

LA GESTIÓN DEL BANCO CENTRAL EUROPEO ANTE LA CRISIS

THE MANAGEMENT OF THE CRISIS BY THE EUROPEAN CENTRAL BANK

José Manuel González-Páramo
Miembro del Comité Ejecutivo del BCE
office.gonzalez-paramo @ecb.europa.eu

Recibido: junio de 2011 ; aceptado: enero de 2012

RESUMEN

Durante la crisis financiera, el Banco Central Europeo (BCE) ha reducido sus tipos de interés oficiales a niveles históricamente bajos y ha adoptado una serie de medidas de política monetaria no convencionales. Dichas medidas se han mostrado eficaces para restablecer, en gran parte, la estabilidad y la solidez del sistema financiero y de la economía. Sin embargo, las perspectivas a largo plazo de un crecimiento sostenible y de un sistema financiero estable en la zona euro requieren con urgencia la aplicación de diversas reformas de gran alcance a la arquitectura de la Unión Económica Monetaria y del sistema financiero.

Palabras clave: BCE; Crisis financiera; Política monetaria; Reformas.

ABSTRACT

During the financial crisis the European Central Bank has lowered its official interest rates to historically low levels and has implemented a number of non-conventional measures. Such measures have proven effective to restore, to a large extent, the stability and soundness of the financial system and the economy. Nevertheless, the long-term prospects for sustainable growth and financial stability demand the urgent implementation of a number of far-reaching reforms of the architecture of the Economic Monetary Union and of the financial system.

Keywords: ECB; Financial Crisis; Monetary Policy; Reforms.

Clasificación JEL: E44, E52, E58, G20, G28.



1. INTRODUCCIÓN

Ante la crisis financiera las autoridades públicas, y en particular los bancos centrales, han adoptado medidas para estabilizar los mercados financieros, los sectores bancarios y la economía que no tienen precedentes históricos en cuanto a la magnitud de las actuaciones, la rapidez de su adopción y la frecuencia con la que se han decidido. No podía ser de otra forma, dada la complejidad de la crisis, su profundidad y su carácter global. Estas características excepcionales de la crisis han reclamado medidas excepcionales.

En la zona del euro, el Eurosistema (el sistema de bancos centrales formado por el BCE y por los bancos centrales nacionales de los países que han adoptado la moneda única) ha recurrido con prontitud y firmeza a una serie de medidas extraordinarias, que pueden catalogarse en dos tipos distintos de intervenciones: medidas referentes a los tipos de interés y medidas referidas a su balance. En conjunto, las medidas excepcionales adoptadas han demostrado ser efectivas para prestar apoyo a la intermediación financiera, a la transmisión de la política monetaria y a la expansión del crédito, contribuyendo con ello a la reactivación de la economía de la zona del euro.

No obstante, las medidas del BCE no pueden ofrecer una solución permanente a problemas estructurales debidos a debilidades institucionales de las economías o a fallos del marco de regulación y supervisión financiera. De cara al futuro, el reto principal de la zona euro es implementar las reformas que sean necesarias para preservar la integridad del marco de estabilidad macroeconómico y la solidez de las finanzas públicas y del sistema financiero.

En el segundo apartado de este artículo se describen las principales intervenciones del BCE durante la crisis, y en particular se trazan las características de la política de apoyo reforzado al crédito y sus efectos. En el tercer apartado, se describen algunas de las iniciativas de reforma más importantes que se están poniendo en práctica para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas, fomentar el crecimiento sostenible y la creación de empleo, mejorar el marco de gestión de crisis y la gobernanza económica de la zona euro y fortalecer la estabilidad del sector financiero. Para concluir, el cuarto apartado incide en algunos retos de cara al futuro.

2. LAS «LÍNEAS DE DEFENSA» CONTRA LA CRISIS

La crisis actual vino precedida por la «Gran Moderación», un período caracterizado por una volatilidad macroeconómica y financiera reducida y una mejora de la situación económica que comenzó a mediados de la década de los ochenta.¹ Durante este período, parecía que la progresión de la historia económica como sucesión de ciclos alcistas y bajistas había tocado a su fin en muchas economías avanzadas. Refiriéndose al famoso cuento de niños, algunos comentaristas incluso llegaron a referirse a ciertos países como economías de «ricitos de oro», aludiendo a su supuesta capacidad de crecer de forma sostenible a tasas ni demasiado elevadas como para generar inflación ni demasiado bajas como para producir desempleo.

Indudablemente, el largo período de altas tasas de crecimiento económico y tipos bajos de interés a corto y a largo plazo contribuyeron a unos años muy buenos para el sector financiero. No obstante, fue en estos buenos tiempos en los que algunos desequilibrios macroeconómicos y financieros se fueron acumulando².

La confianza en la capacidad de los mercados financieros y economías más desarrollados para superar con soltura las perturbaciones se quebró en el verano de 2007, cuando comenzaron las «turbulencias» financieras. Tras la quiebra de Lehman Brothers en octubre de 2008, las turbulencias se convirtieron en una «crisis» financiera en toda regla y muchos segmentos del mercado se paralizaron. La «Gran Moderación» dio paso a la «Gran Recesión», caracterizada por una caída en masa de la producción industrial, el empleo y los intercambios comerciales.³

Los bancos centrales y otras autoridades públicas adoptaron medidas para restablecer y garantizar el funcionamiento ordenado de los mercados y las economías. Las intervenciones adoptadas por las autoridades públicas representaron «líneas de defensa» contra la crisis, efectuadas para garantizar la capacidad de dichas autoridades para continuar generando estabilidad macroeconómica y financiera frente a la crisis.

Se pueden distinguir tres principales líneas de defensa:

- (1) los bancos centrales ajustaron sus políticas monetarias y, asimismo, incrementaron su provisión de liquidez y sus servicios de intermediación financiera;
- (2) las autoridades fiscales ajustaron sus políticas para mitigar el impacto macroeconómico de la crisis; y
- (3) los gobiernos aplicaron distintas medidas en apoyo del sector financiero.

¹ Véase McConnell and Pérez-Quiros (2000: 1464-1476) y Stock y Watson (2002: 159-230).

² Véase por ejemplo Diamond y Rajan (2009: 606-610) y Jiménez y Saurina (2006: 65-98).

³ Véase Almunia et ál. (2010: 219-265), Baldwin (2009) y González-Páramo (2011: 167-208).



2.1. LAS INTERVENCIONES DEL BCE

En cuanto a la política monetaria, el BCE y otros grandes bancos centrales reaccionaron oportunamente ante la crisis adoptando diversas medidas convencionales y no convencionales. En concreto, ajustaron sus tipos de interés oficiales para mitigar el impacto macroeconómico de la crisis e hicieron uso activo de sus balances para dar apoyo al funcionamiento de los mercados financieros y al sector bancario, respaldando así la estabilidad financiera y la capacidad de la política monetaria para lograr la estabilidad de precios.

Más concretamente, el BCE redujo sus tipos de interés oficiales a niveles históricamente bajos. El tipo de interés aplicado a las operaciones principales de financiación, que representa el tipo de interés central del BCE, disminuyó en 325 puntos básicos hasta el 1,0% entre octubre de 2008 y mayo de 2009, es decir, en apenas siete meses. El tipo de interés permaneció en este nivel históricamente bajo durante casi dos años, incrementándose dos veces en 25 puntos básicos en abril y julio de 2011 con el fin de hacer frente a riesgos alcistas para la estabilidad de precios que se daban en aquel momento.

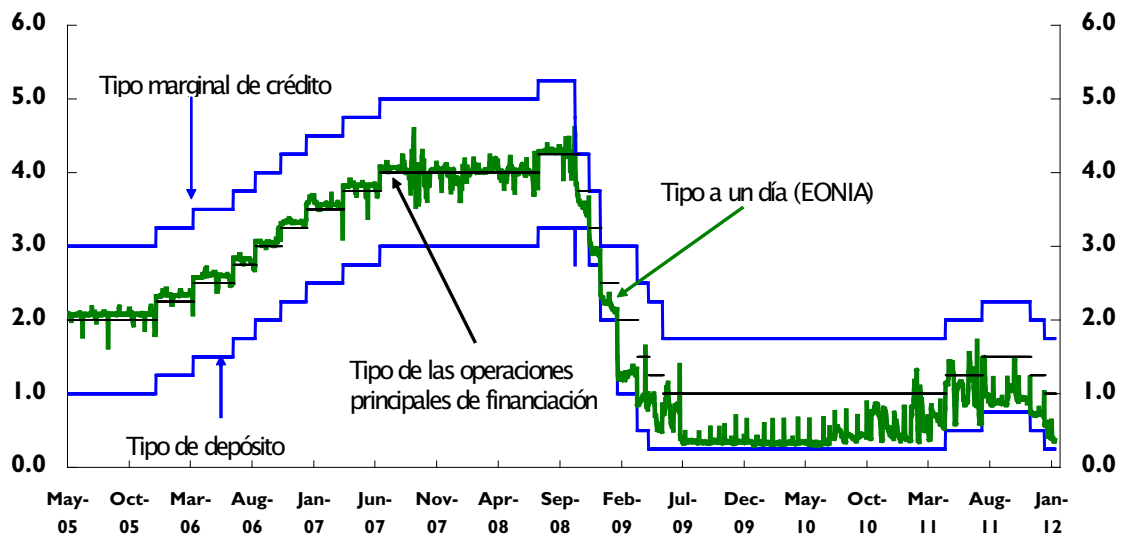
El agravamiento significativo de las tensiones en los mercados financieros a partir del verano de 2011 y la posibilidad de que estos debilitasen el ritmo de crecimiento económico en la zona del euro llevaron de nuevo al BCE a reducir los tipos de interés dos veces en 25 puntos básicos en noviembre y diciembre de 2011.

En el momento de decidir las últimas rebajas de tipos de interés la información a disposición del Consejo de Gobierno del BCE indicaba que los efectos desfavorables para las condiciones generales de financiación y para la confianza provocados por las tensiones en los mercados de deuda soberana, así como el proceso de ajuste de los balances de los sectores financiero y no financiero estaban debilitando el dinamismo subyacente del crecimiento de la zona del euro. La moderación del ritmo de crecimiento de la demanda mundial también contribuía a debilitar este dinamismo.

En diciembre de 2011, los expertos del Eurosistema revisaron significativamente a la baja las previsiones de crecimiento medio del PIB real en 2012 situándolo en un intervalo comprendido entre el -0,4 % y el 1,0 %. En su reunión de diciembre del 2011 el Consejo de Gobierno del BCE estimó que las perspectivas económicas siguen sujetas a una gran incertidumbre y considerables riesgos a la baja. En este contexto, las presiones de los costes, salarios y precios de la zona del euro deberían seguir siendo moderadas en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Asimismo, el Consejo de Gobierno consideró por entonces que los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo estaban, en conjunto, equilibrados.

El Consejo de Gobierno espera que la actividad económica de la zona del euro se recupere a lo largo de 2012, si bien muy gradualmente, apoyada por una demanda mundial resistente, unos tipos de interés a corto plazo muy bajos, y las diversas medidas adoptadas para apoyar el buen funcionamiento del sector financiero.

GRAFICO 1: TIPOS DE INTERÉS OFICIALES DEL BCE Y TIPO DE INTERÉS A UN DÍA (PORCENTAJES; DATOS DIARIOS)



Fuentes: BCE y Reuters.

Además de las medidas de tipo de interés, durante la presente crisis, el BCE introdujo su política de «apoyo reforzado al crédito», que comprendía una serie de medidas temporales no convencionales encaminadas a respaldar las condiciones de financiación y los flujos de crédito como complemento a los recortes de los tipos de interés oficiales del BCE. En esencia, dichas medidas constaban de siete elementos:

1. subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena en todas las operaciones de suministro de liquidez;
2. operaciones de financiación adicionales con vencimiento a uno y tres meses, así como la provisión de financiación a vencimientos más largos, de seis meses y un año, y hasta de tres años a partir de diciembre de 2011;
3. la ampliación del sistema de activos de garantía, en particular, el descenso del umbral mínimo de calificación crediticia al nivel de grado de inversión, y la aceptación de determinados activos y pasivos denominados en moneda extranjera emitidos en algunos mercados no regulados, acompañadas de medidas adicionales apropiadas de control de riesgos. En diciembre de 2011 el BCE además anunció que ampliaría la lista de activos de garantía para aumentar la disponibilidad de valores respaldados por préstamos a la economía real y, asimismo, permitiría de forma temporal que los bancos centrales nacionales acepten categorías adicionales de préstamos no titulizados que cumplan con criterios de selección específicos;
4. dos programas de adquisiciones directas de bonos garantizados (el programa de adquisiciones de bonos garantizados anunciado en mayo

de 2009 por valor de 60.000 millones de euros y el programa anunciado en octubre de 2011 por valor de 40.000 millones de euros);

5. la introducción de operaciones de inyección de liquidez en moneda extranjera;
6. medidas de fomento de la actividad de los mercados monetarios tales como la reducción temporal del coeficiente de reservas del 2% al 1% y la suspensión de las operaciones de ajuste que se llevan a cabo al final de los períodos de mantenimiento; y⁴
7. un programa de adquisiciones directas de instrumentos de renta fija (el Programa para los Mercados de Valores).

El objetivo principal de este conjunto de medidas no convencionales adoptadas por el BCE fue ampliar la intermediación del banco central. La intención era suplir las transacciones interbancarias que no podían realizarse debido al mal funcionamiento del mercado monetario privado. Permitiendo un mayor grado de intermediación a través del balance del Eurosistema se evitó un colapso del sector financiero y se suavizó el impacto de las turbulencias de los mercados en la economía real. La mayor actividad de intermediación del Eurosistema estuvo acompañada de un incremento del tamaño de su balance (véase gráfico 2), que llegó a alcanzar un porcentaje del 20% del PIB.

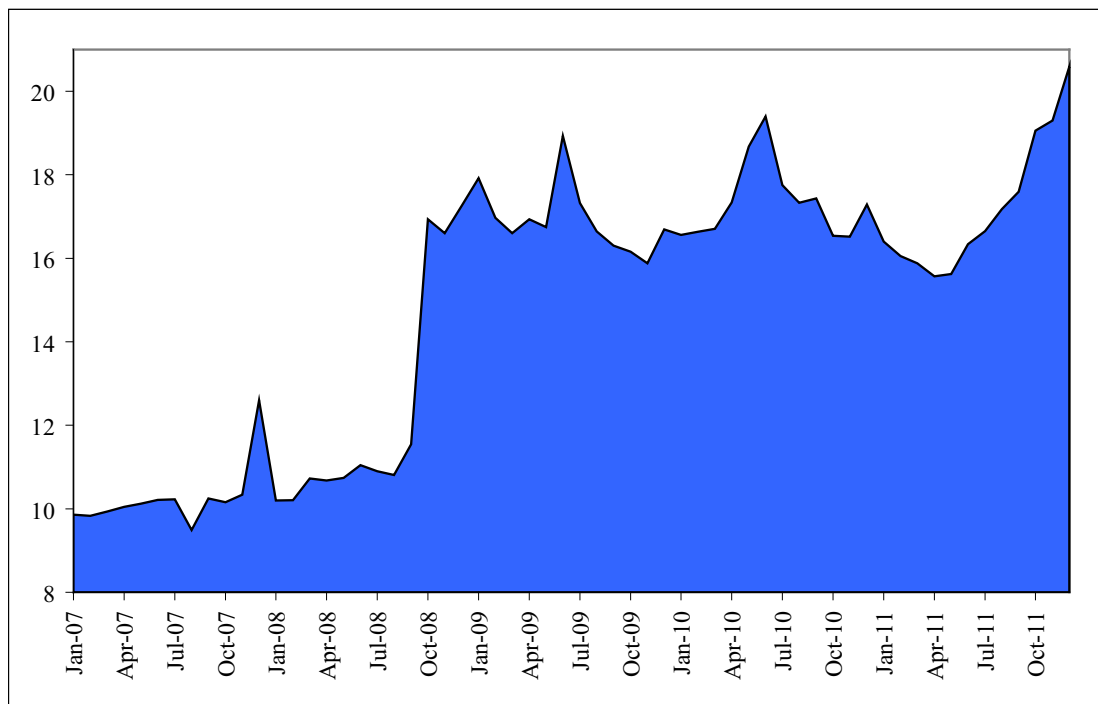
La actuación del BCE puede ser vista como el equivalente moderno de un «prestamista de última instancia» para el sistema bancario. En lugar de suministrar liquidez a las entidades de crédito, de forma que puedan hacer frente a la retirada masiva de depósitos de particulares, la respuesta del BCE fue ofrecer «intermediación de última instancia» en vista de la parálisis del mercado monetario interbancario, al objeto de evitar una «venta a precio de saldo» de activos negociables y una costosa liquidación anticipada de los préstamos.

¿Cómo se incrementó la intermediación del banco central? El BCE amplió una serie de servicios:

- *transformación de los plazos*, ofreciendo operaciones a plazos superiores a un año financiándolas con la acumulación de depósitos a un día;
- *transformación de la liquidez*, aceptando activos ilíquidos (como valores con garantía hipotecaria) como garantía en sus operaciones de provisión de liquidez;
- *distribución de liquidez* en el sector financiero, mediante la realización de operaciones con una gran variedad de contrapartidas; y
- contribución a la *resolución de problemas de información*, llevando a cabo operaciones en las que se protegía la identidad de la contrapartida y evitando así el riesgo de estigmatización de determinadas entidades.

⁴ La reducción temporal del coeficiente de reservas incrementa el coste para las entidades de mantener reservas de liquidez, que son una alternativa a las operaciones del mercado monetario para aliviar las perturbaciones de liquidez producidas dentro de los períodos de mantenimiento. Debe observarse en este contexto que las reservas mínimas no son técnicamente necesarias en situaciones de exceso de liquidez. Esta medida aumenta además los activos de garantía disponibles para las entidades de crédito, al reducir sus necesidades de liquidez frente al Eurosistema y, con ello, el importe de los activos de garantía que deben aportar.

GRAFICO 2: ACTIVOS TOTALES DEL EUROSISTEMA COMO PORCENTAJE DEL PIB ANUAL DE LA ZONA EURO (PORCENTAJES; DATOS SEMANALES)



Fuentes: BCE, Eurostat.

Es importante notar que este conjunto de medidas estaba dirigido a prestar apoyo al sector bancario en razón del papel central que éste desempeña para el mecanismo de transmisión de la política monetaria en la zona del euro. De hecho, casi el 80% de las necesidades de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro se satisfacen mediante créditos bancarios (a diferencia de Estados Unidos, donde esta cifra es inferior al 40%). De este modo, la política de apoyo reforzado al crédito buscaba garantizar un suministro suficiente de liquidez al sistema bancario de la zona del euro en condiciones favorables, apoyando así la concesión de crédito a los hogares y las empresas y contribuyendo a la reactivación de la economía de la zona del euro.

La importancia mayor que tiene el mercado secundario de deuda para las condiciones de financiación de la economía real en los Estados Unidos, en comparación con la zona del euro, también ayuda a explicar porque las medidas de apoyo a los mercados de deuda jugaron un papel preponderante entre las medidas no convencionales que la Reserva Federal adoptó para afrontar la crisis.

Otra diferencia importante entre el modo en que el BCE afrontó la crisis, comparado por ejemplo con la Reserva Federal o el Banco de Inglaterra, fue que el BCE pudo contar desde el primer momento con un sistema de activos de garantía que por razones históricas era ya con anterioridad a la crisis

mucho más amplio que el de estos otros bancos centrales. Aunque el BCE amplió aún más la variedad de activos que aceptaba como garantías durante el transcurso de la crisis, la flexibilidad inicial de su sistema de garantías le permitió aumentar con rapidez el acceso que tenía la banca a sus operaciones de liquidez, y brindarle un apoyo indirecto a los mercados de activos que sufrieron tensiones de liquidez durante la crisis, sin necesidad de tener que cambiar radicalmente los pilares esenciales de su sistema de garantías.

En cuanto a la efectividad de las medidas adoptadas por el BCE, estudios recientes (Giannone et ál., 2011 y Lenza et ál., 2010: 295-339) sugieren que las medidas no convencionales del Eurosistema surtieron en gran medida los efectos deseados en lo que se refiere al aislamiento de la economía real frente a un colapso de la intermediación financiera en el mercado monetario interbancario y a la estabilización del sector financiero. Dichos estudios utilizan un modelo de vectores autorregresivos bayesianos de la zona del euro que incorpora una amplia gama de variables monetarias y financieras para determinar las regularidades en la transmisión de la política monetaria de la zona del euro durante el período anterior a la crisis. Posteriormente, comparan el comportamiento de las principales variables macroeconómicas durante la crisis con las regularidades identificadas por el modelo.

Los análisis correspondientes al período posterior a la quiebra de Lehman en el estudio de Giannone et ál. (2011) demuestran que tanto el comportamiento de los préstamos bancarios a corto plazo concedidos a sociedades no financieras como el de los instrumentos incluidos en M1 fueron consistentes con los patrones del período anterior a la crisis. Estas variables merecen una atención especial porque han sido generalmente identificadas como posibles canales clave para la transmisión de la crisis financiera, particularmente durante su fase más intensa. Sin embargo, otras variables (como por ejemplo M3 y los préstamos a los hogares) muestran un comportamiento más atípico durante la crisis.

Asimismo, Lenza et ál. (2010: 295-339) observan que la influencia de las medidas de política monetaria no convencionales sobre las variables macroeconómicas a través de los diferenciales de los tipos de interés ha desempeñado un importante papel en términos cuantitativos en la estabilización del sector financiero y de la economía de la zona del euro tras la quiebra de Lehman Brothers, aun cuando haya resultado insuficiente para evitar una reducción significativa de la actividad económica y financiera.

Estos resultados evidencian que las medidas de política monetaria no convencionales introducidas por el BCE tras el desplome de Lehman han conseguido aislar, al menos en parte, las condiciones de liquidez y de concesión de crédito de la parálisis de la intermediación financiera observada en el mercado monetario interbancario a finales de 2008. Asimismo, dichas medidas prestaron apoyo a la intermediación financiera y a la transmisión de la política monetaria en la zona del euro frente a la crisis financiera.

2.2. EL BCE ANTE LA CRISIS DE LA DEUDA SOBERANA

A finales de 2009, la considerable mejora registrada en los mercados financieros y en la actividad económica llevó al BCE a iniciar la retirada gradual de su política de apoyo reforzado al crédito. No obstante, en mayo de 2010 resurgieron las tensiones en algunos segmentos de los mercados de renta fija de la zona del euro y la crisis financiera adquirió un nuevo cariz, convirtiéndose en una crisis de deuda soberana.

Aunque los problemas iniciales estaban relacionados sobre todo con el mercado de deuda pública griega, los efectos de contagio provocaron que la crisis se extendiese rápidamente a la deuda soberana de otros países «periféricos» y a otros segmentos de mercado. En particular, los mercados financieros centraron su atención en la solvencia de algunas economías «periféricas» que se percibían como especialmente afectadas por la crisis a causa de debilidades estructurales e institucionales de larga duración. A partir del verano de 2011 la crisis de deuda soberana se extendió de manera notable a países como Italia y España y llegó a afectar, a través del efecto contagio, a la deuda de los países del «núcleo» de la zona euro.

Las turbulencias de los mercados financieros estuvieron estrechamente ligadas al deterioro de las finanzas públicas en algunos Estados miembros de la zona del euro. A su vez, este deterioro reflejaba tanto el impacto que la fuerte contracción del PIB registrada durante la crisis tuvo en los presupuestos públicos como el coste de las medidas de política que los gobiernos nacionales adoptaron durante la crisis para mantener la estabilidad macroeconómica y financiera:

1. los gobiernos hicieron amplio uso de medidas fiscales discrecionales con el objetivo de mitigar el impacto en la demanda agregada, contribuyendo así a estabilizar la actividad macroeconómica y a evitar la aparición de riesgos para la estabilidad de precios, permitiendo también que los estabilizadores automáticos funcionasen plenamente (la segunda línea de defensa); y
2. los gobiernos nacionales adoptaron una serie de medidas encaminadas a prestar apoyo a sus sistemas bancarios para mantener la estabilidad financiera (la tercera línea de defensa). Entre dichas iniciativas estaban la cobertura de los sistemas de garantía de depósitos, la concesión de avales públicos para la emisión de bonos bancarios, la recapitalización de entidades de crédito y la creación de sistemas de apoyo a los activos.

Las medidas adoptadas por los gobiernos en respuesta a la crisis económica –tanto las relacionadas con la política fiscal como las encaminadas a prestar apoyo al sector bancario– supusieron costes muy elevados, tanto en la zona del euro como en las demás economías avanzadas. Junto con el efecto negativo que tuvo en los presupuestos públicos la fuerte contracción económica registrada durante la crisis, estas medidas produjeron un empeoramiento significativo de las finanzas públicas de varias economías de la zona del euro.

El deterioro fue particularmente notable en aquellos países en los que el crecimiento durante el período anterior a la crisis se había caracterizado por su falta de sostenibilidad y equilibrio –normalmente como resultado de una dependencia excesiva de la expansión del crédito privado y de las contribuciones de los sectores relacionados con la vivienda (en especial, la construcción y la financiación de la vivienda); y en los que los gobiernos no aprovecharon la evolución favorable de los años anteriores de fuerte crecimiento para consolidar sus finanzas públicas.

Con el tiempo, la preocupación por el tamaño de los déficits públicos y la escalada de la deuda pública en relación con el PIB –combinada con la incertidumbre acerca de la capacidad de los gobiernos para diseñar y aplicar planes de consolidación en un contexto de reducción del crecimiento potencial y de masivos pasivos implícitos frente al sector financiero– dio paso a la incertidumbre sobre la sostenibilidad de la deuda pública.

El deterioro de las finanzas públicas en algunos Estados miembros de la zona del euro ha repercutido negativamente en la confianza de los inversores en la deuda pública emitida por estos países, produciendo nuevas turbulencias en los mercados financieros, lo que también se refleja en el acusado incremento de los rendimientos de la deuda pública emitida por dichos países. Esta distorsión adicional ha dado lugar a más inestabilidad en el sistema financiero, tanto directamente como a través de su interrelación con las debilidades del sector público.

Teniendo en cuenta el papel fundamental que los instrumentos de deuda soberana desempeñan en los mercados financieros y en la economía –por ejemplo, como activos de garantía para la obtención de liquidez del banco central y en los repos del sector privado, y como base para la fijación del precio del crédito al sector privado– las perturbaciones sufridas por los mercados de dichos instrumentos representaron un riesgo para la estabilidad financiera y la transmisión de la política monetaria.

El Eurosistema reaccionó poniendo en marcha un programa de adquisiciones directas de instrumentos de renta fija (el Programa para los Mercados de Valores) con el objetivo de contrarrestar el mal funcionamiento de los mercados de valores y garantizar la transmisión adecuada de los impulsos de la política monetaria a la economía y, en última instancia, al nivel general de precios. Tras permanecer inactivo por un período de alrededor de cuatro meses, el Eurosistema reanudó sus compras de deuda en agosto de 2011 como respuesta a la intensificación de las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro durante el verano de ese mismo año.

Además, para mitigar el impacto de la crisis de la deuda soberana en la capacidad del sector bancario para refinanciar sus actividades, el BCE prolongó la vigencia de sus medidas no convencionales, anunció un nuevo programa de adquisiciones de bonos garantizados y extendió la vigencia de sus operaciones de financiación en moneda extranjera (reduciendo también el coste y los plazos para las operaciones de financiación en dólares). Asimismo, adoptó medidas

en materia de activos de garantía con el fin de asegurar el acceso a liquidez del banco central por parte de entidades de crédito radicadas en los países que se han comprometido a aplicar los programas de ajuste económico y financiero negociados con la Comisión Europea, en cooperación con el BCE, y el FMI.

Es innegable que la crisis financiera ha puesto a prueba al euro y a la economía de la zona del euro. Durante la crisis, el Eurosistema ha demostrado su capacidad y disposición para adoptar las medidas de urgencia necesarias para mantener la estabilidad macroeconómica y financiera. No obstante, las intervenciones del banco central tienen limitaciones y no pueden ofrecer una solución permanente a problemas estructurales subyacentes en el sector financiero y en los marcos macroeconómicos, que han de ser afrontados de forma directa por las autoridades públicas. La siguiente sección describe las principales reformas que se deben emprender para corregir varias debilidades institucionales y estructurales de las economías de la zona euro, lo que resulta esencial para trazar el futuro de la Unión Económica y Monetaria europea.

3. LAS REFORMAS PARA EUROPA

El futuro de la zona del euro y de la UEM necesita una serie de iniciativas en ámbitos fundamentales a fin de garantizar la capacidad de las autoridades públicas para mantener la estabilidad macroeconómica y financiera. Las bases sobre las que cualquier plan exhaustivo de reformas para Europa ha de asentarse son las siguientes:

- ejecución de planes de saneamiento presupuestario para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas;
- fomento del crecimiento sostenible y la creación de empleo;
- mejora del marco de gestión de crisis;
- mejora de la gobernanza económica;
- fortalecimiento del sector financiero.

3.1. APLICACIÓN DE PLANES DE SANEAMIENTO PRESUPUESTARIO PARA GARANTIZAR LA SOSTENIBILIDAD DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

La crisis económica y financiera ha generado un deterioro muy considerable de la situación de las finanzas públicas de los países de la zona del euro, tanto en términos de acusados déficits presupuestarios como de incrementos de la deuda pública. Además, la recesión económica ha intensificado los desequilibrios de las políticas fiscales que se habían acumulado gradualmente bastante antes de la crisis, debido a que muchos países no aplicaron políticas fiscales apropiadas durante los períodos anteriores de fuerte crecimiento económico. En el ámbito institucional, el marco fiscal de la UE, que se encuadra en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, (y que quedó diluido en 2005), demostró ser demasiado débil para requerir el cumplimiento de la disciplina presupuestaria y no fue aplicado con el rigor suficiente.

Como se ha mencionado antes, a consecuencia de los acusados desequilibrios fiscales y de la pérdida de confianza de los inversores, los diferenciales de la deuda pública se incrementaron enormemente para algunos países de la zona del euro y mostraron una volatilidad muy alta en 2010. La disposición de los inversores a satisfacer las necesidades de financiación de los gobiernos fue declinando, con el resultado de que los gobiernos de tres países de la zona del euro han requerido desde entonces ayuda financiera concretada en programas conjuntos de la UE y del Fondo Monetario Internacional (FMI). Dichos programas están sujetos a condiciones muy estrictas de ajuste fiscal orientadas a restablecer el equilibrio de las finanzas públicas.

No obstante, existe una necesidad más amplia de perseguir objetivos de consolidación fiscal más ambiciosos (BCE, 2011 b: 63-80). El saneamiento de las finanzas públicas requiere diversas medidas dirigidas a: i) la corrección puntual de los déficits excesivos; ii) la reducción de la deuda pública a niveles más sostenibles; y iii) la reorganización de las entidades de crédito a fin de limitar la fuerte vinculación entre los balances de los sectores público y financiero, que normalmente conlleva la socialización de las pérdidas bancarias en tiempos de crisis. Estas medidas han de complementarse con reformas de los sistemas de pensiones y de asistencia sanitaria que permitan aliviar la carga presupuestaria derivada del envejecimiento de la población.

Asimismo, la gobernanza fiscal de la zona del euro debe afianzarse reforzando el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Ello requiere el establecimiento de normas vinculantes más estrictas en el ámbito de la política fiscal, respaldadas por sanciones o mecanismos más rigurosos que garanticen su cumplimiento. Al mismo tiempo, ha de mejorarse la eficiencia de las instituciones presupuestarias nacionales. En este contexto, la adopción de normas de gasto efectivas debería contemplarse como un medio para promover la disciplina presupuestaria y limitar las vulnerabilidades fiscales para el caso de que se produjeran perturbaciones adversas en el futuro. Los acuerdos alcanzados en la reunión del Consejo Europeo de 8 y 9 de diciembre de 2011 en el ámbito de la gobernanza fiscal son un paso importante en esta dirección.

La aplicación de políticas de consolidación fiscal y la garantía de la sostenibilidad de las finanzas públicas son dos de los grandes retos que los responsables de las políticas tienen ante sí. No hace falta recordar que el saneamiento presupuestario es imprescindible para garantizar las condiciones adecuadas para el crecimiento del producto y la estabilidad de precios.

3.2. FOMENTO DEL CRECIMIENTO SOSTENIBLE Y DE LA CREACIÓN DE EMPLEO

Los países de la zona del euro deben también redoblar sus esfuerzos para reforzar su crecimiento potencial y su capacidad para crear empleo de manera sostenible. En lo que se refiere al empleo, los países europeos han logrado un progreso razonable en los diez últimos años: en la zona del euro se han creado más de 14 millones de puestos de trabajo desde la introducción de la moneda

única, cifra que supera con creces los 8 millones de la década anterior. Desde 1999, el crecimiento del empleo en la zona del euro ha sido significativamente mayor que en Estados Unidos (7,6 millones).

Aunque estas cifras representan un logro significativo, siguen siendo insuficientes, especialmente en el entorno de destrucción masiva de empleo observada en algunos países de la zona del euro durante la crisis. El paro ha alcanzado tasas inaceptablemente altas en algunos países y segmentos de la población (desempleo juvenil), lo que comporta costes económicos y sociales extremadamente elevados y resulta injusto desde el punto de vista social e ineficiente desde el punto de vista económico.

Los países europeos han de incrementar sus esfuerzos para emprender con decisión —y con mucha más urgencia que en el pasado— las reformas estructurales necesarias en los mercados de productos y de trabajo, en los sistemas de pensiones, etc. A este respecto, una aportación sustancial para mejorar las perspectivas económicas a largo plazo de la zona del euro será la aplicación estricta de la estrategia Europa 2020, que se centra en aspectos fundamentales como; i) educación, investigación e innovación; ii) eficiencia de los recursos; y iii) altos niveles de empleo y de cohesión social.

3.3. MEJORA DEL MARCO DE GESTIÓN DE CRISIS

En respuesta a la crisis de deuda soberana, la zona del euro se ha dotado recientemente de un importante instrumento para salvaguardar la estabilidad financiera. En la reunión del Consejo Europeo de 24 y 25 de marzo de 2011 los Jefes de Estado y de Gobierno de la UE acordaron la creación de un Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) permanente basado en el actual Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF), de carácter temporal, y que seguirá existiendo hasta junio de 2013. En sus reuniones del 21 de julio, 26 de octubre y 8-9 de diciembre de 2011 los Jefes de Estado y de Gobierno de la zona del euro acordaron nuevas medidas para aumentar los recursos a disposición del FEEF y el MEDE, ampliar su campo de actuación y mejorar su eficacia. En la reunión de diciembre del 2011 se fijó además como objetivo adelantar la fecha de entrada en vigor del MEDE a julio del 2012.

El MEDE concederá ayuda financiera en forma de crédito a los Estados miembros de la zona del euro con dificultades, sujeta a condiciones estrictas y sobre la base de un riguroso análisis —realizado por la Comisión Europea y el FMI, en cooperación con el BCE— de la sostenibilidad de la deuda de dichos países. El establecimiento del MEDE representa un importante complemento al sistema institucional de la Unión Económica y Monetaria (UEM).

La existencia de un mecanismo para facilitar ayuda financiera a países con dificultades temporales no debería entenderse como una fuente de riesgo moral. Tales riesgos se previenen mediante las estrictas condiciones bajo las que se prestaría la ayuda y, además, el mecanismo será activado sólo en caso de que se estime indispensable para contrarrestar una amenaza para la estabilidad

financiera de la zona del euro en su conjunto. Asimismo, la creación de este mecanismo permanente de estabilidad estará acompañada por el refuerzo del marco de gobernanza económica de la zona del euro, particularmente en lo que concierne a la vigilancia multilateral de las políticas nacionales referidas a las finanzas públicas y a la competitividad.

El FEEF y el MEDE también han sido dotados de la capacidad de financiar la recapitalización de instituciones financieras mediante préstamos a los gobiernos, incluso en países que no estén sujetos a programas de ajuste, y de intervenir en los mercados secundarios sobre la base de un análisis del BCE que reconozca la existencia de circunstancias excepcionales de los mercados financieros y riesgos para la estabilidad financiera, así como sobre la base de una decisión por mutuo acuerdo de los Estados miembros del FEEF/MEDE para evitar el contagio. En lo que respecta a las intervenciones en el mercado secundario, el BCE ha declarado que está dispuesto a actuar como agente de la FEEF en la ejecución de sus operaciones de mercado.

Para aumentar la eficacia del MEDE la Cumbre de diciembre del 2011 decidió que en caso de que la Comisión y el BCE concluyan que es necesario adoptar una decisión urgente en materia de asistencia financiera el MEDE podrá tomar estas decisiones por una mayoría cualificada del 85%. En la Cumbre de octubre del 2011 se acordaron también varias opciones para apalancar los recursos existentes del FEEF y poder así aumentar su capacidad de actuación si fuese necesario.

Respecto a la participación del sector privado, es muy importante resaltar que los Jefes de Estado y de Gobierno de la zona del euro han reafirmado en sus declaraciones conjuntas que las decisiones tomadas respecto a la reestructuración de la deuda griega tienen un carácter único y excepcional ya que todos los demás Estados miembros de la zona del euro han reiterado su inflexible determinación de hacer plenamente honor a su propia firma soberana. El BCE considera que la credibilidad de esta garantía constituye un elemento decisivo para asegurar la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto.

3.4. MEJORA DE LA GOBERNANZA ECONÓMICA

No cabe duda que la experiencia de la UEM durante sus doce primeros años ha constituido un éxito histórico. Al mismo tiempo, es justo decir que este éxito debe atribuirse más a los logros del pilar monetario de la Unión Monetaria (la «M» de la UEM) que a los de su pilar económico (la «E» de la UEM). Con todo, la política monetaria por sí sola no puede obtener todos los beneficios de la UEM, el pilar económico debe desempeñar también su función. Lamentablemente, esto no ha sido siempre así hasta el momento. De hecho, los gobiernos nacionales no han mostrado un compromiso suficientemente firme en el cumplimiento de sus obligaciones para garantizar la estabilidad macroeconómica y la sostenibilidad presupuestaria a largo plazo.

Por tanto, una lección clave de la crisis es que para obtener los beneficios plenos de la UEM es imprescindible reforzar las normas aplicables a las políticas macroeconómicas de la zona del euro, a fin de garantizar que sean acordes 1) con unos principios económicos sólidos (como la disciplina presupuestaria y un compromiso con un sistema económico basado en el mercado) que fomenten la estabilidad macroeconómica y financiera, y 2) con las necesidades de la moneda única.

En los últimos 18 meses los Jefes de Estado y de Gobierno de la zona del euro han adoptado una larga serie de iniciativas para reforzar la gobernanza económica, promover la disciplina presupuestaria y apoyar el crecimiento y la competitividad de zona del euro. Entre éstas están el Pacto de Estabilidad y Crecimiento reforzado, la aplicación del Semestre Europeo, el nuevo procedimiento aplicable en caso de desequilibrios macroeconómicos y el Pacto por el Euro Plus. A esta larga lista hay que añadir el nuevo pacto presupuestario y las nuevas iniciativas para reforzar la coordinación de las políticas económicas acordadas en la Cumbre del 9 de diciembre del 2011.

En el 2011 el Parlamento y el Consejo Europeo aprobaron seis importantes medidas legislativas, propuestas por la Comisión Europea, para reforzar el gobierno económico y la coordinación y supervisión de las políticas económicas y presupuestarias. Estas seis medidas incorporan propuestas surgidas de un informe elaborado con anterioridad por el grupo de trabajo dirigido por el Presidente del Consejo, Herman Van Rompuy.

Una parte importante de las seis medidas tiene como objetivo reforzar el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), que representa el marco de normas y procedimientos que impide a los países acumular niveles excesivos de deuda y déficit públicos. Las medidas buscan hacer más efectivo el marco europeo de disciplina fiscal reforzando tanto los aspectos preventivos como los correctivos del PEC y facilitando la toma de decisiones por parte del Consejo Europeo en caso de que se produzca un incumplimiento del PEC. Las medidas establecen también un marco macroeconómico más amplio para el seguimiento de las políticas económicas nacionales que, de no ser lo suficientemente sólidas, pueden generar desequilibrios, como pérdidas de competitividad, déficits por cuenta corriente y endeudamiento excesivo del sector privado.

Además de estas propuestas legislativas para el conjunto de la UE, en marzo del 2011 los países de la zona del euro y otros Estados miembros de la UE han redactado otro pacto (el «Pacto por el Euro Plus») a fin de consolidar los cimientos económicos de la UEM. Este pacto pretende prevenir los desequilibrios graves en las finanzas públicas y en la competitividad, mediante una gobernanza europea reforzada, políticas nacionales coordinadas y mecanismos que penalicen la falta de diligencia.

El parecer del BCE es que las seis medidas legislativas aprobadas por el Parlamento y el Consejo Europeo representan pasos positivos en el camino para mejorar la vigilancia macroeconómica y fiscal de la zona del euro pero no constituyen el salto cualitativo necesario para garantizar el buen funcionamiento de la UEM.

El BCE ha instado a las autoridades Europeas a que formulen una serie de normas claras y estrictas, entre las que se incluya el automatismo en la iniciación de procedimientos y sanciones, de conformidad con los diez elementos esenciales para la reforma de la gobernanza económica (BCE, 2011b: 107-128).

Estos elementos pueden resumirse como sigue:

1. mayor automatismo y menor discrecionalidad en las vertientes preventiva y correctiva de todos los mecanismos de vigilancia, incluyendo el nuevo marco de vigilancia macroeconómica;
2. plazos estrictos para evitar procedimientos prolongados y la eliminación de «cláusulas de escape»;
3. creación de un marco de vigilancia macroeconómica dirigido específicamente a los países de la zona del euro con pérdidas de competitividad, déficits por cuenta corriente sostenidos, o altos niveles de endeudamiento público y privado;
4. introducción de medidas políticas y de reputación para fomentar el cumplimiento temprano de las normas del marco de gobernanza económica;
5. aplicación más temprana y gradual de las sanciones financieras en el marco de vigilancia macroeconómica;
6. criterios más ambiciosos para la determinación de la existencia de déficits excesivos;
7. requisitos más ambiciosos para la senda de ajuste de los países hacia sus objetivos presupuestarios a medio plazo;
8. garantía de la calidad y la independencia del análisis fiscal y económico;
9. compromiso de los países de la zona del euro para mejorar con celeridad sus marcos presupuestarios nacionales a fin de facilitar el cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento; y
10. mejoras de la calidad de las estadísticas económicas anuales y trimestrales, tanto en cuanto a su puntualidad como a su fiabilidad.

En relación a las propuestas del BCE, el pacto presupuestario acordado entre los Jefes de Estado y de Gobierno de la zona del euro en la Cumbre de diciembre del 2011, a pesar de no tener el carácter de legislación europea, representa un importantísimo avance en la dirección correcta y es esencial que los gobiernos hagan efectivo este acuerdo con celeridad.

En un contexto de notable aceleración en el ritmo de consumación de acuerdos para conseguir una coordinación cada vez mayor de las políticas fiscales y macroeconómicas dentro de la zona del euro, ha resurgido la idea de crear la figura institucional de un ministro de finanzas europeo. Esta idea irrumpió en el debate público europeo a raíz de un discurso pronunciado en el 2011 por el anterior presidente del BCE. La idea fundamental de Jean-Claude Trichet era que este futuro ministerio de finanzas europeo pudiese un día hacerse cargo de las tareas de supervisión de las políticas fiscales y

de competitividad a nivel europeo. Aunque dicho proyecto sea loable, cabe compartir también la apreciación de Trichet de que este es un proyecto para el futuro que requiere antes de muchos otros pasos intermedios en cuya consecución deben centrarse ahora los esfuerzos de los gobiernos.

3.5. FORTALECIMIENTO DEL SECTOR FINANCIERO

La crisis financiera también ha puesto de manifiesto una serie de deficiencias y vulnerabilidades en los marcos regulatorios y de supervisión de nuestras economías. El enorme impacto económico y financiero de la crisis ha indicado claramente la necesidad inexcusable de corregir tales deficiencias mediante reformas de amplio alcance a fin de prevenir crisis similares en el futuro.

Existe un consenso relativamente amplio en lo que se refiere a la naturaleza de las reformas requeridas. De hecho, tras el empeoramiento de la crisis que siguió a la quiebra de Lehman Brothers, el G20 identificó rápidamente algunos de los ámbitos principales en los que se necesitan reformas y encomendó al Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y al Comité de Estabilidad Financiera la tarea de formular propuestas concretas.

Se han logrado algunos progresos en el ámbito de la regulación de los mercados financieros, principalmente en lo que concierne al acuerdo de capital «Basilea III». Dicho acuerdo requiere notables incrementos de las exigencias de capital de las instituciones financieras e introduce asimismo requisitos de apalancamiento, así como ratios de apalancamiento (véase BCE, 2010: 125-132).

En Europa, se han dado pasos importantes con el objetivo de limar la fricción entre, por una parte, la dimensión internacional de las operaciones de los bancos comerciales y las instituciones financieras y, por otra, las fronteras nacionales que obstaculizan las medidas de regulación y de supervisión. Los Jefes de Estado y de Gobierno de la UE han acordado una nueva estructura de supervisión en la Unión Europea –el Sistema Europeo de Supervisión Financiera– con vistas a mejorar la coordinación y la cooperación.

- En lo que se refiere a la supervisión microprudencial, se han creado tres nuevas Autoridades de Supervisión Europea para entidades de crédito, empresas de seguros y mercados financieros, que comenzaron sus funciones a principios de 2011. Estos órganos están diseñados para mejorar la coordinación entre los supervisores microprudenciales y para garantizar la aplicación de criterios uniformes de supervisión técnica en el conjunto de la UE.
- Por otra parte, se ha establecido una nueva autoridad –la Junta Europea de Riesgo Sistémico– cuyo mandato es el ejercicio de la supervisión macroprudencial en el conjunto de la UE.

Aunque desde el principio de la crisis financiera se han conseguido logros importantes en la reforma de la regulación y la supervisión de los mercados financieros, existen aún muchas áreas que absorben la atención de los

responsables de las políticas, como una regulación más estricta de todas las instituciones financieras sistémicamente importantes, una mayor transparencia del sector bancario «en la sombra», una mejor regulación de los fondos de inversión y las agencias de calificación de crédito y mejoras en los modelos de gobernanza corporativa del sector bancario. Estos son algunos de los ámbitos principales en los que se necesitan mayores esfuerzos para consolidar los fundamentos de nuestras economías.

4. CONCLUSIONES

La actual crisis financiera ha planteado retos importantes a la política monetaria de la zona del euro. En respuesta a la misma, el BCE, además de rebajar sus tipos de interés oficiales significativamente, ha adoptado una serie de medidas de política monetaria no convencionales que, colectivamente, se conocen como «medidas de apoyo reforzado al crédito».

Su introducción estuvo motivada por una necesidad de asegurar la continuidad de la efectividad de la transmisión de la orientación convencional de la política monetaria a unas condiciones financieras más amplias, a la economía real y, en última instancia, a la evolución de los precios, en un entorno en el que el sistema financiero estaba sometido a un estrés considerable. Por tanto, las medidas no convencionales adoptadas por el BCE estaban dirigidas a complementar las decisiones estándar relativas a los tipos de interés, no a sustituirlas.

Algunos estudios recientes sugieren que las medidas no convencionales del BCE han resultado efectivas para contener el efecto inmediato de la crisis financiera en sus momentos críticos. En general, dichas medidas prestaron apoyo a la intermediación financiera, a la expansión del crédito y a la transmisión de la política monetaria en la zona del euro frente a la crisis financiera, con lo que se ha prestado apoyo tanto a la estabilidad financiera como a la política monetaria en el esfuerzo por mantener la estabilidad de precios.

De cara al futuro, el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica a largo plazo exige que los gobiernos nacionales muestren un compromiso más firme en el cumplimiento de las reformas necesarias para reforzar el pilar económico de la UEM y para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas. Asimismo, es imprescindible que las autoridades relevantes, tanto nacionales como internacionales, aumenten sus esfuerzos para fortalecer el marco de regulación y supervisión del sistema financiero. Dichas reformas harán una contribución esencial para hacer más resistente las economías de la zona euro y para promover el aprovechamiento de los beneficios de la moneda única.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Almunia, M., Bénétrix, A., Eichengreen, B., O'Rourke, K. y G. Rua (2010): "From Great Depression to Great Credit Crisis: Similarities, Differences and Lessons", *Economic Policy*, 62, 219-265.

- Baldwin, R. (2009): *The Great Trade Collapse: Causes, Consequences and Prospects*, Voxeu y Centre for Economic Policy Research, Londres.
- Banco Central Europeo (BCE) (2010): “Basel III”, *Financial Stability Review*, diciembre, Francfort, 125-132.
- BCE (2011a): “La reforma de la gobernanza económica de la zona del euro”, *Boletín Mensual*, marzo, Francfort, 107-128.
- BCE (2011b): “Garantizar la sostenibilidad fiscal en la zona del euro”, *Boletín Mensual*, abril, Francfort, 63-80.
- Diamond, D. y R. Rajan y (2009): “The Credit Crisis: Conjectures about Causes and Remedies”, *American Economic Review*, 99(2), 606-610.
- Giannone, D., Lenza, M., Pill, H. y L. Reichlin (2011): “Non-standard Monetary Policy Measures and Monetary Developments”, *ECB Working Paper* 1290.
- González-Páramo, J.M. (2011), “La crisis financiera mundial: Lecciones y retos” en P. Martín-Aceña (ed.), *Pasado y Presente: de la Gran Depresión del siglo XX a la Gran Recesión del siglo XXI*, Fundación BBVA, Madrid, 167-208.
- Jiménez, G. y J. Saurina (2006) “Credit Cycles, Credit Risk and Prudential Regulation”, *International Journal of Central Banking*, 2(2), 65-98.
- Lenza, M., Pill, H. and L. Reichlin (2010): “Monetary Policy in Exceptional Times”, *Economic Policy*, 25: 295-339.
- McConnell, M. y G. Perez Quiros (2000): “Output Fluctuations in the United States: What Has Changed Since the Early 1980s?”, *American Economic Review*, 90(5), 1464-1476.
- Stock, J. and M. Watson (2002): “Has the Business Cycle Changed and Why?”, en Gertler, M y K. Rogoff (eds), *NBER Macroeconomics Annual*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Ma., 159-230.