a la autodestrucción que significaba compartir moneda y la plena libertad de movimiento de capitales y depósitos sin que existiese paralelamente una única supervisión, regulación o resolución bancaria europeas. Nuestro objetivo aquí es más limitado: entender y explicar los empeños del BCE por adoptar políticas heterodoxas de expansión de la liquidez, como cualquier otro banco central de país desarrollado en esta crisis, y aventurar algunas hipótesis sobre sus efectos actuales y previsibles.

La transferencia de la política monetaria al BCE, en 1999, abrió inmediatamente varios interesantes debates estrictamente monetarios: *i)* la posibilidad de una política única de tipos de interés, *ii)* los objetivos de la política monetaria única para la eurozona, *iii)* los instrumentos de esa política monetaria, *iv)* las posibilidades de coordinación de la política monetaria con la fiscal en el marco de una eurozona sin autoridad fiscal y *v)* la independencia y *accountability* de la autoridad monetaria en un espacio multinacional. Estos debates se complicaron extraordinariamente con la crisis

financiera y las dudas suscitadas sobre los objetivos, capacidad y eficiencia de las autoridades monetarias. Las dudas agravadas con el miedo a la deflación han llevado a todos los bancos centrales del mundo a adentrarse en territorios inexplorados, en un mundo desconocido de provisión de liquidez sin límite a precio cero por un período indeterminado pero que será sin duda largo, como alertaba el gobernador del Banco Internacional de Pagos (BIS)² recientemente.

Conviene detenerse brevemente en explicar cómo ha cambiado el consenso internacional sobre la actuación de los bancos centrales con la crisis³. Se han formulado múltiples preguntas nuevas a los responsables de las políticas monetarias: ¿deben tener un objetivo explícito de actividad y empleo al mismo nivel de prioridad que el objetivo de inflación? ¿deben perseguir la estabilidad financiera y cómo lidiar entonces con el posible conflicto de interés entre objetivos? ¿deben preocuparse explícitamente por el tipo de cambio? ¿cómo enfrentarse al límite que supone para su actuación que los tipos de interés nominales nunca puedan caer por debajo de cero? (el llamado *zero bound*) ¿a qué instituciones deben ofrecer garantía de liquidez en momentos de crisis sistémicas, y en qué condiciones deben hacerlo? ¿cuál es la política de comunicación más adecuada para lidiar con una crisis de esta naturaleza? ¿es generalizable el *forward guidance*? Preguntas todas ellas que están hoy en la mente de todo banquero central y que en el caso del BCE se complican por algunas características institucionales y de mercado que veremos a continuación.

Intentemos resumir en unas pocas líneas las lecciones de la crisis financiera para los bancos centrales.

² Entrevista a JAIME CARUANA en El País, 12 de julio de 2015.

³ Hay dos trabajos del FMI que sintetizan este cambio del saber monetario convencional y los dos están dirigidos por el que fue director del departamento de investigación durante los años de crisis, BLANCHARD *et al.*, 2010 y 2013. Será interesante comprobar si el próximo director de este departamento, el profesor OBSTFELD, compartirá las tesis de su antecesor, tesis que han empujado al FMI hacia posiciones heterodoxas y a veces polémicas, como su apuesta por los controles de capital o su insistencia en el efecto contractivo de los ajustes fiscales.

¹ Para un análisis exhaustivo de estos temas ver F. FERNÁNDEZ, 2015.

En primer lugar, la estabilidad financiera es una prioridad absoluta porque la política monetaria no funciona si no lo hace el multiplicador bancario, como hemos constatado con especial virulencia en Europa, y así, por mucha liquidez que se inyecte en la economía, nunca llega el crédito al sector privado. Además, las recuperaciones cíclicas son mucho más lentas si las entidades financieras no son solventes ni rentables o si el sector privado, financiero o no, está altamente endeudado. Segundo, los bancos necesitan más capital y de mejor calidad, capital que sea *bailinable*, que tenga capacidad de asumir pérdidas en caso de crisis individual o sistémica, al objeto de minimizar el coste para el contribuyente. Tercero, la regulación y supervisión bancaria ha de centrarse en el conocimiento y control del riesgo asumido por las propias entidades, especificando sus niveles objetivos de apetito y tolerancia máxima, así como la existencia de capital para hacer frente a las eventuales pérdidas no esperadas, de ahí la importancia de los *stress test* como mecanismo de supervisión financiera. Cuarto, la gobernanza de los bancos es importante a efectos de determinar su comportamiento en el ciclo y la probabilidad de enfrentarse con éxito a potenciales crisis, por eso gran parte del énfasis de la nueva supervisión se pone en aspectos relacionados con el buen gobierno de las entidades. Puede parecer sorprendente que un artículo sobre la política monetaria dedique espacio a cuestiones prudenciales bancarias, pero es que si algo hemos aprendido los economistas en la crisis, es que las políticas prudenciales, micro y macroeconómicas, tienen impacto en la actividad económica y en el empleo, por lo tanto no pueden ser ajenas al banco central.

En el amplio contexto descrito, este artículo pretende tres modestos objetivos concretos. Primero, describir las características institucionales del BCE y su evolución con la crisis, que confieren una cierta singularidad a su función de reacción y que sin duda complican su trabajo y le hacen ser más proclive a buscar grandes consensos en su seno, antes de adoptar o modificar una posición concreta. Segundo, explicar

cómo ha respondido el BCE a la crisis europea, cómo ha ido evolucionado el arsenal de instrumentos monetarios a su disposición y cómo los ha ido utilizando a medida que lo que parecía una crisis de liquidez transitoria se ha ido convirtiendo en la gran amenaza a la estabilidad y permanencia de la unión monetaria europea. Tercero, esta política de expansión cuantitativa no ha dejado a nadie indiferente y ha sido objeto de críticas varias, incluida últimamente un presunto impacto negativo en la distribución de la renta, por lo que intentaremos resumirlas para llegar a una evaluación general de la actuación del BCE. Vaya por delante la opinión de que la autoridad monetaria ha sido el gran protagonista de la crisis del euro y, sin duda alguna, ha tenido que asegurar la permanencia de la unión monetaria cuando los Gobiernos asistían desconcertados a acontecimientos económicos y políticos que parecían superarles. Pero esa nota, sin duda positiva, no puede esconder los riesgos que el activismo del BCE ha creado para el futuro. A cada uno de estos objetivos dedicaremos un apartado para terminar con unas breves conclusiones que señalen también caminos de mejora y asuntos pendientes.

2. La singularidad del Banco Central Europeo

Mucho se ha escrito sobre la singularidad del BCE cuando en realidad no hay tal. No hay nada verdaderamente excepcional en sus estatutos, imagen fiel del Bundesbank, que quizás han quedado un poco obsoletos por las lecciones que la crisis financiera ha enseñado a los bancos centrales y que sumariamente hemos comentado en la introducción. No lo ha habido tampoco en sus decisiones de tipos de interés, criticables como las de cualquier autoridad monetaria, pero eso son posibles fallos humanos, nunca evitables, que en nada desmerecen a la institución y en cualquier caso siempre preferibles a la injerencia gubernamental en sus decisiones. Como todos los bancos centrales de los países desarrollados, el BCE ha recurrido de manera progresiva y creciente a medidas

extraordinarias, no convencionales, para intentar que el multiplicador monetario vuelva a funcionar, quizás con más lentitud de la debida al tratarse de una institución más consensual que presidencial, pero eso me parece difícilmente criticable en una institución de un área monetaria en formación, y en cualquier caso tampoco hay consenso sobre que el activismo de la Reserva Federal americana (Fed) sea necesariamente más eficaz⁴.

Lo que es completamente diferente, me atrevería a decir insostenible en el caso del BCE, es el entorno en el que ha venido operando. Por tres razones, primero, hace política monetaria para toda la eurozona en ausencia de un activo europeo seguro y líquido, lo que le obliga a tomar dos decisiones simultáneas cada vez que interviene en el mercado realizando operaciones de mercado abierto, decidir la cuantía y el tramo de duración del bono en el que intervenir, como todo banco central, pero además elegir con qué papel nacional concreto intervenir. Las decisiones del BCE tienen así un impacto discrecional y asimétrico, no despreciable, en los flujos monetarios intraeuropeos, y son una señal adicional que puede contribuir a aliviar o aumentar la fragmentación financiera en el interior de la zona euro. Segundo, hace política monetaria sin poder cumplir el papel de prestamista de última instancia, por lo menos hasta que el presidente Trichet introdujo las llamadas OMTs (*outright monetary transactions*) y las LTROs (*Long Term Refinancing Operations*) que se comentan más adelante. La ha hecho en ausencia de un regulador y supervisor bancario europeo, lo que generaba un problema de libro de acción colectiva, hasta la creación del MUS y MUR, mecanismos únicos de supervisión y

resolución, respectivamente. Y sobre todo, tercero, está obligado a actuar sin contraparte fiscal, en ausencia de una autoridad fiscal con la que entrar en diálogo y con la que coordinar, o compensar, las dos hojas de la tijera de la política de demanda efectiva. Por eso, muchas veces, sobre todo en Alemania y los países con Tesoros más fuertes, se le acusa de tomar decisiones fiscales. Una acusación que es, en mi opinión, más un reflejo de los fallos institucionales de la Unión Monetaria Europea (UEM) que una crítica a la actuación del BCE.

Fue en esas condiciones de funcionamiento ante los evidentes síntomas de fragmentación financiera, de descomposición de la eurozona, cuando Draghi enunció su famosa frase de «*whatever it takes*». Que un banco central haga todo lo posible para salvar su moneda parece una obviedad. No en balde en los libros clásicos de teoría monetaria se hablaba de la doble estabilidad de la moneda, la interna —inflación— y la externa —devaluación— como objetivos intrínsecos de todo banco central. Que lo haga el BCE, y más aún, que su presidente haga explícito ese compromiso con la permanencia de la unión monetaria, no es baladí, y ha supuesto varios años de cambio de mentalidad, de decisiones graduales pero consistentes, de interpretaciones flexibles, conflictivas y a menudo cuestionadas incluso judicialmente, del propio Tratado de Maastricht, para que la UEM disponga de un auténtico prestamista de última instancia.

Un proceso que empieza con la adopción por el BCE de las citadas OMTs, un mecanismo de ayuda a los países en dificultades económicas mediante la compra de su deuda pública a cambio de la aceptación de un programa explícito de ajuste, de condicionalidad económica, impuesta desde Bruselas. Un instrumento que nunca ha sido utilizado, pero ha sido calificado unánimemente de éxito total, pues su sola presencia bastó, en el verano de 2012, para tranquilizar a los mercados y acabar con la especulación sobre la ruptura de la unión monetaria. Un instrumento, por cierto, más fiscal que monetario y que, afortunadamente, en el proceso de completar institucional y

⁴ Es habitual comparar a la Fed con un ágil barco de vela que cambia rápidamente de rumbo a medida que se van conociendo nuevos datos macroeconómicos y financieros, y al BCE con un transatlántico que vira lentamente el rumbo, pero cuya dirección una vez establecida es implacable. No está claro qué barco es mejor para navegar en aguas desconocidas en medio de la tormenta perfecta. Se trata en cualquier caso de una curiosidad intelectual, pues las características de ambas instituciones no son accidentales sino que responden a profundas preferencias sociales que van mucho más allá de la política monetaria.

funcionalmente la unión monetaria ha sido reemplazado por el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE, o ESM en sus siglas inglesas).

Ese mismo proceso de negociación y consenso, necesariamente lento hasta niveles irritantes para los mercados financieros, continuó luego con la adopción de medidas monetarias extraordinarias de inyección de liquidez sin límite y tipos de interés a cero, las llamadas LTROs, que suponen dar liquidez a tres años y que han sido posteriormente renovadas con algún matiz para facilitar la transmisión de esta liquidez al crédito al sector privado en las TLTROs (Target LTRO). Vino luego la creación de un mecanismo extraordinario de provisión de liquidez a riesgo de balance de los distintos bancos centrales nacionales, la ELA (*Emergency Liquidity Arrangement*), sorteando al límite la interpretación de la prohibición de monetizar la deuda nacional. Esta última fuente de liquidez, entendida inicialmente como de pequeña cuantía, extraordinaria y temporal, y que así se había utilizado en episodios anteriores de crisis en Irlanda o Portugal, se ha visto transformada con el referéndum griego en la espoleta con la que el BCE puede decidir de facto la salida de un Estado miembro de la unión monetaria. Finalmente, el proceso de normalización se completó en 2014 con el QE (*quantitative easing*), con la compra anunciada, periódica y sistemática de bonos públicos o equivalentes hasta doblar el balance del BCE. Compra que se ha ido haciendo a un ritmo aproximado de 60.000 millones de euros mensuales y supone la aceptación definitiva de riesgo de crédito en el balance de un banco central.

Como consecuencia, no solo han disminuido los tipos de interés a los que se financia el sector público, y también el sector privado en la Unión, sino que se ha puesto límite a la fragmentación financiera, a la renacionalización de las condiciones de acceso y precio del crédito en Europa, a la ventaja competitiva con la que venían operando desde los inicios de la crisis en 2008 las empresas de los países con finanzas públicas más sólidas (Gráfico 1). Aun así, el BCE ha

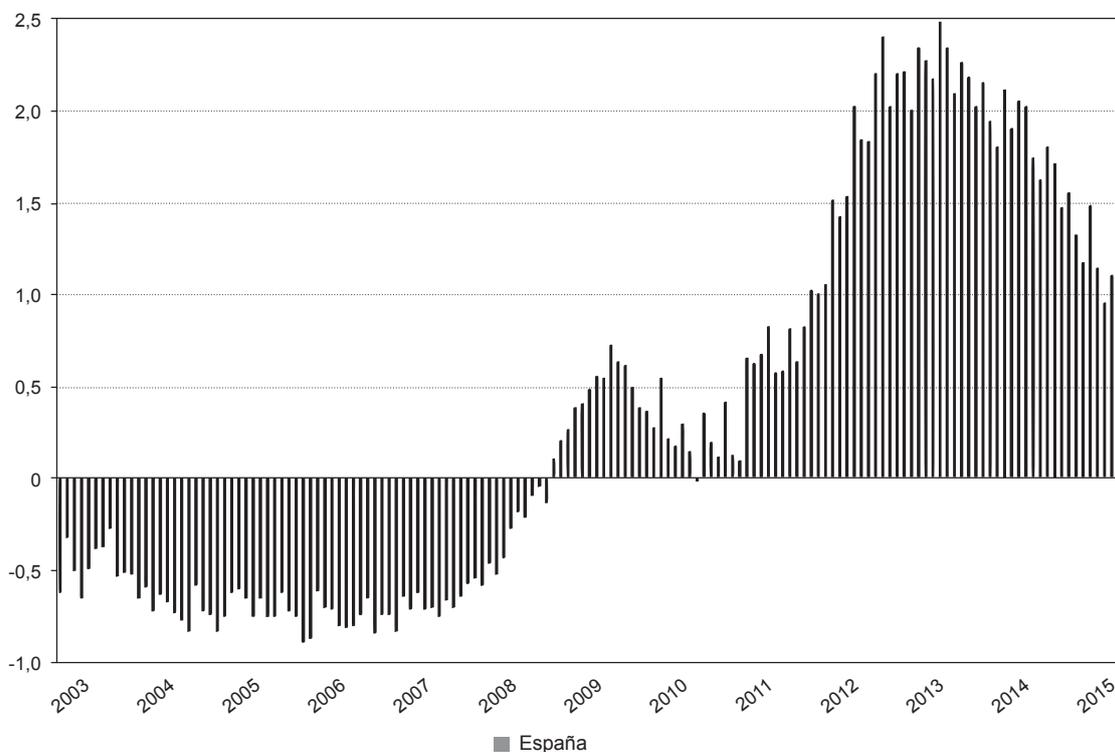
sido duramente criticado. Para unos, porque ha abandonado la ortodoxia y amenaza con adentrarse en el terreno prohibido de la financiación a los Gobiernos. Para otros, porque sigue obsesionado con la inflación e ignora que su objetivo de una inflación en el entorno del 2 por 100 condena a muchos países a una espiral deflacionista que complica la devaluación interna y la consolidación fiscal.

Lo importante a nuestros efectos es que el BCE, tras un proceso lento y mucha polémica, es hoy un banco central normal, y se ha dotado de los instrumentos tradicionales de política monetaria y de aquellos otros no convencionales que la crisis ha desvelado como imprescindibles, incluidos los necesarios para, llegado el caso, evitar una crisis cambiaria. Para ello ha tenido que reconocer, con un fuerte debate interno y alguna ruptura dolorosa con el Bundesbank⁵, que su función primordial no es solo mantener el valor de la moneda común, sino también y sobre todo asegurar su supervivencia, lo que le obliga a garantizar un correcto funcionamiento del mercado financiero europeo, amenazado de fragmentación y de renacionalización. Fue precisamente la práctica desaparición de los flujos monetarios transnacionales en la eurozona la que en 2012, cuando los mercados descontaron con una elevada probabilidad la ruptura del euro, *i*) hizo fracasar la estrategia de inyección de liquidez tradicional del BCE al no funcionar el multiplicador monetario, *ii*) estuvo a punto de hacer saltar por los aires el euro al provocar una masiva contracción de las disponibilidades líquidas en los países en dificultades y *iii*) provocó la recaída de la eurozona en la recesión en el segundo semestre de ese año.

En toda unión monetaria digna de tal nombre, solo el riesgo sectorial o el propio de la compañía deberían

⁵ Es curioso cómo muchos analistas y políticos sostienen sin empacho alguno que los alemanes dominan en el BCE, que este actúa siempre en defensa de sus intereses y fija los tipos de interés en su beneficio. Una crítica que se compadece mal con el hecho objetivo de que las dos únicas dimisiones que se han producido en el seno de su Consejo Ejecutivo, por desacuerdos insalvables, han sido dos alemanes, Axel Weber con las OMTs y Jürgen Stark con el ELA.

GRÁFICO 1
DIFERENCIAL DE TIPO DEL CRÉDITO A LA PYME EN ESPAÑA Y ALEMANIA



NOTA: Diferencial del tipo medio ponderado sobre Alemania del crédito a empresas de hasta 1.000.000 de euros.
FUENTE: Área de Estudios de Bankia en base al Informe mensual de tipos del BCE.

determinar las condiciones de financiación de los agentes económicos, y no el riesgo país. Un mercado financiero integrado supone que: *i)* todos los participantes están sujetos a una regulación común, *ii)* se cumple la ley del precio único, es decir, el tipo de interés de productos homogéneos (en vencimiento, riesgo, etc.) debe ser idéntico, *iii)* se produce una elevada negociación *cross-border* y *iv)* no se detecta un sesgo doméstico en las carteras de los inversores, sobre todo institucionales, porque los inversores minoristas tienen siempre barreras de información. Estas cuatro leyes económicas están muy lejos de ser una realidad en la eurozona. Es más, esta primera crisis de la

UEM se ha llevado por delante una parte importante del mercado financiero único que tan laboriosamente venía construyéndose desde los inicios de la negociación del Tratado de Maastricht.

Esa es la causa fundamental de que el BCE se haya adentrado por el camino de la heterodoxia, combatir la fragmentación financiera de la eurozona e impedir que la renacionalización de los flujos monetarios con la crisis echase por tierra el proyecto de unión monetaria. Una razón que sirvió también para acabar con cualquier resistencia alemana y que pone de manifiesto que mientras la eurozona no sea un área monetaria óptima, el BCE no puede ser un banco central

normal. Desde entonces, las dudas sobre el futuro de la Unión se han ido disipando, aunque el ahorro sigue sin moverse dentro de la UEM exclusivamente con criterios de búsqueda de la mayor rentabilidad, con la consiguiente pérdida de crecimiento potencial y perjuicio para los países tradicionalmente «importadores» de ahorro externo, un perjuicio solo parcialmente compensado por la decisiva actuación del BCE como redistribuidor de la liquidez dentro de la zona euro⁶.

La fragmentación financiera en la eurozona es un problema persistente aunque afortunadamente en recesión, como atestiguan la reducción de los diferenciales o *spreads* en los mercados monetarios y de deuda soberana, un cierto aumento de los flujos de inversión transfronterizos y la recuperación del acceso a los mercados de renta fija privada. Pero no se han recuperado los niveles y los flujos anteriores a 2007, a pesar de los esfuerzos heterodoxos del BCE por garantizar el flujo de liquidez en la eurozona. Sin entrar a valorar la eficacia del BCE, parece claro que la fragmentación financiera de la eurozona, y no la provisión de más o menos liquidez o el nivel de los tipos de interés, es la causa principal del deficiente funcionamiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria en Europa. La actividad interbancaria transfronteriza sigue siendo residual; la disparidad en los costes del crédito para las empresas o de la remuneración del ahorro para los depositantes tienen más que ver con barreras nacionales, con un perverso mantenimiento en la mente de muchos agentes de la correlación crisis bancaria y soberana, que con un análisis racional del riesgo de crédito. Las empresas siguen siendo juzgadas más por su nacionalidad que por su calidad crediticia; más por su domicilio fiscal que por la solvencia y persistencia de su cuenta de resultados y la recurrencia de su flujo de caja. La

banca minorista sigue siendo un negocio básicamente nacional en la eurozona, y la presunta reestructuración de la industria a escala europea, que muchos analistas esperaban precediese a la unión bancaria, está aún lejos de producirse.

Una actuación decidida del BCE, como supervisor europeo, puede cambiar radicalmente el signo de la fragmentación financiera en Europa en 2015, pero requiere también de las autoridades europeas un impulso decidido para ir más allá de la unión bancaria hacia la auténtica unión financiera. Esto exige prestar la debida atención a las directivas y reglamentos sobre coordinación, integración y disciplina de mercados, y considerar en toda su complejidad las relaciones de la eurozona con el Reino Unido. Se trata de un tema difícil, que asusta por sus implicaciones económicas, financieras y políticas, pero que el Primer Ministro británico ha puesto inevitablemente en el centro del debate pendiente con su referéndum. Quizás sea esta la oportunidad para crear un espacio financiero común, un auténtico mercado financiero único en toda la Unión Europea.

Esa misma fragmentación financiera es también la razón última de que el BCE se convirtiese, ya desde 2011, en el principal portavoz de la necesidad de avanzar en la unión bancaria, un concepto hoy hecho realidad pero del que en su origen no querían ni oír hablar. Pero ya entonces empezaba a ser una idea fuerte entre los economistas que: «la zona euro comparte una moneda y una política monetaria común pero no es un espacio financiero integrado. Dar pronta respuesta a ese fallo de diseño es parte constituyente de la solución a la crisis del euro y contribuiría a evitar el bucle melancólico de crisis financiera-crisis soberana. El camino obvio está escrito y hay amplio acuerdo. Hace falta desnacionalizar la política de regulación y supervisión financiera centralizándola en alguna agencia europea; establecer un mecanismo europeo único de intervención, resolución y liquidación bancaria, que evite la competencia desigual, el arbitraje regulatorio y la defensa de los campeones nacionales; y crear con urgencia un mecanismo europeo de garantía de

⁶ Una función inevitable y necesaria de todo banco central preocupado por la estabilidad de su área de control monetario, pero que sin embargo le ha generado críticas despiadadas de algunos economistas alemanes, más preocupados de salvar el ahorro alemán que de salvar al euro, como si ambos objetivos fueran separables y como si Mario Draghi hubiera cometido una herejía al sostener la obviedad de que tan importante como la inflación en la eurozona era la propia supervivencia de la unión monetaria.

depósitos con financiación, cobertura y gestión europea. Con la crisis, el espacio financiero europeo ha dejado de existir o se ha visto seriamente dañado; ha desaparecido el mercado interbancario, y la financiación empresarial se ha vuelto a nacionalizar. Poner fin a esa tendencia explosiva obliga a acelerar la agenda financiera única»⁷.

En noviembre de 2014 se hizo realidad el supervisor único europeo y el BCE asumió la responsabilidad de la supervisión microprudencial en la eurozona, dando un paso definitivo hacia la unión bancaria. Un paso que sigue a la adopción de una regulación bancaria única, el llamado *single rule book*, y que se ha completado con un sistema único de resolución bancaria en 2015, incluyendo la posibilidad de rescate con fondos públicos supranacionales a través del MEDE. Queda pendiente la aprobación de un marco armonizado de fondos de garantía de depósitos, como acaba de recordar el FMI⁸.

La puesta en funcionamiento del Mecanismo Único de Supervisión (MUS) no ha sido un camino sencillo, técnica ni políticamente. Pronto se hizo evidente que el BCE era la única institución con capacidad legal y material para hacerse cargo de la supervisión microprudencial. Pero había que responder a las resistencias lógicas sobre una excesiva concentración de poder en una única institución y sobre los posibles conflictos de interés entre funciones asignadas al BCE. Fue por tanto necesario establecer un sistema de gobernanza que garantizase tanto la independencia de la política monetaria y la supervisión financiera, con la creación de un Consejo de Supervisión específico para esta última, como la colaboración de las autoridades supervisoras nacionales, lo que se logra mediante un sistema centralizado de decisión pero con plena integración de los

supervisores nacionales y de su personal, que se ha incorporado a los *Joint Supervisory Teams* del BCE.

Finalmente el BCE se ha hecho cargo de la supervisión directa de 130 entidades o grupos financieros europeos que representan el 81,6 por 100 de los activos totales del sistema bancario de la eurozona. El resto de entidades, unas 3.700, seguirán siendo supervisadas directamente por sus autoridades nacionales, aunque siempre bajo los principios y políticas aprobados por el BCE, que se reserva el derecho a intervenir en cualquier momento. No se trata por tanto de ninguna ventaja regulatoria sino sencillamente de una necesidad práctica, sin duda temporal, y que responde al criterio de gradualidad y economía de medios en la construcción europea. No hay doble supervisión, no hay dos *rule books* diferentes para los bancos europeos dependiendo de su tamaño y de su supervisor directo, sino simplemente una delegación de funciones supervisoras para las entidades no significativas; una descentralización operativa donde las autoridades nacionales se convierten de facto en delegaciones funcionales del BCE a efectos de supervisión. Una descentralización inevitable dado el número de entidades bancarias en Europa, su desigual distribución nacional y la dispersión geográfica y lingüística. Es interesante subrayar que la transferencia de soberanía al BCE de las funciones de supervisión lleva también aparejada una inacabada transferencia de importantes recursos económicos y humanos.

No hay la misma transferencia de competencias macroprudenciales, como no podía ser de otra manera, en la medida en que la supervisión macro tiene muchos componentes de política económica. Permanece como competencia directa de los bancos centrales nacionales (BCNs) la calibración de los colchones de capital de conservación y anticíclicos establecidos en Basilea III. Además, los BCNs tomarán las medidas que consideren oportunas para subsanar riesgos específicos, sistémicos o macroprudenciales, aunque el BCE se reserva el derecho a definir requisitos más elevados que los aplicados por las autoridades nacionales de los Estados miembros, así como a aplicar medidas más rigurosas

⁷ Así concluía, en enero de 2012, el resumen ejecutivo de mi primer estudio sobre la unión monetaria (F. FERNÁNDEZ, 2012) que trataba de identificar la crisis del euro como una crisis estructural de madurez, producto de los fallos institucionales en el diseño de la unión monetaria. Una conclusión que tras la crisis griega han hecho suya los principales actores institucionales y políticos de la eurozona.

⁸ «Fully severing bank-sovereign links would require a common deposit insurance scheme with a fiscal backstop». (FMI, 2015a, pág. 31).

para subsanar riesgos sistémicos o macroprudenciales de manera idiosincrática en cada país miembro en coordinación con su BCN.

Previamente a hacerse cargo de la supervisión, el BCE realizó un examen global de situación (*comprehensive assessment*) de los distintos bancos europeos, una especie de auditoría inicial, con el triple objetivo de: *i*) conocer el estado real de solvencia de los bancos bajo su supervisión aplicando los mismos criterios y definiciones regulatorias, *ii*) identificar con carácter previo las necesidades de capital que pudieran ser necesarias y resolver así definitivamente el problema de los costes heredados, los *legacy assets* y *iii*) reforzar la confianza en el sistema y su credibilidad como supervisor. Finalmente, y publicados los resultados, puede afirmarse que el *comprehensive assessment* ha sido todo un éxito europeo, y sin duda también para los bancos españoles.

El Manual de Supervisión del BCE, junto con la Directiva de Requisitos de Capital CRD4, han introducido una nueva cultura supervisora en Europa que es en muchos casos bastante diferente de aquella a la que estaban acostumbrados los bancos españoles. Todos los bancos europeos tendrán que adaptarse y cambiar comportamientos y pautas establecidas. El llamado Proceso de Revisión y Evaluación Supervisora (SREP) del BCE comprende tres elementos clave: un sistema de evaluación de riesgos en el que esté involucrada activamente la más alta dirección de las entidades; una revisión exhaustiva de los procesos de evaluación interna de la adecuación del capital (ICAAP) y de la liquidez (ILAAP); y una metodología que permita calcular las necesidades de capital y de liquidez de las entidades de crédito en función de los resultados de la evaluación de riesgos. En pocas palabras, conceptos nuevos como la adecuación del capital y de la liquidez o el apetito por el riesgo, ratios e indicadores nuevos como el MREL o el TLAC⁹ y pruebas de *stress* periódicas formarán parte

del paisaje regulatorio europeo en el que el supervisor tendrá un papel mucho más activo, más intrusivo en las entidades, llegando a condicionar su estrategia y sus decisiones de manera preventiva. Una supervisión más discrecional ha de ser también una supervisión más responsable y más comunicativa, más *accountable* ante las instituciones y autoridades europeas y nacionales. Pero esta exigencia ineludible de responsabilidad no puede derivar en la pérdida de independencia de la autoridad monetaria y supervisora, como a veces parece deducirse de algunas propuestas del Parlamento Europeo. Porque de su actuación en estos primeros años dependerá en gran medida la pronta creación de un verdadero espacio financiero europeo.

El Mecanismo Único de Resolución (MUR) es el segundo pilar fundamental de la unión bancaria. Su objetivo principal es situar la toma de decisiones de resolución al mismo nivel centralizado al que se realiza la supervisión y hacer posible la liquidación o disposición ordenada de un banco en quiebra en un fin de semana. Comprende: *i*) las Autoridades Nacionales de Resolución (ANR), en nuestro caso el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), *ii*) una nueva Autoridad Única de Resolución, que ya está operativa en 2015, *iii*) un Fondo Único de Resolución, cuyo coste para las entidades financieras se añade al Fondo de Garantía de Depósitos (DGS) y a los nuevos requisitos de liquidez y capital y *iv*) un conjunto único de normas de resolución, en línea con el marco de gestión de crisis definido en la BRRD.

El Parlamento Europeo aprobó la Directiva de Resolución y Reestructuración Bancaria (BRRD) el 15 de abril de 2014, con efectos desde el 1 de enero de 2015, aunque el régimen de *bail-in* no entra legalmente en vigor hasta un año después. Se definen tres fases separadas del proceso: *i*) preparación y prevención, durante el que las entidades habrán de tener listos, y aprobados por el supervisor, sus planes de recuperación y resolución; *ii*) intervención temprana, en el que el supervisor puede ordenar medidas correctoras o simplemente preventivas de las potenciales

⁹ MREL, *minimum required eligible liabilities*, pasivos mínimos elegibles. TLAC, *total loss absorbing capacity*, capital total con capacidad de absorber pérdidas.

necesidades de capital; medidas que pueden llegar a afectar a su capacidad para distribuir beneficios o limitar las remuneraciones de consejeros y ejecutivos y *iii)* resolución propiamente dicha, en el que las autoridades toman el control de la institución y activan medidas drásticas, como la liquidación o enajenación de la misma, la venta de activos individuales o áreas de negocio completas, la creación de un banco puente o la separación de activos en vehículos especiales, y/o la conversión forzosa de deuda y quitas mandatorias.

El *bail-in* es la gran novedad, ciertamente polémica, de la BRRD e implica que acreedores y depositantes de los bancos asumirán gran parte de los costes de su recapitalización, en lugar de los contribuyentes. Pero el *bail-in* no es la única herramienta existente para recapitalizar una entidad, sino que la BRRD crea el Fondo de Resolución Bancaria —de naturaleza privada y financiado con aportaciones de las entidades bancarias, pero que podrá acudir directamente al mercado de capitales— y permite el uso de dinero público en casos excepcionales de crisis sistémicas y por razones de estabilidad financiera, siempre y cuando los accionistas y acreedores ya hayan asumido previamente un porcentaje muy elevado de las pérdidas (equivalente al 8 por 100 del total de pasivos de la entidad).

El Fondo de Garantía de Depósitos europeo se convertiría en el tercer y último paso hacia la unión bancaria. Es un componente necesario e ineludible del diseño final. El proyecto europeo se limita hoy a estudiar las exigencias de una evolución gradual desde un sistema de garantía de depósitos nacionales hacia otro común europeo. Para poner este en funcionamiento sería necesario unificar la cobertura y el método de financiación, así como llegar a un acuerdo sobre el tratamiento de los distintos niveles de capitalización y solvencia patrimonial con el que los diferentes sistemas nacionales llegarían a su unificación definitiva. No es un tema sencillo porque las diferencias son en Europa enormes, tanto en financiación —conviven sistemas prefinanciados con otros que son una simple garantía estatal—, como en estructura legal (desde

fondos independientes hasta meros departamentos del banco central) o en situación patrimonial —hay fondos nacionales vacíos, algunos quebrados y otros muy bien dotados—.

El cambio institucional en el BCE ha sido enorme en estos años de crisis. Sin embargo todavía no es suficiente. De las múltiples reformas consideradas y no aprobadas que pueden afectar a su capacidad para desarrollar con éxito una política monetaria única para la eurozona, cabría considerar como especialmente interesante la ampliación del número de consejeros ejecutivos para restablecer el equilibrio entre el centro federal y la periferia nacional, o al menos la reconsideración del procedimiento para elegir a los consejeros ejecutivos. Con ocasión de la última ampliación del número de miembros de la eurozona, se adoptó un mecanismo de rotación de votos entre los presidentes de los BCNs que recuerda vagamente al de la Reserva Federal americana, en el que el único gobernador con voto permanente en las decisiones de tipos de interés, en el seno de lo que allí llaman el FOMC (*Federal Open Market Committee*), es el representante de la Fed de Nueva York, aunque todos los gobernadores asisten a las reuniones. Quizás, dadas las complejidades europeas, hubiera sido más interesante adoptar un sistema de *constituencias* regionales similar al que funciona en el seno del FMI, donde los países se agrupan hasta alcanzar tamaños equivalentes y son estas agrupaciones las que tienen derecho de voto. Un sistema perfectamente compatible con mantener la presencia de todos los gobernadores nacionales en el consejo directivo del BCE y en las decisiones de política monetaria.

Quizás sorprenda que entre las reformas consideradas no se encuentre la posibilidad de completar el objetivo de inflación con un objetivo explícito de empleo en línea con lo que ha hecho recientemente la Reserva Federal americana, o de PIB nominal como ha hecho el Banco de Inglaterra. Se trata de una profundización en la estrategia histórica del banco central norteamericano que desde siempre ha equiparado ambos objetivos, y

que a finales del año 2012 ha dado un paso más al formalizar cuantitativamente la meta de empleo, de forma que la tasa de paro se sitúe por debajo de un umbral concreto. Una estrategia semejante es, además de discutible desde el punto de vista teórico dadas las evidentes limitaciones de la política monetaria en la generación de empleo, políticamente inconcebible en Europa por razones bien conocidas, entre otras las disparidades iniciales en las tasas nacionales de paro y las diferencias estructurales e institucionales de sus mercados de trabajo. Sería en mi opinión empezar la casa por el tejado y no es seguro que fuera útil. El problema del BCE estriba en la dificultad de articular una política monetaria única para un área social, legal y regulatoriamente tan heterogénea y sin suficiente movilidad interna. Muchos economistas han recordado además la famosa «crítica de Lucas» de utilizar un solo instrumento para múltiples objetivos contradictorios; y hay dudas operativas razonables sobre cómo podría aplicarse cuando las tasas de paro entre los distintos países del área euro difieren sistemáticamente en más de 15 puntos porcentuales. Copiar sin más no es una técnica política apropiada y las modas son en economía tan pasajeras como en la vida misma.

Finalmente, la Unión Monetaria Europea no es simplemente un sistema de tipos de cambio fijos, y por lo tanto la mutualización fiscal de obligaciones dentro de la eurozona es inherente a la moneda única desde su creación; está implícita en el reparto de costes y beneficios del BCE, lo que los economistas llamamos un coste cuasi-fiscal. En los Estados con política monetaria propia existe un financiador de última instancia, su banco central, que está plenamente legitimado para aceptar en su balance deuda del Tesoro nacional, como han hecho, quizás en exceso, la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra o el de Japón entre otros. En la UEM, el BCE parecía serlo de facto, pero su legitimidad se ha cuestionado con la crisis al discutirse la solvencia de los prestatarios públicos y por lo tanto de los instrumentos de deuda pública nacionales existentes. Urge por tanto la construcción de un instrumento

financiero que elimine las fuentes de esa desconfianza. No lo son y no lo pueden ser los distintos bonos soberanos de los Estados miembros porque, al margen de su mayor o menor solvencia momentánea, son instrumentos asimétricos que suponen una mutualización sesgada y contraproducente, *self-defeating*. Este es un punto central, la política monetaria común exige disponer de un activo instrumental. Hasta ahora eran los bonos soberanos de los distintos Estados, pero ni son un activo único —los diferenciales han aumentado más allá de toda racionalidad y se han demostrado extremadamente volátiles— ni están exentos de riesgo, ni el BCE parece hoy plenamente legitimado para acumularlos en su balance.

Por ello la idea de crear un Tesoro Europeo es recurrente. Podría empezarse con la creación de ese activo financiero europeo líquido y libre de riesgo. Semejante activo habría de cumplir condiciones muy exigentes: *i)* tener liquidez y profundidad suficientes, pues se trata del área monetaria más grande del mundo; *ii)* disponer de referencias amplias en todos los tramos temporales; *iii)* ser negociado en mercados activos, por lo que habrá que prestar atención a la figura de los creadores de mercado; *iv)* estar disponible en el corto plazo para la deuda existente y no solo para la futura, pues es una condición necesaria de superación de la crisis y *v)* su emisión no puede estar sujeta a aprobación de los Parlamentos nacionales sino que habría de ser competencia exclusiva del Tesoro Europeo. Todo un ambicioso programa de reforma que está implícito en el documento de los Cinco Presidentes (Juncker, 2015) y en las propuestas que a raíz de la crisis griega han hecho varios Gobiernos nacionales, como el francés, el español o el italiano. Aunque no sea motivo de este artículo y no tengamos espacio para desarrollar aquí esta idea, es obvio que crear un Tesoro Europeo, justificado, casi exigido, por la unión bancaria, es un paso decisivo hacia la unión fiscal. Por eso creo que tiene razón Alemania cuando insiste en que el orden de factores sí altera el producto. Hagamos primero la unión fiscal, un Ministerio de Hacienda Europeo con capacidad para

hacer cumplir las reglas de déficit y deuda que nos hemos dado entre todos, y luego un Tesoro Europeo que emita un activo europeo como instrumento de política monetaria.

3. La política monetaria no convencional

La crisis ha desafiado el modelo tradicional de política monetaria hasta el punto de que condiciones extremadamente adversas indujeron a los principales bancos centrales a responder de manera completamente heterodoxa. Primero para restablecer el funcionamiento de los mercados financieros y de intermediación, y luego extremando la acomodación monetaria hasta alcanzar tipos de interés cero o incluso negativos. Había que evitar la Gran Depresión saltándose el manual tradicional de intervención monetaria. Así, todos los bancos centrales modificaron drásticamente su función de prestamista de última instancia a tipos penalizadores a bancos en dificultades transitorias, y se convirtieron en creadores de aquellos mercados que se habían colapsado ante la súbita desaparición de la liquidez. Se respondió al escenario de riesgo de colapso del sistema financiero con inyecciones masivas y muy agresivas de liquidez en moneda nacional y en divisas, ampliando el número y características de los receptores directos de liquidez más allá de las entidades de depósito, interviniendo en segmentos o mercados específicos para asegurar su existencia y ampliando los plazos a los que se prestaba, rebajando la calidad de los colaterales exigidos, etc.

Pese a la creencia generalizada en la ortodoxia del BCE, lo cierto es que este también ha adoptado agresivas políticas no convencionales, aunque más tardíamente. Quizás podemos distinguir en la actuación de la autoridad monetaria europea tres períodos distintos. Hasta abril de 2014 mantuvo un enfoque tradicional manteniendo el tono monetario acomodaticio que aconsejaban unas circunstancias que entendía eran las de una economía en débil recuperación. Este enfoque estuvo siempre adaptado a las especiales circunstancias de la eurozona que le obligaban a un cierto protagonismo,

ya comentado, en combatir la fragmentación financiera y evitar el colapso de la Unión. Posteriormente, y asustado por el riesgo creciente de deflación, el BCE adoptó la expansión cuantitativa no convencional como estrategia, definió una nueva función de reacción y anunció un nuevo paquete de medidas heterodoxas con el objetivo explícito de aumentar radicalmente el tamaño de su balance hasta los 3 billones de euros. Anclada firmemente esa nueva estrategia monetaria en las expectativas de los inversores, ratificada insistentemente por la política de comunicación del BCE, que repite machaconamente que durará al menos hasta el verano de 2016, la autoridad monetaria europea, con su presidente a la cabeza, ha dado un paso adicional aún más controvertido. Desde el tradicional discurso de verano de su presidente en Jackson Hole, el BCE insiste en las limitaciones de la política monetaria para hacer frente a la situación actual, quizás presionado en exceso para que asuma roles fiscales que no le corresponden, y se ha convertido en el principal portavoz de la necesidad de coordinar las estrategias monetaria, fiscal y estructural, llegando a proponer un activismo fiscal, que no podía dejar de resultar polémico, al convertirse en uno de los grandes apoyos del Plan Juncker de inversión pública en Europa, si no en su creador intelectual.

La reducción de los tipos de intervención en noviembre de 2013 para dejarlos prácticamente al mínimo técnico es el mejor ejemplo de las limitaciones de las políticas convencionales. Lo más significativo fue la tibia y genérica justificación de la medida, alegando vagamente los dos pilares tradicionales de la estrategia del BCE, las perspectivas de inflación o mejor su ausencia y las condiciones monetarias y crediticias. Explicación poco convincente y que intranquilizó a los mercados financieros probablemente por lo que no decía. Unas expectativas de inflación tan bajas en la eurozona que obligaban a países necesitados de una devaluación interna a acercarse peligrosamente a la deflación; una recuperación económica desigual, incierta, concentrada en pocos países e insuficiente para animar el empleo; un tipo de cambio del euro que se había apreciado significativamente

complicando la reducción de los desequilibrios ahorro inversión; una cierta voluntad del BCE por colocarse por delante de la curva del mercado e indicar una actitud más americana del nuevo presidente; y, por último, una preocupación sostenida por la fragmentación financiera que aunque amortiguada seguía en niveles preocupantes. Quedó claro que la política monetaria necesitaba un giro adicional.

El primero de estos cambios fue que el BCE empezó a preparar a los mercados para la posibilidad, posteriormente confirmada en junio de 2014, de tipos de interés negativos para sus excedentes de tesorería. Una penalización de las reservas bancarias que, en paralelo con la provisión de liquidez garantizada y a tipos muy bajos, mandaba un claro mensaje a las entidades financieras. No hay razones para que el multiplicador monetario no funcione, y si el problema reside en los balances de los bancos, la solución está en las políticas regulatorias y prudenciales que paralelamente se estaban poniendo en marcha. Una posición muy firme y sostenida, pero que invita a cuestionarse sobre la racionalidad de pedir a la vez bancos más solventes y capitalizados, por cierto con unos recursos propios cada vez menos remunerados, y al mismo tiempo exigir que estos mismos bancos aumenten el crédito al sector privado en un contexto de relajación de la consolidación fiscal. Todo ello cuando la evidencia empírica sugería que la debilidad del crédito a empresas, y en general de la inversión empresarial en la eurozona, era más bien un problema de falta de demanda de crédito, como era de esperar en un proceso inevitable de desapalancamiento tras los excesos previos, que de oferta de fondos prestable. Pero el BCE pensaba, y así lo comunicó enfáticamente, que problemas nuevos exigían soluciones heterodoxas; que la amenaza de deflación y la renacionalización de los flujos financieros en la zona euro justificaba asumir riesgos crecientes, porque es evidente que una política de tipos de interés negativos no facilita precisamente la recuperación del ahorro privado ni público, ni contribuye al desapalancamiento. Quizás, me atrevo a sugerir, el BCE estaba pensando que el ahorro alemán

es excesivo y sobre todo excesivamente temeroso a la hora de invertir fuera de Alemania. Una manera indirecta, al viejo estilo del enfoque monetario de la balanza de pagos, de incentivar la corrección de los excesivos superávits externos de algunos países centrales. El problema es, como coinciden la mayoría de analistas, que los efectos de esta estrategia monetaria se iban a notar, se han notado, fundamentalmente a través del canal cambiario, mediante la depreciación del euro y de una posible sustitución de crédito bancario por crédito de mercado (Barclays Research, 2014).

Tras una política extraordinaria de tipos de interés, el BCE ha abrazado la política de expansión cuantitativa de gestión de su balance, como se dice ahora. Política que en puridad ha estado presente en el BCE desde los tiempos de Trichet, que fue quien impulsó los estudios técnicos y operativos que han permitido su rápida y exitosa aplicación posterior.

Haciendo un pequeño resumen de las medidas heterodoxas del BCE, podemos encontrar siete ejemplos concretos de políticas de gestión de balance¹⁰:

— Octubre 2008, cuando el BCE intenta corregir el mal funcionamiento de los mercados monetarios, en particular del interbancario, y anuncia la subasta por cuantía ilimitada a tipo fijo, conocida como FRFA, *fixed-rate-full-allotment*, amplía la lista de colaterales elegibles y ofrece *swaps* de tipo de cambio de dólares.

— Mayo de 2009, se anuncian las operaciones de financiación a largo plazo, a tres años, más conocidas como LTRO, *long-term-refinancing-operations*, y el primer programa de cédulas, CBPP1, *covered-bonds-purchase-programme*.

— Mayo de 2010, cuando explota la crisis de la deuda soberana europea, se pone en marcha el SMP, *Securities Market Programme*, para aliviar las tensiones y acotar los diferenciales de la deuda pública.

— Último trimestre de 2011, el BCE lanza el segundo programa de cédulas, CBPP2, y anuncia otras dos subastas de LTRO.

¹⁰ BRICIU y LISI, 2015.

— Verano de 2012, ante un nuevo recrudecimiento de la crisis de la deuda europea, se aprueban las OMT (*Outright Monetary Transactions*) ya comentadas y que marcan el principio de la actuación del BCE como prestamista de última instancia de los Gobiernos europeos bajo fuertes condiciones macroeconómicas. Tan fuertes que nunca ha sido utilizado, pese a lo cual ha sido calificado unánimemente de éxito total y de haber salvado el euro.

— Junio y septiembre de 2014, con los tipos de interés en su mínimo técnico, y para combatir el creciente riesgo de deflación, el BCE anuncia una serie de ocho TLTRO, *Target-long-term-refinancing-operations*, con madurez de cuatro años, a realizarse trimestralmente hasta junio de 2016, con el objetivo de que el balance del BCE llegue a los 3 billones de euros.

— Finalmente, en enero de 2015 el BCE pone en marcha el esperado programa de expansión cuantitativa a la americana, el llamado EAPP, *expanded-asset-purchase-programme*, que incluye la compra de bonos de Gobiernos, agencias e instituciones europeas, y de activos privados titulizados a un ritmo mensual de 60.000 millones de euros hasta septiembre de 2016.

Medidas heterodoxas que culminan en el ya citado *Expanded Asset Purchase Programme* (EAPP), un amplio programa de compra de activos públicos, bonos de los distintos Estados, y activos privados, cédulas hipotecarias y otras titulizaciones¹¹. Estas medidas no están, sin embargo, exentas de algunas críticas por su timidez y la limitación de los activos elegibles, lo que podría anular su eficacia sobre todo

¹¹ El balance del programa de compras de activos es un éxito (BBVA Research, 2015) en cuanto al cumplimiento de sus objetivos cuantitativos. En los cuatro primeros meses del mismo, a junio de 2015, el BCE ha adquirido 198.000 millones de euros en bonos públicos (PSPP, *Public Sector Purchase Programme* en sus siglas inglesas), 43.800 millones del programa de adquisición de bonos garantizados (CBPP3) y 5.300 millones del programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP). A los que habría que añadir los 384.200 millones de las cuatro primeras operaciones de liquidez condicionadas a la evolución del crédito al sector privado excluyendo inmobiliario, los TLTRO.

si se extienden más allá de septiembre de 2016¹². El juicio sobre la efectividad última de estas múltiples medidas es todavía parcial y genérico, porque *i*) su mera repetición hace prácticamente imposible aislar su impacto, *ii*) la evolución económica y financiera internacional no ha permanecido precisamente estable durante este período y *iii*) la eurozona ha ido cambiando gradualmente su propia naturaleza en el proceso, completando la unión bancaria, concretando lo que entiende por unión fiscal y acercándose hacia un área monetaria óptima. Podemos sin embargo afirmar que existe un relativo consenso, más fuerte entre los *policy makers* y economistas de las autoridades monetarias e institucionales y más débil entre los economistas académicos, sobre que estas medidas pueden haber contribuido a evitar la implosión financiera de la eurozona y una segunda y más aguda recesión, pero que no han tenido un impacto especialmente significativo en las condiciones financieras medias, públicas y privadas de la eurozona, dados los niveles en mínimos históricos de los tipos de interés en los que se aplicaron, y porque ninguna de ellas ha tenido la virtud de liberar capital bancario de sus crecientes exigencias regulatorias. Parece sin embargo indudable que estas políticas han ayudado a reducir la fragmentación de la eurozona, al limitar los diferenciales nacionales, y permitido recuperar el acceso a los mercados financieros para muchos emisores de países periféricos.

Un argumento que se ha fortalecido al comprobar la moderada reacción de los mercados a la crisis del referéndum griego de este verano. Más allá de su efecto en la renta variable europea, un columpio de ida y vuelta en una semana, no puede afirmarse que la reparación del riesgo de ruptura del euro haya provocado un gran contagio, ni siquiera serias dificultades de financiación en otros países periféricos. Que ha tenido que ver en ello la decidida actitud del BCE y la firme

¹² Una crítica en la que ha insistido Bruegel que subraya la necesidad de extender un *waiver* para los activos mejor calificados de aquellos países que no disponen de grado de inversión (CLAEYS *et al.*, 2015a).

voluntad de Draghi de hacer todo lo que sea necesario, es indiscutible. Que también han contribuido significativamente los mecanismos de mutualización del riesgo bancario y soberano en vigor, o anunciados, con la puesta en marcha de la unión bancaria, también. Que el impacto diferencial haya sido la expansión cuantitativa del BCE es más discutible. Lo que es indudable es que el BCE se ha consolidado como una autoridad monetaria temible, por su capacidad para movilizar ingentes cantidades de dinero en defensa de sus posiciones y de sus políticas.

4. Algunos comentarios críticos a la política monetaria del Banco Central Europeo

En el debate sobre el origen de la crisis y las medidas a aplicar para combatirla, el BCE se ha posicionado claramente con el FMI y la Comisión Europea y ha concluido que estamos ante una crisis de demanda que requiere medidas radicales de expansión de la demanda efectiva para evitar la recesión. La posición ortodoxa, mayoritaria en Europa, la defienden con vehemencia (Claeys *et al.*, 2015b) quienes afirman que el riesgo de que una política monetaria ultraexpansiva genere desequilibrios financieros persistentes e inestabilidad, es muy pequeño en la eurozona, y en cualquier caso, podría combatirse con medidas adicionales de supervisión microprudencial, con un papel más activo de los Consejos de Riesgo Sistémico, con políticas fiscales y regulatorias específicas e incluso con medidas de control directo de determinados sectores como el inmobiliario¹³. Aun así, persisten las dudas sobre la naturaleza de la crisis y sobre la presunta eficacia de las

medidas adoptadas. Hay posiciones radicales, como la de muchos autores británicos o americanos entre los que destacan Krugman y Stiglitz por su popularidad y pluma fácil, que llevados por su escepticismo ante la propia unión monetaria la conciben como el patrón oro del Siglo XXI. Piensan que su propia existencia condena a Europa a una nueva Gran Depresión, pues no permite políticas fiscales suficientemente expansivas, ni tampoco expansiones monetarias ilimitadas que permitan licuar la deuda mediante el retorno de elevadas tasas de inflación¹⁴, ni tampoco beatíficas suspensiones de pagos que se justifican con alusiones retóricas a la solidaridad europea, como si el problema de la unión monetaria pudiera reducirse a una cuestión de voluntad política y diseño hegemónico alemán.

Hay también interpretaciones ortodoxas alternativas o complementarias, como la comentada posición del BIS y sus *balances sheet crisis*¹⁵. Quizás inyectar liquidez en una economía envejecida, altamente endeudada y con problemas de competitividad, no sea la mejor manera de asegurar un crecimiento sostenible sino solo una forma de atrasar la inevitable reestructuración y alimentar una posible nueva burbuja, esta vez de activos financieros y no inmobiliarios. Jaime Caruana, en su discurso de apertura con motivo de la Asamblea General del Banco en Basilea, en junio de 2015, resumió en cuatro simples principios las opiniones que el BIS lleva perfilando desde hace años.

— Primero, los actuales tipos de interés, extraordinariamente bajos, no pueden representar un nuevo equilibrio. La tesis del estancamiento secular¹⁶,

¹³ No deja de sorprenderme que los partidarios de una intervención regulatoria determinada acaben siempre recomendando que sus potenciales efectos perversos siempre pueden corregirse con más intervención. La respuesta a las consideraciones de equilibrio general ante medidas parciales es siempre la misma, más medidas parciales. Un ejemplo interesante y sistemático de esta tendencia la podemos observar entre los partidarios de los controles de capital que acaban cayendo en un micro *management* de los flujos de capital que genera un fuerte arbitraje regulatorio y fuertes rentas de situación para los que saben o pueden aprovecharlas.

¹⁴ En esto coinciden con el ex ministro griego Varoufakis, quien en un artículo en el *Financial Times* el lunes 27 de julio defendía procedimientos imaginativos de economía digital para en esencia inundar el mercado de liquidez adicional en euros virtuales y saltarse así cualquier límite que el BCE pueda establecer al control de la masa monetaria.

¹⁵ Un sencillo pero sistemático resumen de esa posición puede verse en CARUANA, 2014.

¹⁶ Tesis formulada inicialmente por Ben Bernanke y Larry Summers para la economía americana y que luego ha sido recogida en Europa (TEULINGS y BALDWIN (eds.), 2014) como complemento teórico de la hipótesis de desajuste estructural europeo que veníamos llamando euroesclerosis.

importada de Estados Unidos, y justificación teórica más sofisticada del nuevo equilibrio monetario, se basa en tres hipótesis discutibles: *i)* el envejecimiento de la población es irreversible y deprime el consumo, lo que ignora la fuerte presión migratoria que los países desarrollados resisten, más por razones sociales que económicas; *ii)* como consecuencia hay un exceso de ahorro global, exceso teórico que se compadece mal con el hecho empírico de que los flujos de capital, desde los años noventa han ido precisamente desde los países emergentes a los desarrollados, como prueban los desequilibrios de la balanza de pagos en los países de la OCDE, con la excepción de Alemania y Japón y *iii)* la revolución tecnológica de las TIC, o tecnologías de la información y la comunicación, está agotada y no se ha traducido en crecimientos sostenidos de la productividad, afirmación que ignora el impacto retardado de la difusión de innovaciones en el crecimiento global y supone una visión un poco estática, conservacionista, del cambio tecnológico. Para el BIS, la tesis del estancamiento secular no justifica considerar los niveles actuales de tipos como de equilibrio, y cree que la normalización monetaria debe ser bienvenida cuanto antes. Sobre todo en la medida en que los actuales precios de la energía permitirían neutralizar cualquier potencial impacto negativo de corto plazo.

— Segundo, los períodos de expansión financiera dejan secuelas en la economía real. En concreto, los auges financieros tienden a minar el crecimiento de la productividad al desplazar trabajadores y otros factores de producción hacia sectores que crecen con más lentitud. En una recesión de balance, los sectores inflados artificialmente no pueden aspirar a recuperar en muchos años sus niveles de actividad y empleo. Piénsese en España y en nuestra especial enfermedad holandesa del inmobiliario. Es obvio que recolocar el empleo redundante en el sector llevará tiempo. No está claro en qué medida, tipos de interés anormalmente bajos facilitan la corrección de lo que es en esencia un problema estructural de nuestro mercado de trabajo. Las políticas de demanda no son sustitutos

idóneos de las políticas de oferta que liberan capacidad productiva y desplazan la frontera de posibilidades de producción de una economía. El énfasis en políticas de inversión en infraestructuras, sin un cuidadoso análisis de su rentabilidad y eficiencia marginal, o en medidas de represión financiera, que es lo que en esencia significan tipos de interés negativos que penalizan el ahorro¹⁷, no parecen el camino de solución de la euroesclerosis.

— Tercero, de mantenerse en el tiempo los actuales tipos de interés extraordinariamente bajos podrían ocasionar daños duraderos al sector financiero. Daños que podríamos resumir en: *i)* elevar los niveles de apalancamiento y riesgo en búsqueda de rentabilidades nominales consideradas suficientemente atractivas, *ii)* generar burbujas de activos en mercados aparentemente atractivos hasta que un factor exógeno cambia la percepción del riesgo de los agentes¹⁸, *iii)* dañar la capacidad de intermediación de los bancos al hacer menos rentable la transformación de plazos y *iv)* acelerar por razones de arbitraje regulatorio un proceso gradual y lógico de desintermediación bancaria, con el considerable riesgo de liquidez de mercado que ello plantea. Estas salvedades deberían llevar a las autoridades monetarias a extremar la prudencia en el uso de las políticas monetarias no convencionales, incluidas las presuntamente prudenciales, y a evitar la tentación de eternizarse en situaciones anómalas. Las cautelas con las que la Reserva Federal americana se plantea la subida de tipos de interés en una economía cercana al pleno empleo y a su crecimiento potencial,

¹⁷ Se entiende por represión financiera (KIRKEGAARD y REINHART, 2011) cualquier política pública que persigue canalizar fondos hacia sectores o actividades concretas, fondos que irían a otro lado en un mercado desregulado. En sentido amplio incluye medidas directas de crédito, límites implícitos o explícitos a los tipos de interés, controles de capital o un uso extensivo de la persuasión moral como instrumento de política monetaria.

¹⁸ Es difícil conocer a priori una burbuja de activos, como fue difícil estimar la magnitud del *boom* inmobiliario español, pero son cada vez más los analistas que creen ver riesgos similares en la deuda pública emergente o el mercado inmobiliario y bursátil chino. Sería lamentable que las medidas puestas en marcha para contener la explosión de una burbuja generen una nueva onda explosiva de activos sobrevalorados.

son un buen ejemplo de que ni las más sofisticadas autoridades monetarias son ajenas a la presión social que un período de tipos cero pueden generar desde empresas y familias víctimas de una curiosa versión financiera del síndrome de Estocolmo.

— Cuarto, persisten múltiples deficiencias en el sistema financiero internacional, que no ha desarrollado suficientemente su capacidad para impedir la acumulación o transmisión de desequilibrios financieros entre países y jurisdicciones monetarias. Es cierto que en esta crisis la decisiva actuación del G20 en el período 2008-2010 impidió respuestas proteccionistas o de aislamiento internacional. También que, desde entonces, la cooperación monetaria y financiera ha aumentado espectacularmente, como ilustra positivamente el protagonismo creciente del Consejo de Estabilidad Financiera (el FSB por sus siglas en inglés, *Financial Stability Board*), y la atención que últimamente el trabajo del FMI presta a cuestiones sistémicas o de preocupación global¹⁹. Pero hay también síntomas de relajación en la cooperación económica internacional una vez que la primera oleada de pánico parece superada. Síntomas como la incapacidad del FMI para cambiar su estructura y reglas de decisión, la proliferación de esquemas e instituciones de integración financiera regional, que difícilmente esconden deseos de autonomía e independencia frente a las obligaciones y consideraciones globales, o las dificultades en hacer una trasposición nacional armónica de las propias reglas de Basilea III. Como afirma Caruana, «hay que plantearse si no tendremos que desarrollar nuevas reglas de juego internacionales que ayuden a introducir disciplina en las políticas nacionales».

¹⁹ Véase por ejemplo el informe Spillover Report (FMI, 2015b), que intenta analizar la repercusión global de una gradual normalización de los tipos de interés en los países desarrollados. Llega a conclusiones tranquilizadoras al estimar que el cierre del *output gap* en los países OCDE tendrá efectos expansivos sobre el resto, siendo en general más poderosos los efectos del comercio internacional que los flujos meramente financieros. Un tono positivo que conviene matizar por las peculiaridades de cada país, en concreto por el nivel y plazos, su exposición al endeudamiento en moneda extranjera y por la solvencia y eficiencia de su sistema bancario.

Como ya hemos señalado en la introducción, la crisis actual está provocando un replanteamiento de algunas ideas básicas en macroeconomía, desplazando la opinión dominante hacia un mayor activismo monetario, prudencial y fiscal con la idea central de que el coste de las crisis financieras en términos de empleo y crecimiento es excesivo para limitarse a limpiar sus efectos. Tampoco el clásico dilema de Okun entre igualdad y crecimiento resulta ya tan evidente. Las cosas son más complejas: hay políticas económicas que pueden aumentar a la vez el crecimiento potencial de una economía y mejorar la distribución de la renta, como algunas políticas educativas o impositivas. Pero no son recetas sencillas (Martín (ed.), 2015)²⁰, no se trata de aumentar indiscriminadamente el gasto educativo o sanitario, sino de prestar atención al diseño institucional de las políticas concretas, a los pequeños detalles en el sistema de incentivos y a su gestión administrativa. La crisis económica ha jugado un papel menor, y en todo caso reversible, en el aumento de la desigualdad. Y las políticas aplicadas para salir de la misma, una mezcla de ajuste interno y financiación barata e ilimitada, no tienen por qué haber influido más que transitoriamente en la distribución de la renta. Hay incluso poderosas razones para pensar que han evitado que esta se deteriorase aún más, si comparamos el comportamiento del crecimiento y el empleo en los países que han realizado con éxito el ajuste, como España, Portugal o Irlanda, con otros como Grecia a los que las viejas retóricas les están suponiendo un tremendo coste social y humano. Pero faltaba aportar al debate sobre la desigualdad el efecto específico de la política monetaria. Una ausencia difícil de justificar en un momento de extraordinario activismo monetario.

²⁰ Así por ejemplo el estudio concluye que efectivamente hay políticas económicas que pueden ofrecer simultáneamente un aumento del PIB potencial y la reducción de la desigualdad excesiva, amentando las oportunidades para todos. Políticas como aumentar la participación laboral de la mujer, políticas educativas y laborales activas que reduzcan la precariedad del empleo mejorando su productividad y competitividad internacional, políticas que permitan complementar una relación laboral con la percepción de ayudas sociales, políticas educativas dirigidas a evitar la autoexclusión a edades tempranas y políticas fiscales bien diseñadas tanto en su parte impositiva como de gasto y prestaciones sociales.

Ha habido recientemente en el mundo académico varios intentos de cubrir esa ausencia, pero quizás el más señalado ha sido el seminario que bajo el título «Política Monetaria y Desigualdad» tuvo lugar en la Brookings Institution a primeros de junio de este año²¹. Y como siempre, el análisis riguroso de los hechos y de las alternativas relevantes no permite sostener los prejuicios dominantes. Ben Bernanke, el expresidente de la Reserva Federal resume, con su brillantez habitual, las principales conclusiones de este seminario. Primera, los movimientos en la desigualdad son tendencias de muy largo plazo que responden principalmente a cambios estructurales profundos —globalización, crecimiento tecnológico, factores demográficos— y no parece que la política monetaria tenga ese poder de cambio social. Segunda, la mayoría de los economistas estarían de acuerdo en que la política monetaria es neutral en el largo plazo, lo que significa que no tiene efectos reales. La clásica discusión entre monetaristas y keynesianos solo se refiere a los efectos de las políticas de demanda en el corto plazo y a cuán largo es el corto plazo. Tercera, una buena política monetaria proporciona estabilidad económica y financiera, baja inflación y elevado crecimiento del empleo. Si al hacerlo genera efectos redistributivos perversos de segundo orden, estos palidecerían en comparación con los beneficios agregados de la estabilidad y deberían corregirse con otras políticas económicas y sociales, nunca impidiendo la adecuada gestión monetaria.

Pero incluso si nos detenemos en los efectos redistributivos concretos de la política monetaria, estos son ambiguos y muy complejos. Ciertamente, la política de liquidez, generalizada a tipos extraordinariamente bajos, ha aumentado el precio de los activos financieros, y

son las clases altas las que más activos tienen, por lo que ha beneficiado desproporcionadamente a los ricos, dicen sus detractores. Pero es también cierto que la política de tipos cero ha permitido la recuperación del empleo y el acceso al crédito de mucha pequeña y mediana empresa que de lo contrario hubiera estado en riesgo de disolución. Bernanke es contundente: «el efecto positivo sobre el empleo es, de lejos, el mayor impacto de la política monetaria en la desigualdad de la renta». Es también cierto que los ricos poseen mayor riqueza financiera, pero eso no quiere decir que las clases medias y bajas no tengan activos. Sobre todo en un país en el que el 80 por 100 de las familias tiene vivienda en propiedad. Más aún, una política de tipos cero tiende a generar más pronto o más tarde inflación, sin duda más de la que habría en ausencia de esa ingente liquidez. La inflación beneficia a los deudores, porque licúa su deuda, y perjudica a los acreedores. Los deudores suelen ser más pobres que los acreedores, por lo que también, desde esa perspectiva, la política monetaria aplicada en esta crisis mejora la distribución de la renta. No en balde se le denomina genéricamente represión financiera para señalar que el rendimiento del capital financiero es menor del que sería si no hubiese ese nivel de intervención pública. En definitiva no hay nada en la teoría y política monetaria que permita alimentar la tesis populista de que ha beneficiado a los ricos.

5. Conclusiones

La historia emitirá su veredicto global sobre la calidad y acierto de la política monetaria en la salida de la crisis. El veredicto estará ligado al crecimiento sostenido a medio plazo y puede que llegue muy pronto. Una vez que, con el beneplácito del BCE y el FMI, la consolidación fiscal se ha vuelto a posponer y se ha redescubierto el valor expansivo de los planes de inversión en infraestructura, y sobre todo, una vez que los tipos de interés están en valores negativos, la liquidez garantizada durante al menos los próximos dos años, la

²¹ Un debate resumen de sus principales conclusiones puede encontrarse en la página web de la Brookings, <http://www.brookings.edu/events/2015/06/01-inequality-and-monetary-policy>. Subrayo al mismo tiempo, para los lectores que lo desconozcan, que se trata de la fundación de referencia del pensamiento demócrata progresista de Estados Unidos y sin embargo sus conclusiones sorprenderán a más de uno.

expansión cuantitativa es una realidad y el BCE ha asumido riesgo de crédito, ¿qué más queda por probar si la economía europea no se recupera? Como afirmamos en (Fernández, 2015), «quizás sea entonces, en algún momento del año que viene, cuando nos tomemos en serio atajar la fragmentación financiera mediante la plena mutualización de la deuda bancaria y soberana dentro de la eurozona *pari passu* con una unión fiscal que dé credibilidad sobre la magnitud de los pasivos contingentes y seguridad de que no van a seguir creciendo».

Referencias Bibliográficas

- [1] BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA (BBVA) RESEARCH (2015). *Monitorizando la expansión del balance del BCE*, Observatorio del BCE, julio.
- [2] BARCLAYS RESEARCH (2014). *ECB Embarks on Credit Easing and Negative Rates Policy*. Londres: ECB Watching, junio.
- [3] BERNANKE, B. (2015). *Monetary Policy and Inequality*, Brookings Institution. Recuperado de: <http://www.brookings.edu/events/2015/06/01-inequality-and-monetary-policy>
- [4] BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G. y MAURO, P. (2010). *Rethinking Macro Policy*, IMF Staff Position Note SPN/10/03.
- [5] BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G. y MAURO, P. (2013). *Rethinking Macro Policy II: Getting Granular*, IMF Working Paper.
- [6] BRICIU, L. y LISI, G. (2015). «An Event Study Analysis of ECB Balance Sheet Policies Since October 2008». *European Brief 001, European Economy*, julio, Comisión Europea.
- [7] CARUANA, J. (2014). *Stepping Out of the Shadow of the Crisis: Three Transitions for the World Economy*. Discurso de apertura de la Asamblea Anual del Banco Internacional de Pagos, Basilea, junio.
- [8] CARUANA, J. (2015). *Adoptar una perspectiva de más largo plazo*. Discurso de apertura de la Asamblea Anual del Banco Internacional de Pagos, Basilea, junio.
- [9] CLAEYS, G.; LEANDRO A. y MANDRA, A. (2015). *European Central Bank Quantitative Easing: the Detailed Manual*. Bruegel Policy Contribution 15/02, Bruselas, marzo.
- [10] CLAEYS, G., y DARVAS, Z. (2015). *The Financial Stability Risks of Ultra-Loose Monetary Policy*. Bruegel Policy Contribution 15/03, Bruselas, marzo.
- [11] FERNÁNDEZ, F. (2012). *La crisis en Europa: ¿un problema de deuda soberana o una crisis del euro?*. Madrid, *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros*, nº 44, p. 25.
- [12] FERNÁNDEZ, F. (2015). *Anuario del euro 2014*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros y Fundación ICO.
- [13] FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (FMI) (2010). *Central Banking Lessons from the Crisis*. Washington DC: IMF Position Paper.
- [14] FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2015a). *Euro Area Policies*. Washington DC: IMF Country Report nº 15/201, julio.
- [15] FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2015b). *Spillover Report*. Washington DC, julio.
- [16] JUNCKER, J. C.; TUSK, D.; DIJSSELBLOEM, J.; DRAGHI, M. y SCHULTZ, M. (2015). *Completing Europe's Economic and Monetary Union, The Report of the Five Presidents*. Comisión Europea, Bruselas, junio.
- [17] KIRKEGAARD, J. y REINHART, C. (2011). *The Return of Financial Repression in the Aftermath of the Great Recession*. Peterson Working Paper, Washington DC.: Peterson Institute for International Economics.
- [18] MARTIN, M. (Ed.) (2015). *Desigualdad, oportunidades y sociedad de bienestar en España*. Fundación para el Análisis y los Estudios Sociales (FAES), Madrid, junio.
- [19] TEULINGS, C. y BALDWIN, R. (Eds.) (2014). *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*. A VoxEU.org ebook, CEPR Press.

PLAN INTEGRAL DE APOYO A LA COMPETITIVIDAD DEL COMERCIO MINORISTA DE ESPAÑA 2015



El Plan contiene una serie de medidas para promover el mercado minorista y está estructurado en diez ejes de actuación orientados a la innovación tecnológica del pequeño comercio; el fomento de los centros comerciales abiertos y mercados municipales; el apoyo financiero a las empresas; la promoción comercial; el impulso del relevo generacional y los emprendedores; el aprovechamiento de las sinergias entre comercio y turismo; la mejora de la seguridad comercial; la adopción de medidas legislativas de impulso a la actividad comercial, de eliminación de barreras a la actividad y alcanzar el objetivo de la unidad de mercado; el apoyo a la internacionalización del comercio español; y la mejora de la formación y la creación de empleo.

Número de páginas: 129

Descarga gratuita: <http://www.mineco.gob.es/>

Email: distribucionpublicaciones@mineco.es

www.revistasice.com

Librería virtual, suscripción y venta: www.mineco.gob.es

Pº de la Castellana, 162

28046 Madrid.

Telf. 91 603 79 97/93

Correo electrónico: DistribucionPublicaciones@mineco.es