

Resumen

Las medidas recientes del BCE se pueden caracterizar como políticas monetarias fuera de balance con la estructura de los contratos derivados. Tales iniciativas pueden tener profundos efectos en los mercados financieros y la economía. En el complejo marco institucional de la zona del euro, estas medidas ayudan al BCE a trazar un proceso difícil entre: 1) la prestación de apoyo a los mercados; y 2) el respeto de las restricciones sobre el uso del balance del banco central para realizar transferencias transfronterizas. Pero estas medidas vienen con sus propios riesgos. Si la economía no pasa a un equilibrio mejor, la posición de dominancia fiscal y financiera sobre la política monetaria y el nivel de los precios puede estar amenazada.

Palabras clave: balances de bancos, política monetaria no convencional, bancos centrales.

Abstract

Recent ECB measures can be characterised as off-balance sheet monetary policy actions, with the structure of derivative contracts. Such initiatives can have profound effects on financial markets and the economy. In the complex Euro area institutional setting, they help the ECB chart a difficult course between: 1) providing support to markets; and 2) respecting constraints on the use of the central bank balance sheet to effect cross-border transfers. But these measures come with their own risks. If the economy is not shifted to a better equilibrium, fiscal and financial dominance over monetary policy and the price level may threaten.

Key words: bank balance sheets, non-standard monetary policy, central banks.

JEL classification: E42, E58, F33, F42.

POLÍTICAS NO CONVENCIONALES VIRTUALES

LA RECUPERACIÓN EN LA ZONA DEL EURO Y EL PAPEL DE LA POLÍTICA DEL BCE (*)

Huw PILL

Goldman Sachs

I. INTRODUCCIÓN

La crisis financiera ha planteado muchos desafíos nuevos para los bancos centrales, los cuales no han sido en ninguna parte tan fuertes como en la zona del euro. Frente a las amenazas a la estabilidad financiera y macroeconómica cuando la actividad del mercado se paralizó, los bancos centrales de todo el mundo se vieron obligados a tomar medidas de apoyo al funcionamiento del mercado y a las instituciones financieras.

Como consecuencia de la estructura institucional única de la unión monetaria, las demandas al BCE fueron incluso mayores que en otros lugares. Debido a la falta de autoridad fiscal y reguladora en el conjunto de la zona se adjudicó más responsabilidad al BCE, mientras que la fragmentación de los mercados de la zona del euro se materializa en líneas nacionales, a medida que aumenta la percepción de amenaza de ruptura dichos desafíos se han intensificado y la implementación de las respuestas se ha complicado.

El BCE ha actuado para hacer frente a las perturbaciones financieras a través de una variedad de medidas que se describen con más detalle en el resto de este artículo. En general, las recompensas a estas intervenciones han sido sustanciales: por supuesto

que es difícil evaluar el contractual, pero las medidas del BCE han servido para estabilizar el sistema financiero, preservar la integridad de la zona del euro y, en última instancia, sostener la actual recuperación de la actividad económica.

Sin embargo, estas intervenciones también vienen con riesgos. Una evaluación completa de las intervenciones del BCE debe analizar el perfil de riesgo/retorno de sus medidas. Dado que muchos de los riesgos a la baja relacionados con tales intervenciones se acumulan con el tiempo —en gran parte como resultado de la explotación del riesgo moral, por otros participantes, que las intervenciones del BCE puede crear— una evaluación de este tipo requiere un examen exhaustivo del marco institucional en el que opera el BCE y la forma en que está evolucionando con el paso del tiempo.

II. LA LIQUIDEZ FRENTE A LA SOLVENCIA

La sabiduría convencional de los bancos centrales establece una clara distinción entre los problemas de liquidez y la solvencia en los mercados financieros soberanos. Dotado de la «imprensa», los bancos centrales son capaces de producir la liquidez monetaria sin coste y en cantidades potencialmente ilimitadas y

por tanto están bien situados para hacer frente a las crisis de liquidez. Pero los propios bancos centrales se han mostrado comprensiblemente reacios a asumir esta responsabilidad debido a los problemas de solvencia. La reestructuración de los bancos y/o soberanos insolventes es esencialmente un ejercicio de distribución de pérdidas inevitables (y potencialmente muy grandes). Los bancos centrales independientes y no elegidos son poco aptos para la toma de decisiones fiscales con consecuencias distributivas importantes, ya que no tienen mandato para hacerlo.

No obstante, a través de su reclamación previa en el ingreso monetario o señoreaje, los bancos centrales tienen acceso a los recursos fiscales. Por lo tanto, evitar involucrarse en problemas de solvencia es —por lo menos en cierta medida— una cuestión de elección y no de lógica, lo que refleja las preocupaciones sobre cómo dicha participación influirá en los incentivos y, en última instancia, en la capacidad del banco central para alcanzar su objetivo primordial de estabilidad de precios.

Más precisamente, existe margen para que los bancos centrales canalicen señoreaje mediante rentas públicas para fines específicos incluidas la lucha contra los problemas de solvencia (1). Sin embargo, estos recursos potencialmente significativos son limitados (2). Como resultado, los bancos centrales pueden resolver las dificultades de solvencia mediante la desviación de los ingresos por señoreaje, pero solo hasta cierto punto. Más allá de ese punto, los créditos fiscales al banco central que exceden su capacidad fiscal amenazan con generar inflación (por razones que en última instancia se derivan de la aparición de la dominancia fis-

cal sobre el nivel de los precios), y por lo tanto son contrarias al mandato de la estabilidad de precios del banco central (3).

Todo esto crea problemas de incentivos muy conocidos. Para gestionarlos, la práctica habitual ha sido que los bancos centrales se abstengan de adoptar señoreaje de forma discrecional. Más bien la responsabilidad se ha dejado a las autoridades fiscales: el señoreaje se ha distribuido a los gobiernos para que los políticos tomen las decisiones de distribución —incluyendo la posibilidad de ofrecer apoyo a la solvencia. En la zona del euro, estas normas tomaron una forma institucionalizada en la prohibición de la financiación monetaria del Tratado de Lisboa (artículo 123), así como en los procedimientos de las operaciones subyacentes de los bancos centrales (incluyendo la provisión urgente de liquidez).

La experiencia durante la crisis financiera ha puesto a prueba este pensamiento.

III. PROPORCIONAR APOYO A LA LIQUIDEZ

Un banco central que optimiza el bienestar siempre elegirá satisfacer la demanda de liquidez del sector privado. Esto es una consecuencia de la regla de Friedman (1969). Debido a que el coste marginal de la creación de dinero fiduciario —en el contexto moderno, el coste de dar crédito electrónicamente a los bancos con reservas en sus cuentas en los bancos centrales— es esencialmente cero, la teoría del bienestar implica que el coste de oportunidad de mantener fondos de reserva también debe ser cero. A su vez, esto implica que las reservas deben ser suministradas elásticamente por el banco cen-

tral a un precio (un tipo de interés) igual a la remuneración ofrecida a las reservas requeridas.

Con anterioridad a la crisis, el BCE lo lograba a través de: 1) la imposición de requisitos de reservas para los bancos que superaban la demanda natural de liquidez derivada de los pagos interbancarios; 2) el suministro de reservas a través de la denominada «adjudicación de referencia» en sus operaciones semanales habituales, lo que garantizaba que el sistema bancario en su conjunto tenía la liquidez suficiente para cumplir con los requisitos de reservas totales; y 3) el pago de intereses sobre las reservas requeridas igual al ritmo al que esas reservas fueron prestadas en la operación semanal. Fundamentalmente, este enfoque se basó en un mercado interbancario funcional que distribuía liquidez entre las distintas instituciones.

Al inicio de la crisis financiera de 2007-2008, el mercado monetario interbancario se paralizó (4). Ya no podía servir de base para distribuir liquidez de manera eficiente a través de los bancos. El BCE intervino, ofreciendo su propio balance como un vehículo para llevar a cabo las transacciones interbancarias que ya no podrían tener lugar en el mercado. La intermediación del banco central sustituyó a la privada: el BCE suministraba liquidez en lugar de la prestación privada (5).

Crucial para el enfoque del BCE fue la adopción del tipo fijo con adjudicación plena (*fixed rate full allotment*, FRFA en sus siglas en inglés) en sus operaciones de política monetaria habituales (6). Dando como contrapartida una amplia gama de garantías, los bancos podían obtener liquidez a demanda a un tipo de interés pre-

viamente especificado. El exceso de liquidez creado conforme a estas operaciones terminó en la facilidad de depósitos del BCE.

En vez de que los bancos con excesos de liquidez den préstamos a los bancos con poca liquidez a través del mercado interbancario, el BCE actuó como intermediario, recogiendo el exceso de liquidez en su facilidad de depósito y prestándolo mediante las operaciones de política monetaria. La diferencia entre el tipo de interés en las operaciones de financiación del BCE y el de su facilidad de depósito se convirtió en el diferencial de precios de compraventa de dicha intermediación del banco central.

La asunción del riesgo crediticio de contraparte encarnada en las transacciones interbancarias del BCE fue implícita en el desempeño de esta función de intermediación. En el análisis de Heider *et al.* (2009), la paralización del mercado monetario refleja la selección adversa derivada de las preocupaciones sobre la solvencia de algunos participantes del mercado a raíz de la quiebra de Lehman. La intervención del BCE fue bien dirigida en la medida en que estas preocupaciones se debían a las asimetrías de información en lugar de a problemas de solvencia genuinos: de forma quirúrgica, se sobrepuso a una deficiencia específica del mercado.

IV. PROPORCIONAR APOYO A LA SOLVENCIA

Sin embargo, el BCE no estaba necesariamente en una posición mejor que otros participantes del mercado para formar un juicio acerca de la fuerza fundamental de los balances bancarios dada la opacidad de los valores respaldados por activos (ABS en sus siglas

en inglés) a raíz de las preocupaciones sobre la solvencia bancaria. En la prestación de intermediación del banco central, el BCE podría haber estado asumiendo y (de manera más importante) valorando incorrectamente el riesgo crediticio de contraparte fundamental (no percibido); por ejemplo, por valorar mal los ABS que aceptó como garantía porque tenían una diferencia muy estrecha con el diferencial de precios de compraventa en la intermediación del banco central. Cualquier valoración incorrecta representaría un subsidio implícito «cuasi-fiscal» para el sector financiero. Proporcionar tal subsidio va más allá del papel indiscutible del banco central de suministrar liquidez de manera elástica.

En este contexto, emerge una lógica alternativa para la intervención del BCE. Las externalidades suministradas por el mercado monetario funcional en términos de mayor estabilidad financiera y macroeconómica justifican la concesión de una subvención a los participantes del mercado privado por motivos pigouvianos convencionales. La subvención a los participantes del mercado, asumiendo el riesgo de crédito de contraparte en condiciones preferenciales, se justifica para corregir otro tipo de fallo del mercado: la oferta insuficiente en el mercado de las externalidades positivas que vienen de la propiedad de bien público de la liquidez del mercado.

En tiempo real, hacer distinciones sutiles entre estas dos lógicas de intervención del BCE era, como mucho, una preocupación secundaria. El objetivo prioritario era detener la virulenta espiral descendente en el funcionamiento del mercado así como la estabilidad financiera y macroeconómica.

Con el (considerable) beneficio de la retrospectiva, las medidas del BCE en estas dimensiones parecen exitosas. Lo que es más, comparado con los otros bancos centrales más importantes, se puede considerar muy sólido el desempeño del BCE en la fase de la crisis inmediatamente posterior a Lehmann. El diseño del marco operativo para la ejecución de la política monetaria —el gran número de bancos que podrían acceder a las operaciones de política monetaria, el amplio conjunto de instrumentos que fueron aceptados como garantía en las operaciones, etc.— sirvió adecuadamente al BCE, mientras que otros bancos centrales tuvieron que introducir una serie de instrumentos y operaciones más *ad hoc*.

No obstante, esta experiencia nos lleva a la pregunta de hasta qué punto se deben preparar los bancos centrales para llevar a cabo acciones y obligaciones cuasi-fiscales.

Por una parte, tales acciones pueden resultar cruciales en la detención de la dinámica de la crisis con retroalimentación. Las crisis financieras exigen que decisiones políticamente controvertidas se tomen con rapidez y firmeza. En este contexto, la autonomía en la toma de decisiones y el aislamiento respecto de las presiones políticas del día a día que ofrece la independencia —así como la disponibilidad inmediata de recursos financieros fuera de los límites de los procedimientos presupuestarios habitualmente lentos— da un fuerte componente racional para la acción cuasi-fiscal del banco central.

Por otra parte, tales acciones vienen con sus propios peligros, que además pueden acentuarse con el paso del tiempo. Las intervenciones inicialmente bien in-

tencionadas (e incluso necesarias) para evitar una crisis sistémica pueden transformarse en un proceso de drenaje continuo, creciente y excesivo de los recursos fiscales del banco central mientras aumentan los problemas de solvencia y dependencia en el apoyo que ofrece el banco. En última instancia, esto puede amenazar la dominancia fiscal y poner en riesgo la estabilidad de los precios.

Es cierto que cálculos aproximados para estimar el valor capitalizado de los futuros ingresos por señoreaje implican que esta es una perspectiva bastante distinta (cuadro n.º 1). Sin embargo, precisamente por ello, queda poco margen para la complacencia. En primer lugar, en un contexto de crisis financiera sistémica y/o de impagos de deuda soberana, las demandas de apoyo a la solvencia también pueden ser grandes, sin duda de la misma magnitud que los recursos fiscales de los bancos centrales por los futuros ingresos por señoreaje y si no mayor. En segundo lugar, en relación con la evolución futura de los precios y la fijación de los salarios, son las expectativas las que impulsan la evolución de la inflación y pueden estar in-

fluenciadas por la posible aparición de dominancia fiscal mucho antes de que los flujos de los propios recursos financieros alcancen el punto crítico.

Estas consideraciones ponen de manifiesto el problema de la consistencia temporal que se encuentra en el centro de este debate. El uso más proactivo de la capacidad fiscal de un banco central para hacer frente a las presiones inmediatas de la crisis puede poner en peligro los intentos de limitar el recurso a esa capacidad en el futuro y, con ello, la credibilidad de la estabilidad de los precios. Como es evidente a partir de la literatura tradicional sobre la política monetaria y la curva de Phillips (7) (con expectativas), la resolución de estos problemas de consistencia temporal se encuentra en la raíz del trabajo de los banqueros centrales.

V. DISTINGUIR LOS PROBLEMAS DE LIQUIDEZ Y SOLVENCIA

Distinguir entre los problemas de liquidez es crucial en la gestión de este difícil problema de la consistencia temporal. Pero, como revela el análisis anterior

sobre la fase de la crisis inmediatamente posterior a Lehmann, en la práctica, la distinción entre los problemas de liquidez y solvencia en tiempo real es difícil. Por desgracia, no hay tiempo para la dilación y formar una opinión sobre ello en los mercados financieros modernos.

El problema puede ser aún más importante si emerge la posibilidad de equilibrios múltiples. Las dinámicas autocumplidas pueden transformar lo que es inicialmente un problema de liquidez en uno de solvencia (y viceversa, en principio). En tales circunstancias, incluso puede ser imposible establecer una distinción clara entre los problemas de liquidez y solvencia (8).

El ejemplo clásico de tal multiplicidad se deriva de las implicaciones del riesgo de refinanciación (gráfico 1). Si los mercados se preocupan de que los problemas de liquidez derivados de la falta de refinanciación de los vencimientos de deuda desencadenarán una mayor morosidad, incorporarán una prima de riesgo crediticio en los rendimientos, impulsando así los costes de la refinanciación, los cuales ponen en tela de juicio la sostenibilidad

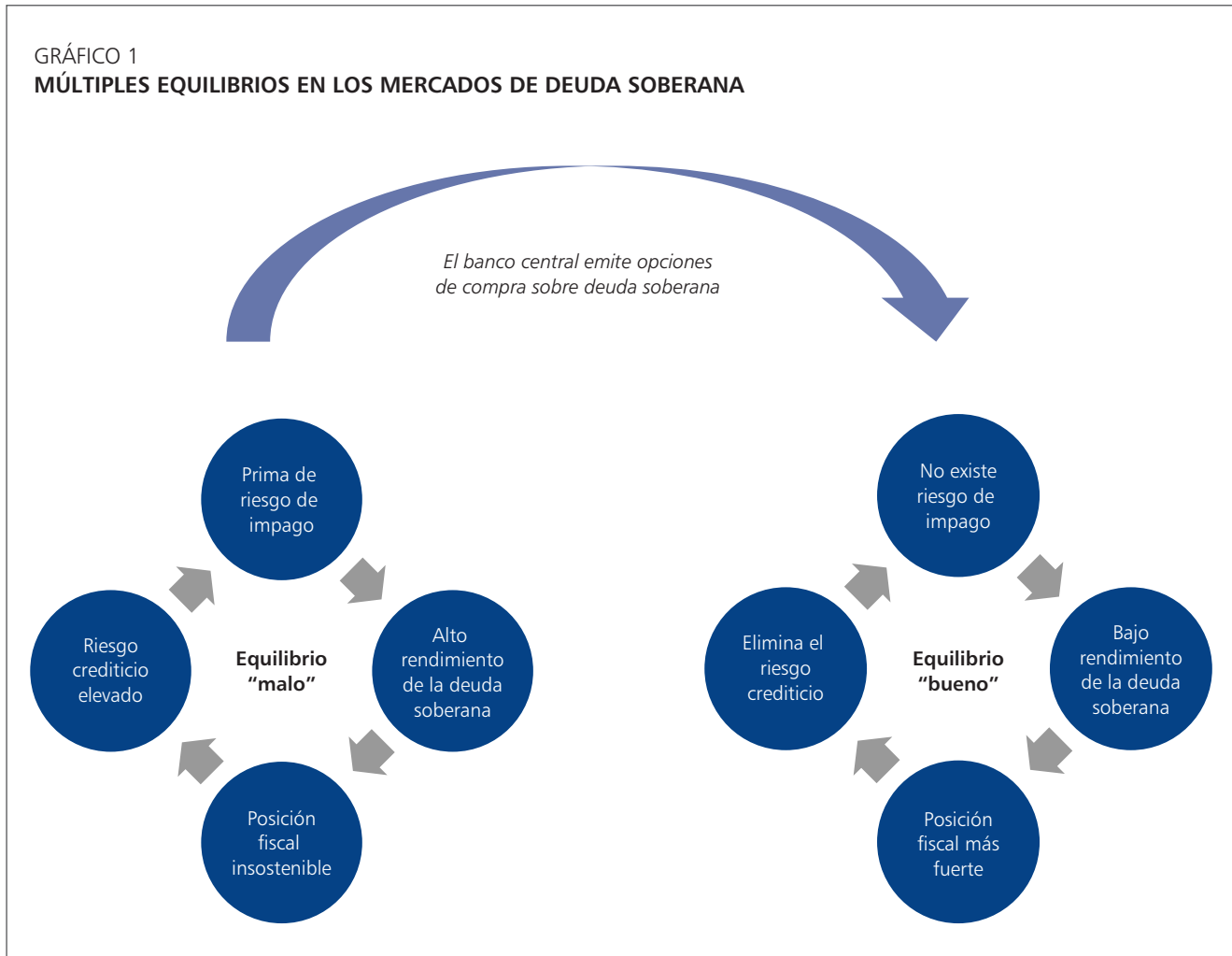
CUADRO N.º 1

ESTIMACIONES DE LOS INGRESOS POR SEÑOREAJE CAPITALIZADO DE LOS BANCOS CENTRALES EN RELACIÓN CON LAS POSICIONES FISCALES NACIONALES

BANCOS CENTRALES*	VALOR ACTUAL NETO DE SEÑOREAJE**		POSICIÓN FISCAL	
	A = 0,5	A = 1	Nivel de deuda	Déficit
BCE	1,4 bill. euros	2,5 bill. euros	6,3 bill. euros	305.000 mill. euros
FED	1,5 bill. \$	2,7 bill. \$	11,0 bill. \$	1.259.500 mill. \$
BDJ.....	142 bill. yenes	259 bill. yenes	612,6 bill. yenes	41.489.100 mill. yenes
BDE	67.000 mill. libras	122.000 mill. libras	1,2 bill. libras	103.000 mill. libras

Notas:
 (*) BCE (Banco Central Europeo), FED (Reserva Federal de EE.UU.), BDJ (Banco de Japón), BDE (Banco de Inglaterra).
 (**) A = la elasticidad de los ingresos de la demanda de dinero del banco central. Para más detalles sobre los supuestos macroeconómicos subyacentes, véanse las fuentes.
 Fuentes: Pill (2011); FMI *World Economic Outlook*.

GRÁFICO 1
MÚLTIPLES EQUILIBRIOS EN LOS MERCADOS DE DEUDA SOBERANA



de la deuda de un prestatario muy endeudado, que, a su vez, no hace más que intensificar las preocupaciones acerca de la morosidad, y así sucesivamente. Lo que en principio era un problema de liquidez se transforma en un problema de solvencia.

En este contexto, los procedimientos del banco central ayudan a seleccionar entre varios equilibrios posibles. Por ejemplo, al proporcionar liquidez abundante y suscribir la emisión de deuda, un banco central puede asegurarse de descartar la posibilidad de un problema de solvencia debido a la amenaza de riesgo de incumplimiento por la refinancia-

ción. En vez de simplemente responder a las perturbaciones exógenas, el banco central tiene un papel activo en la determinación de la naturaleza del equilibrio, y por lo tanto, si plantea exclusivamente los problemas de liquidez o también los de solvencia.

Tratarlo como un problema de liquidez asegura que lo sigue siendo. La comunicación creíble de la voluntad del banco central para financiar la emisión de deuda mediante el suministro de liquidez según sea necesario (excluyendo así los equilibrios «malos» dominados por Pareto que entrañen la amenaza de la insolvencia). La amenaza creíble

de acción es suficiente para coordinar el comportamiento del mercado privado en un «buen» equilibrio en el que la deuda se puede refinanciar con rendimientos que no ponen en duda la sostenibilidad de la misma.

En todo esto, el banco central es un actor estratégico ya que toma decisiones que influyen en las acciones de los demás en lugar de simplemente reaccionar a un conjunto de perturbaciones exógenas y las respuestas resultantes de comportamiento del sector privado predefinido. Sin embargo, otros actores también serán capaces de comportarse estratégicamente en ese contexto

en respuesta a los incentivos creados por las medidas previstas de los bancos centrales.

Por ejemplo, si los gobiernos y/o los bancos gozan de una garantía de liquidez del banco central, se puede crear el riesgo moral por parte de los prestatarios mediante el comienzo y la perpetuación de las actividades que en última instancia conducen a problemas de solvencia más grandes. Por ejemplo: 1) el déficit excesivo del sector público puede persistir y ampliarse si los gobiernos creen que el banco central podrá garantizar la emisión de deuda, ya que se debilita la disciplina del mercado en las decisiones fiscales (9); y 2) los activos improductivos en los balances bancarios pueden ser *evergreen* (refinanciados en repetidas ocasiones sin pagos de intereses en el capital) de forma indefinida si los bancos tienen acceso a una oferta elástica de financiación del banco central con un conjunto muy amplio de garantías. En este caso, la interacción estratégica entre los prestatarios y los bancos centrales frente a un problema de liquidez puede crear un riesgo moral que, a la larga, genera un problema de solvencia.

En resumen, las experiencias recientes han desafiado las doctrinas conservadoras de los bancos centrales. Apuntan a una justificación para unas respuestas ante la crisis financiera más activistas por su parte —respuestas que buscan reforzar los equilibrios socialmente deseados. Pero este tipo de activismo tiene sus riesgos: si se aplica de manera no adecuada o excesiva, puede exacerbar los problemas de fondo y/o crear otros nuevos, especialmente a la larga, acomodando comportamientos no sostenibles de los bancos y gobiernos.

En este contexto estratégico, las acciones del banco central para financiar la deuda pendiente potencialmente problemática pueden dar lugar a tres posibles resultados:

1) «El desplazamiento del riesgo», es decir, el apoyo a la liquidez del banco central simplemente transfiere el riesgo de solvencia fundamental subyacente del sector privado al banco central, en la medida que este último es «el comprador en última instancia» para la emisión de la deuda;

2) «La reducción del riesgo», es decir, al descartar los equilibrios de riesgo creados por las expectativas autocumplidas de la morosidad provocadas por la refinanciación, las acciones de los bancos centrales pueden reducir el riesgo del sistema en su conjunto (de una manera potencialmente mejor en términos de Pareto);

3) «La creación del riesgo», es decir, en la medida en que crean un riesgo moral entre los prestatarios, las acciones de los bancos centrales pueden apoyar un comportamiento insostenible que, en última instancia, aumenta el riesgo general del sistema.

Distinguir entre estos tres resultados (y reconocer que los diferentes efectos pueden llegar a dominar en horizontes diferentes) es clave para evaluar el éxito de las medidas de los bancos centrales.

VI. CÓMO AFRONTAR LA CRISIS SOBERANA EUROPEA

Debido al impacto de las sucesivas oleadas de crisis de la deuda soberana en Europa (empezando por Grecia a principios de 2010), la disfuncionalidad de los mercados financieros ha sido más pro-

funda y prolongada en la zona del euro que en otros lugares. A finales de 2009, los mercados financieros funcionaban de manera razonablemente normal en Estados Unidos y Reino Unido: los programas de expansión cuantitativa establecidos por la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra se llevaron a cabo en ese contexto. Por el contrario, la disfuncionalidad en los mercados financieros de la zona del euro se intensificó a partir de principios de 2010. Con las crecientes preocupaciones sobre la sostenibilidad fiscal y la salida del euro, el capital huyó de la periferia. Los bancos así como los soberanos no podían obtener financiación ya que los mercados de la zona del euro se segmentaban en líneas nacionales. Cesó la creación de crédito en los sistemas financieros periféricos centrados en sus bancos, y el sector financiero se paralizó.

La zona del euro sufrió lagunas institucionales en el lado fiscal, lo cual agravó estos problemas. Mientras que la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra se enfrentaron a los tesoros nacionales cooperativos y funcionales, el BCE no tenía una contraparte fiscal y regulatoria natural. A nivel nacional, la capacidad fiscal se agotó en los países periféricos más afectados. Los pobres —en algunos casos, catastróficos— estados de las finanzas públicas (que habían desencadenado la crisis soberana original) implicaban que los gobiernos carecían de los recursos para resolver o contener las dificultades que existían en el sector financiero. Y a nivel de toda la zona, el BCE se enfrentó a un conjunto dispar y mal coordinado de los ministerios de finanzas nacionales y los reguladores bancarios que no estaban dispuestos y/o no fueron capaces de adoptar un enfoque en la zona del euro que interiorizase las

significativas externalidades transfronterizas creadas por los derrames y el contagio.

Las implicaciones de este marco institucional eran dobles. Desde finales de 2009, en relación con sus colegas en el mundo anglosajón, las autoridades de la zona del euro se enfrentaron a un reto diferente (o al menos adicional): uno que se centraba en restablecer el funcionamiento del mercado en lugar de simplemente la ingeniería de la política de la expansión monetaria para sostener y estimular la demanda. Y la carga de responder a este reto residía en el banco central en mayor medida que en otras economías avanzadas, ya que el BCE era la única institución en toda la zona del euro que funcionaba con la autonomía, la flexibilidad y los recursos financieros para actuar con eficacia.

Un aspecto importante de este reto europeo fue el contagio de las tensiones en los mercados soberanos en todos los países cuando los mercados se volvieron a segmentar y el capital extranjero se retiró (tanto fuera como dentro de la zona del euro).

Para los países periféricos más pequeños las tensiones de financiación se resolvieron recurriendo a los programas de la troika financiados por el FMI y los mecanismos de rescate europeos. No obstante, las necesidades de financiación de las economías periféricas de mayor tamaño (Italia y España) simplemente eran demasiado grandes para abordarse de esta manera.

VII. HACER «LO QUE SEA NECESARIO»

Fue en este contexto que el presidente del BCE, Mario Draghi,

declaró su famosa promesa de hacer «lo que sea necesario» para preservar el euro. Este compromiso tomó forma institucional en el programa de Transacciones Monetarias Directas (OMT en sus siglas en inglés) del BCE introducido en septiembre de 2012.

El esquema de la OMT preveía la posibilidad por parte de los bancos centrales de la compra de deuda pública de corto plazo de los países que entraran en los programas del Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM en sus siglas en inglés) y aceptaran la condicionalidad implícita. Esencialmente, la OMT permitía que el BCE utilizase su propio balance para influir en el capital del ESM. Ello creó la capacidad de que el balance del BCE se utilizase como almacén de la deuda pública de los grandes países de la periferia en vista de los riesgos de refinanciación —al igual que ya se había hecho respecto a los países pequeños a través de la troika— sin perder el elemento importante de la condicionalidad para mantener los incentivos por la disciplina fiscal y la contención del riesgo moral.

La introducción de la OMT ha ejercido un poderoso efecto en el sentimiento del mercado, lo que lleva a una reducción sustancial de los diferenciales soberanos periféricos sobre los tipos alemanes. A su vez, la estabilización de los mercados financieros ha creado un ambiente propicio para la estabilización de la economía real, al tiempo que proporciona un respiro a las mejoras subyacentes de gobernanza necesarias en toda la zona del euro y las reformas estructurales nacionales y la consolidación fiscal a implementar. En el marco desarrollado anteriormente y en el momento de escribirlo, la OMT han demostrado ser una intervención de reducción del riesgo.

Fundamentalmente la OMT funciona a través de canales de las expectativas y la credibilidad de «lo que sea necesario» del discurso del Sr. Draghi. La promesa de financiar la deuda soberana ha sido suficiente para volver a coordinar a los participantes del mercado privado en un «buen» equilibrio en el que la refinanciación de la deuda y las primas de riesgo crediticio soberano permanecen contenidas. Como resultado, nunca se han realizado compras OMT: el BCE no ha comprado ni un euro de la deuda soberana periférica desde que la OMT se anunció en septiembre de 2012, y los países periféricos más grandes (Italia y España) no se han incorporado a los programas de ESM para activar la posibilidad de tales compras.

El indudable y sustancial éxito de la OMT se basaba en el uso de un «enfoque fuera de balance» para estabilizar los mercados soberanos. Esencialmente, el Sr. Draghi emitió una opción de compra (*put option*) sobre la deuda periférica (aunque con un precio de ejercicio vago), en lugar de hacer compras directas. Este enfoque le permitió navegar las peligrosas aguas entre las comprensibles preocupaciones alemanas sobre el abuso de la financiación del banco central derivado de la estructura institucional única de la zona del euro por un lado y, por otro, las de los participantes del mercado acerca de la sostenibilidad de las posiciones fiscales periféricas de cara a las finanzas públicas con debilidades fundamentales y el riesgo de refinanciación en un momento de tensión en el mercado.

Pero es importante que este enfoque fuera de balance no impusiera condiciones sobre los países beneficiarios que se mantuvieron fuera de los programas de

ESM. España e Italia gozaron de reducciones sustanciales en sus costes de financiación como resultado de la implementación de la OMT, pero no tenían que satisfacer las condiciones implícitas en la participación en el programa de ESM comparables con las establecidas para las pequeñas economías de la periferia por la troika. Por lo tanto, la implementación de los ajustes macroeconómicos necesarios era una cuestión de confianza.

Hay que reconocer que las autoridades españolas han efectuado ajustes significativos incluso sin la imposición de la condicionalidad explícita. La consolidación fiscal se ha implementado agresivamente a lo largo de los últimos dos años, lo cual resulta en una reducción significativa del déficit, aunque todavía queda mucho camino por recorrer antes de que una posición fiscal sostenible se logre a medio plazo.

Por otra parte, España ha avanzado en otras dimensiones. Las reformas implementadas en 2012 han dado lugar a una mejora significativa y rápida de la flexibilidad del mercado laboral, facilitando la moderación salarial necesaria, la reasignación de los recursos laborables y las mejoras en la productividad. Aunque la moderación salarial ha reducido la inflación a niveles muy bajos (y por lo tanto, está asociada con la aparición de preocupaciones sobre los riesgos de deflación), estas medidas relativas a la oferta han mejorado sustancialmente la competitividad internacional mediante la reducción de los costes laborales unitarios relativos. Las exportaciones se han recuperado como resultado, en parte, debido a que la producción con movilidad internacional se ha trasladado a España para aprovechar las ventajas de estos costes. Como

resultado, la economía española se estabilizó en el segundo semestre de 2013.

Sin embargo, la cuestión del riesgo moral se mantiene. En el contexto de la tranquilidad del mercado inducida por la OMT, el ajuste macroeconómico de Italia ha sido más reticente que el de España. Es cierto que esto refleja un punto de partida distinto: en varias dimensiones, Italia tiene que hacer menos ajustes. Al no haber sufrido perturbaciones crediticias e inmobiliarias de la magnitud observada en España antes de la crisis, los desequilibrios externos y financieros de Italia fueron de otra magnitud. El reto para Italia es restaurar el crecimiento en una economía que está estancada desde hace más de una década, incluso desde antes del inicio de la crisis financiera. Con una población cada vez más envejecida, restablecer el crecimiento requiere reformas estructurales que mejoren la productividad. Hasta ahora, el sistema político italiano no ha podido cumplir con esta dimensión, y con la presión del mercado disminuida por la OMT, queda por comprobarse si los cambios políticos e institucionales prometedores que se ven en Italia en este momento permitirán avanzar más rápidamente.

El impacto del riesgo moral tiene una dimensión de serie temporal así como transversal. Los importantes esfuerzos de España para realizar una reestructuración de su economía necesaria pero dura fueron motivados por la crisis financiera. La pregunta sigue siendo si se van a mantener cuando las presiones del mercado disminuyen, sobre todo teniendo en cuenta que las presiones políticas se aflojan en función del calendario electoral.

Si hubiese reincidencia en las reformas estructurales y el desempeño fiscal —es decir, si el riesgo moral lleva a un comportamiento que crea riesgo— existe el peligro de que los fundamentos se degraden hasta el punto en que el «buen» equilibrio con el apoyo de garantías de liquidez de los bancos centrales (como la OMT) desaparezca. Los riesgos implícitos en el apoyo de los bancos centrales se ponen de manifiesto en ese contexto.

La naturaleza de opción de compra (*put option*) de compromiso OMT del BCE implica que está tomando una apuesta altamente apalancada que evite el mal resultado: la creación de riesgos. El éxito de la OMT finalmente estará determinado si contribuye a un ajuste sostenible y duradero que evite este resultado y no en si mantiene la calma del mercado en los próximos cuatrimestres. Por ello sigue siendo fundamental que se utilice el «respiro» comprado por la OMT para construir la gobernanza y las instituciones suficientes para que la zona del euro sea más viable, así como mantener y profundizar en la necesaria consolidación fiscal, el desapalancamiento bancario y la reestructuración económica necesaria para diseñar las condiciones para un crecimiento económico sostenible en los países del área.

VIII. CONCLUSIONES

La crisis financiera ha demostrado la vulnerabilidad de las instituciones financieras y los gobiernos altamente apalancados a las crisis de liquidez y solvencia. En este contexto, los bancos centrales tienen que desempeñar un papel importante en la estabilización de los mercados financieros. Teniendo en cuenta los vacíos institucionales

en el ámbito fiscal de la unión monetaria, ese papel puede ser especialmente importante en la zona del euro.

El cumplimiento de esta función estabilizadora implica la asunción de riesgos, y dadas las limitaciones políticas y prácticas creadas por la estructura única de la zona del euro, estos riesgos pueden ser magnificados para el BCE. La gestión del riesgo —en el sentido macroeconómico amplio así como el sentido estrecho financiero—, por lo tanto, es crucial.

Las iniciativas como la prestación de intermediación del banco central en el periodo inmediatamente posterior a Lehmann en 2008 y la introducción de la OMT a la luz de la crisis soberana en 2012, sin duda, implican la asunción de riesgos por parte del BCE. Para que esa suposición sea políticamente factible, en este último caso, se ha tomado una forma similar a la opción de fuera de balance. Pero simplemente porque el riesgo crediticio de la deuda soberana periférica no aparece explícitamente en el balance del banco central como resultado de las compras directas realizadas dentro de la política de expansión cuantitativa no quiere decir que ese riesgo no se haya asumido económicamente.

La asunción de riesgos por parte del BCE no implica que estas intervenciones fueran equivocadas; por lo contrario, han sido esenciales para evitar el colapso del sistema financiero europeo y la integridad de la zona del euro —resultados que claramente cumplen con el objetivo principal del BCE. Desde el punto de vista de la gestión de riesgos, la cuestión clave es si el *trade-off* entre el riesgo y los beneficios ha sido favorable.

Llegar a un juicio completo sobre esta cuestión lleva tiempo. Los beneficios de la reducción de riesgos de las intervenciones de los bancos centrales se han visto relativamente rápido en los mercados financieros europeos. Se han establecido las bases para la estabilización y lenta recuperación de la economía real europea. Pero los costes de la creación de riesgos derivados de dichas intervenciones se acumulan con el tiempo en el caso de que el peligro moral influya en el comportamiento fundamental subyacente de los bancos y los gobiernos.

El reto principal para los responsables de la política monetaria es la gestión del *trade-off* entre las implicaciones de la reducción y la creación de riesgo en las acciones del banco central de una manera consistente con el tiempo (10). Sabemos por la literatura anterior que el diseño institucional es fundamental para hacer frente a este reto. Si bien en esta dimensión se ha progresado en la zona del euro, se necesita mucho más esfuerzo para aumentar la confianza entre los actores relevantes, tanto entre los países que la componen como entre las diversas responsabilidades políticas.

NOTAS

(*) Las opiniones expresadas en este artículo son las del autor y no reflejan necesariamente las de Goldman Sachs (GS). Se agradecen los comentarios a los colegas de GS y los participantes en el coloquio del Banque de France «Riesgo soberano, riesgo bancario y la banca central», celebrado en julio de 2013, y la Conferencia de Ginebra ICMB «Estrategias de salida: Hora de pensar en el futuro», celebrada en mayo de 2013.

(1) Véase DURRÉ y PILL (2010).

(2) Véase PILL (2011).

(3) Véase KOCHERLAKOTA y PHELAN (1999).

(4) HEIDER *et al.* (2009) sostienen que la preocupación por el riesgo crediticio de contraparte en las operaciones interbancarias sur-

gió después de la quiebra de Lehman en 2008. Teniendo en cuenta las asimetrías de información creadas por la incertidumbre sobre la calidad de los valores respaldados por los activos

(5) DURRÉ y PILL (2012) argumentan que esto se ha observado en las crisis financieras anteriores aunque de forma diferente, lo que refleja la naturaleza diferente de la crisis. Muchas de las medidas no convencionales recientes imitan las respuestas de los bancos centrales a «paradas repentinas» (*sudden stops*) en los mercados emergentes. Por ejemplo, la intervención de divisas y la expansión de los activos internos durante la crisis asiática reflejadas en el balance del banco central y sustituyéndose por la financiación transfronteriza del sistema bancario interno, otro ejemplo de la sustitución de la intermediación del banco central por la intermediación privada.

(6) Véanse LENZA *et al.* (2010) y GIANNONE *et al.* (2012) para un análisis empírico de esta intermediación del banco central y una comparación con las respuestas implementadas en otras jurisdicciones.

(7) Véase BARRO y GORDON (1983) para el tratamiento seminal.

(8) Véanse COLE y KEHOE (2000) para un análisis de este fenómeno y CORSETTI *et al.* (2013) para una discusión de cómo estas dinámicas autocumplidas se pueden utilizar para explicar la evolución de los mercados financieros de la zona del euro a partir de 2010.

(9) Véase ROCH y UHLIG (2013) para una demostración muy elegante de cómo el apoyo a la liquidez para evitar las crisis de refinanciación autocumplidas crea un riesgo moral que conduce a mayores niveles de deuda soberana en el estado estacionario.

(10) Véase PILL y SMETS (2013) para una discusión más exhaustiva de qué estructuras institucionales y estratégicas servirían a este propósito.

BIBLIOGRAFÍA

BARRO, R.J., y GORDON, D.B. (1983), «Rules, Discretion and Reputation in a model of monetary policy», *Journal of Monetary Economics*, 12(1): 101-121.

CORSETTI, G.; KUESTER, K.; MEIER, A., y MUELLER, G. (2013), «Sovereign risk and belief-driven fluctuations in the euro area». Documento de trabajo del FMI n.º 13/227.

DURRÉ, A., y PILL, H. (2010), «Non-standard monetary policy measures, monetary financing and the price level». Disponible en: www.ecb.int/events/pdf/conferences/ecb_mopo_fipo/Pill.pdf.

— (2012), «Central bank balance sheets as policy tools». Documento de trabajo del BIS n.º 66, pp. 193-213.

FRIEDMAN, M. (1969), *The optimum quantity of money*, Macmillan.

<p>GIANNONE, D.; LENZA, M.; PILL, H., y REICHLIN, L. (2012), «The ECB y the interbank market», <i>Economic Journal</i>, 122: 467-486.</p> <p>HEIDER, F.; HOEROVA, M., y HOLTHAUSEN, C. (2009), «Liquidity hoarding y interbank market spreads: The role of counterparty risk». Documento de trabajo del BCE n.º 1126.</p> <p>KEHOE, T.J., y COLE, H.L. (2000), «Self-fulfilling debt crises», <i>Review of Economic Studies</i>, 67(1): 91-116.</p>	<p>KOCHERLAKOTA, N., y PHELAN, C. (1999), «Explaining the fiscal theory of the price level», <i>Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review</i>, 23(4): 14-23.</p> <p>LENZA, M.; PILL, H., y REICHLIN, L. (2010), «Monetary policy in exceptional times», <i>Economic Policy</i>, 62: 295-339.</p> <p>PILL, H. (2011), «The quasi-fiscal capacity of the ECB». Goldman Sachs European Weekly Analyst 11/35.</p>	<p>PILL, H., y SMETS, F. (2013), «Monetary policy frameworks after the great financial crisis», en J. Braude, Z. Eckstein, S. Fischer y K. Flug (Eds.), <i>The Great Recession: Lessons for central bankers</i>, MIT Press, Cambridge, MA, pp. 21-50.</p> <p>ROCH, F., y UHLIG, H. (2013), «The dynamics of sovereign debt crises y bailouts». Mimeo, University of Chicago.</p>
---	--	--