

Recuadro: “La política monetaria del BCE frente a la crisis de deuda y ante el ajuste fiscal”

El año 2010 está marcado por la crisis de deuda pública en las economías europeas, iniciada en Grecia, contagiada en el resto de economías periféricas, con unas perspectivas también desfavorables en sus finanzas públicas, y amplificada por la exposición de los sistemas bancarios de los países centroeuropeos. Las tensiones registradas en los mercados han forzado a los gobiernos a adoptar planes de ajuste fiscal adicionales en el conjunto de países del área del euro, que han llevado a revisar a la baja las expectativas de crecimiento económico ya a partir del segundo semestre de este año.

Los efectos más dramáticos de la crisis de deuda se pudieron evitar gracias a las medidas extraordinarias adoptadas el pasado mayo por la Unión Europea, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Central Europeo. Sin embargo, la senda de recuperación del área del euro no acaba aún de ser clara. En un contexto de ajuste fiscal y de un sistema financiero aún con riesgos, el papel de la política monetaria será muy relevante. Este recuadro revisa en primer lugar la crisis de deuda y las respuestas inmediatas y centra después el análisis principal en la gestión de liquidez del BCE y en qué es preciso esperar en próximos trimestres.

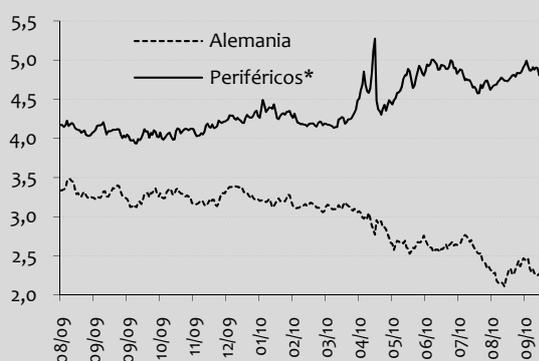
El falseamiento de las cuentas públicas griegas, las rebajas de calificación y el deterioro generalizado de las perspectivas fiscales acabaron contagiándose a otras economías periféricas y afectaron también al coste de financiación de los países centrales, a excepción del “refugio” alemán

A finales de 2009, con la conformación de un nuevo gobierno en Grecia y después de la advertencia en 2008 de la Comisión Europea, se reveló que el anterior ejecutivo había falseado las cuentas públicas. Las finanzas estatales se encontraban muy deterioradas y con alta incertidumbre con respecto a su sostenibilidad, partiendo de un déficit público del 13,5% del PIB en 2009, ante el 8,0% estimado previamente, y con un nivel de deuda pública muy elevado, del 112,9% del PIB en 2009 y con perspectivas de alcanzar el 135,4% en 2011.

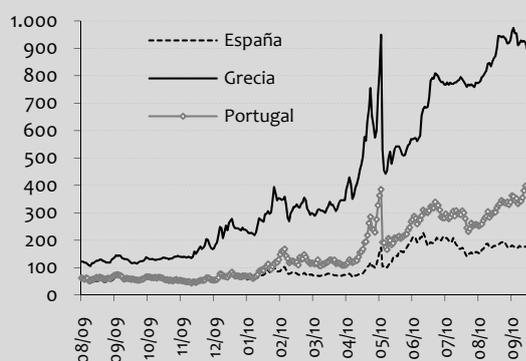
Ante este panorama tan incierto, los mercados financieros reaccionaron con dureza respecto a la rentabilidad del bono griego, que el 7 de mayo alcanzó el 12,3% en su referencia a 10 años, hecho que supuso un diferencial de 950 puntos básicos respecto al equivalente alemán. Por otra parte, las principales agencias de calificación de riesgo internacionales rebajaron el rating de la deuda pública griega. Moody's lo redujo el 15 de junio en cuatro escalones, situándolo en 'Ba1', una calificación de “bono basura”, que introdujo tensiones adicionales en los mercados secundarios de deuda pública.

Gráfico 1. Rentabilidad de la deuda pública a 10 años en países periféricos y en Alemania

A. En porcentaje (intervalo del 2,0% al 5,5%)



B. Diferencial con Alemania en puntos básicos



*Ponderado por el stock de deuda pública previsto para 2010 en Italia, España, Grecia, Portugal e Irlanda.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Ecowin y de Eurostat.

El nivel de tensión de los mercados financieros se trasladó con especial virulencia al resto de las economías periféricas, Portugal, Irlanda y España, países que tenían un mayor déficit público y un aumento esperado más intenso en su nivel de deuda pública. Sin embargo, el encarecimiento de la financiación pública y de los seguros de crédito se dibujó en el conjunto de países del área del euro, a excepción de Alemania, cuyos títulos han actuado de activo refugio, con rentabilidades que han marcado mínimos históricos del 2,1% en la referencia a 10 años.

La acción conjunta de la Comisión Europea, el FMI, los gobiernos y el BCE hicieron abortar en mayo un escenario más dramático derivado de la crisis de deuda

Ante los acontecimientos y efectos de la crisis de deuda pública, y después del anuncio de un severo plan de ajuste fiscal por parte del gobierno griego, una de las primeras medidas que adoptó el BCE fue la relajación de los criterios para adoptar deuda helena como colateral en sus operaciones de liquidez. El mismo día, 3 de mayo, la Comisión Europea y el FMI, con el beneplácito del BCE, acordaron la concesión de un crédito bilateral al gobierno griego por 110 mil millones de euros para poder hacer frente a sus necesidades de financiación.

Este conjunto de medidas adoptadas con el objetivo de trasladar un mensaje de soporte a la situación griega no fueron suficientes para calmar la incertidumbre de los mercados financieros, por lo que, en una reunión extraordinaria de las ministras de economía y finanzas (ECOFIN) el final de semana del 8 y 9 de mayo, se acordó la creación de un fondo de estabilización, que conjuntamente con el FMI dispondría de hasta 750 mil millones de euros para cubrir las necesidades de financiación públicas de las economías con problemas. Este paquete de ayuda contará con 60 mil millones de euros de los recursos propios de la Unión Europea, 440 mil millones garantizados por los países miembros y 250 mil millones aportados por el FMI, a un coste de financiación del 5%.

El 10 de mayo, el BCE anunció la adopción de una serie de medidas adicionales para afrontar los efectos de la crisis: el inicio de un plan de compra de deuda pública, la extensión de las subastas ilimitadas a 3 meses hasta septiembre, la celebración de una nueva subasta ilimitada a 6 meses el mismo día 12 de mayo y la reactivación de las líneas *swap* en coordinación con otros bancos centrales.

Esta segunda “ola” de medidas tuvo mejor acogida por parte de los mercados financieros y se relajaron las tensiones en los diferenciales de deuda pública, especialmente los de las economías periféricas que habían recibido con mayor intensidad el contagio de la situación griega. Además, el euro interrumpió su depreciación frente al dólar, indicio de menor desconfianza hacia la unión monetaria.

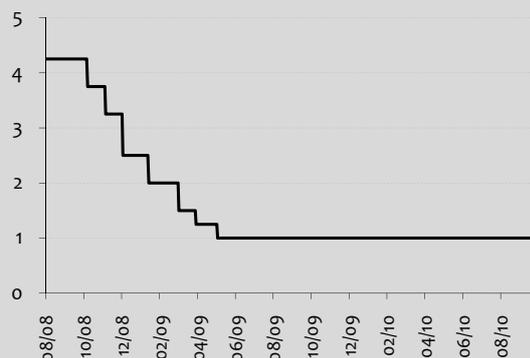
Desde el choque generado por la quiebra de Lehman Brothers, el BCE ha mantenido una política monetaria expansiva en tipos de interés y liquidez y mucho más modesta en adquisición de títulos

Desde el agravamiento de la crisis financiera internacional en septiembre de 2008 (con la quiebra de *Lehman Brothers*, el episodio de aversión al riesgo asociado y el contagio a la economía real), el BCE ha mantenido una política monetaria expansiva que le ha llevado a reducir los tipos de interés a niveles mínimos históricos, a la vez que ha introducido un incremento en el volumen de los recursos disponibles para las entidades financieras, así como una mayor flexibilidad en los instrumentos de financiación.

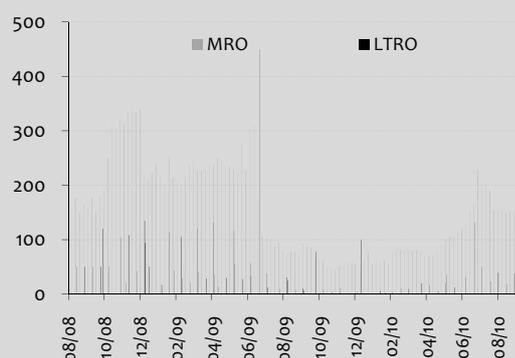
Respecto a la evolución de los tipos de interés, el repunte de la inflación a niveles muy por encima del objetivo de estabilidad de precios (un 4% en junio y en julio de 2008) había llevado al BCE a elevar la tasa de referencia al 4,25% en la reunión de julio. Los acontecimientos posteriores provocaron un cambio radical de escenario económico y financiero, que condujo al BCE a la intensa reducción de los tipos de interés entre el 13 de octubre de 2008 y el 11 de mayo de 2009, hasta situarlos en el 1%, el nivel más reducido desde la creación del área del euro. Desde entonces, y aunque se han observado señales de recuperación económica, ésta, o ha sido moderada o ha sido sostenida por estímulos transitorios, al mismo tiempo que el escenario de precios a corto y a medio plazo es de una inflación por debajo de la referencia del 2%. En este contexto es previsible que el BCE no modifique los tipos de interés hasta principios de 2012.

Gráfico 2. Política monetaria del BCE a raíz de la crisis financiera internacional**A. Tipos de interés de referencia**

En porcentaje

**B. Subastas de liquidez**

Miles de millones de euros



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Ecwin y del BCE.

En cuanto al volumen del balance del BCE, de manera paralela al inicio de un ciclo de bajadas de los tipos de interés, en octubre de 2008 se adoptaron medidas dirigidas a dar liquidez al sistema financiero, dadas la escasa confianza y la aversión al riesgo de las entidades. Se modificó el sistema de subastas semanales, estableciéndolas a tipo fijo y con cantidad ilimitada de recursos (o mejor dicho, limitada sólo por el colateral). Se reforzó la provisión de recursos a más largo plazo, a 1, 3 y 6 meses. Se amplió la lista de activos elegibles como colateral¹ y se redujo el límite inferior de calificación crediticia de “A-“ a “BBB-“, exceptuando la de los *Asset-Backed Securities* (ABS). Y finalmente, el BCE concertó con otros bancos centrales operaciones de *swaps* en dólares, francos suizos y yenes.

El 7 de mayo de 2009, el BCE aprobó la celebración de tres subastas extraordinarias de liquidez a 12 meses. La primera, y con mayor volumen de demanda, se celebró el 24 de junio a un tipo de interés fijo del 1%, seguida de otra el 30 de septiembre en las mismas condiciones, aunque con menor demanda, y una última, el 16 de diciembre, en la cual se introdujo un diferencial sobre el tipo de interés.² En el mismo consejo de gobierno se aprobó la participación del Banco Europeo de Inversión (BEI) como entidad de contrapartida en las operaciones de política monetaria del BCE, y un programa de adquisición de deuda garantizada de 60 mil millones de euros, que finalizó en junio de este año. Este programa ha sido de una cuantía muy moderada en comparación a otros equivalentes de compra de activos por parte de la Reserva Federal y del Banco de Inglaterra. Así, apenas llega al 3% del balance del BCE.

Finalmente, como ya se ha señalado, a raíz de la reunión extraordinaria del ECOFIN del pasado mayo, con participación de la Comisión Europea y del BCE, este último decidió el inicio de un programa de adquisición de deuda pública, que de momento alcanza un volumen similar al de la cartera de títulos privados. Este aspecto será comentado con más detalle en el siguiente apartado.

El balance del Eurosistema se mantiene en volúmenes próximos a 2 billones de euros

El balance del BCE ha aumentado desde el estallido de la crisis financiera en los Estados Unidos en verano de 2007. El 24 de junio de este año, el balance del Eurosistema totalizaba 1,21 billones de euros, un 13% del PIB del área del euro. El 12 de septiembre de 2008, momento previo a la quiebra de *Lehman Brothers*, el volumen ya era de 1,46 billones, un 16% del PIB. Sin embargo, el incremento más significativo del balance vino a partir de este episodio, hasta superar a finales de octubre los 2 billones de euros, después de un aumento del 40% en menos de un mes y medio. Este incremento estuvo vinculado al crecimiento de las partidas de las operaciones de inyección de liquidez a más largo plazo, así como, en

¹ Abarcando instrumentos de deuda emitidos en el área del euro en dólares, yenes y libras esterlinas, créditos sindicados en euros regidos por la ley británica, instrumentos de deuda negociados en mercados no regulados (certificados de depósitos incluidos), instrumentos de deuda subordinada emitidos bajo determinadas garantías y depósitos a plazo.

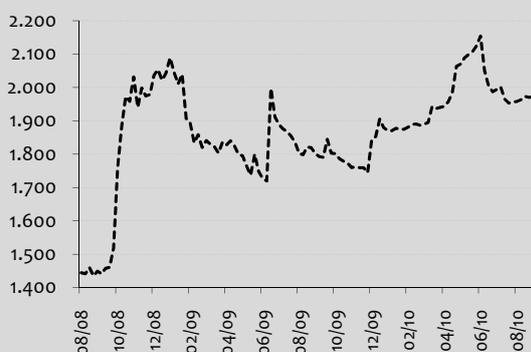
² El tipo de interés aplicado al final de la operación sería el promedio ponderado del tipo de interés mínimo de las operaciones principales de financiación que se celebraran hasta el vencimiento. Las perspectivas de estabilidad de tipos de interés de referencia harán que el tipo de interés aplicado finalmente sea igualmente del 1%.

menor medida, al incremento de partidas ligadas a las operaciones de swaps con otros bancos centrales. Desde entonces, el balance del BCE se ha mantenido relativamente estable en niveles elevados entre 1,72 y 2,15 billones de euros, valor máximo equivalente al 23% del PIB del área del euro y conseguido el 25 de junio de 2010, antes del vencimiento de la subasta a 12 meses celebrada un año antes.

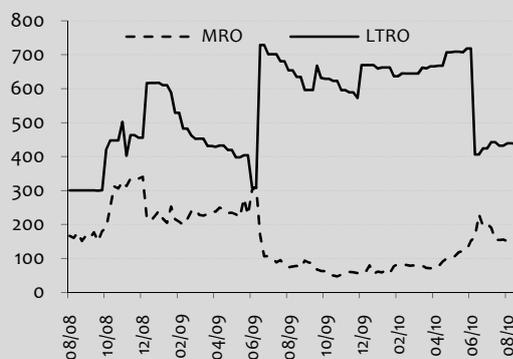
Gráfico 3. Balance del Eurosistema (datos semanales)

En miles de millones de euros

A. Activo total



B. Activo vinculado a inyecciones de liquidez*



*MRO=Operaciones principales de financiación. LTRO=Operaciones a más largo plazo.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del BCE.

El vencimiento de la subasta a 12 meses el 1 de julio ha reducido el exceso de liquidez sin grandes tensiones adicionales, con un ligero repunte del EONIA, al cual también ha dotado de estacionalidad...

El vencimiento de esta subasta el 1 de julio, con un volumen de 442 mil millones de euros, generó bastante incertidumbre en los mercados financieros ante las posibles dificultades de liquidez para las entidades de crédito. Para afrontar la amortización de este volumen, las expectativas anticipaban un incremento de las necesidades de financiación canalizadas a través de las operaciones principales de financiación semanales (de 152 mil millones el 23 de junio a unos 250-300 mil millones), así como el recurso a una parte del excedente de liquidez que se iba depositando en la facilidad marginal del BCE (309 mil millones el 30 de junio). Finalmente, el volumen pedido en la subasta semanal fue muy inferior, de 162 mil millones el 30 de junio, pero ésta fue acompañada de una subasta extraordinaria a 6 días que alcanzó una demanda de 111 mil millones y de otra de programada ya a 3 meses que totalizó 162 millones más. En definitiva, los nuevos recursos inyectados ascendieron a 253 mil millones, 189 mil millones menos que la cantidad amortizada. Esta evolución tuvo reflejo en una reducción de la demanda de liquidez de 104 mil millones y en una disminución del excedente de oferta en la cuantía restante. La facilidad marginal de depósito redujo su saldo en 96 mil millones el 1 de julio. La semana siguiente, cuando venció la subasta extraordinaria a 6 días, la semanal ordinaria aumentó a 229 mil millones de euros, con un saldo neto de liquidez nuevamente negativo, por 45 mil millones, reduciéndose la facilidad marginal de depósito en 55 mil millones. Estos resultados fueron algo más favorables de lo que se esperaba y constituyeron indicios de una cierta normalización en los mercados. El tipo de interés interbancario a 1 día (EONIA) ha pasado de un promedio del 0,35% entre junio de 2009 y junio de 2010 a cotizaciones desde el 1 de julio en un rango más amplio, entre el 0,32% y el 0,56% fuera de los periodos de mantenimiento de reservas, con un promedio del 0,43%, adoptando un patrón estacional vinculado con éstos y el menor excedente de liquidez existente hoy.

...y cierta recuperación del volumen de negociación interbancario a plazos cortos, aunque la desconfianza persiste entre las entidades, y mantiene primas de riesgo significativas

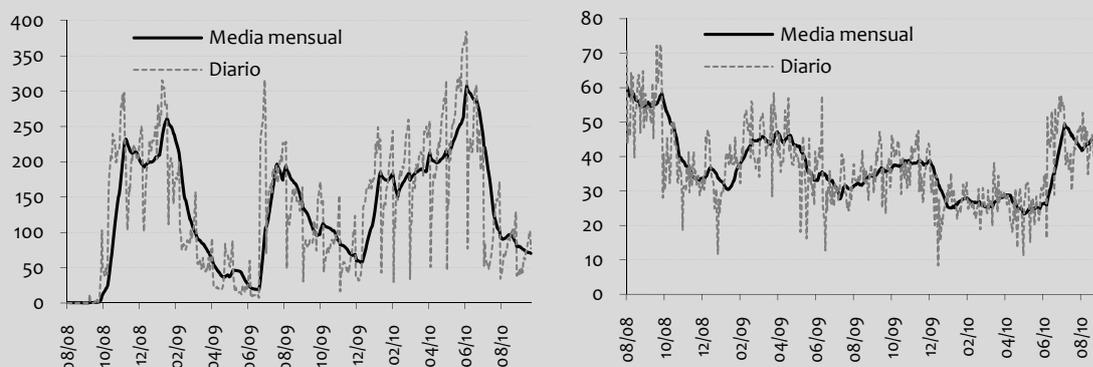
En este mismo sentido, el volumen diario de negociación en el mercado EONIA ha aumentado desde la amortización de la subasta a 12 meses, pasando de un promedio de 31 mil millones de euros desde su celebración en junio de 2009 a 46 mil millones de euros de media desde su vencimiento, cifra en línea con los valores registrados entre el estallido de la crisis financiera en los Estados Unidos en verano de 2007 y la quiebra de *Lehman Brothers* en septiembre de 2008. Sin embargo, esta mejora de la negociación diaria en el mercado interbancario no debe ser necesariamente extensible a otros plazos, en que la aversión al

riesgo de las entidades financieras se habría mantenido. Además, como pasó las dos primeras semanas de agosto, se han registrado episodios breves de nuevas caídas del volumen de negociación, reflejo de la desconfianza que aún persiste en el mercado, con dudas alrededor de la solidez de la recuperación económica y del sistema financiero europeo.

Gráfico 4. Gestión de la liquidez por parte del BCE y volumen de negociación interbancaria a 1 día

A. Apelación a la facilidad marginal de depósito

B. Negociación EONIA en miles de millones de euros



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del BCE.

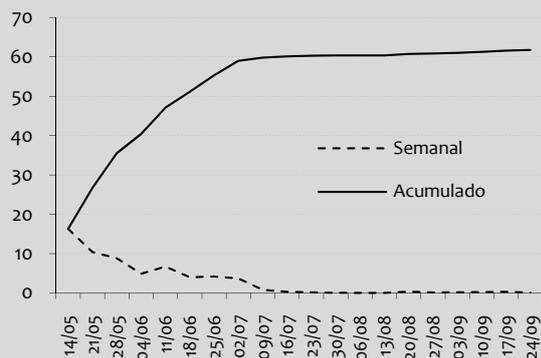
La compra de deuda pública por parte del BCE es aún muy modesta en comparación con las carteras de otros bancos centrales, pero el programa ha contribuido a frenar las tensiones en los mercados y ha dado otra referencia al interbancario a través de las subastas de depósitos asociadas

Por otra parte, el BCE anunció el 10 de mayo el inicio de compras de deuda pública vinculadas al denominado *Securities Markets Programme* (SMP), con el objetivo de estabilizar el mercado de estos activos después de los episodios de tensión originados en Grecia. Para compensar su efecto expansivo sobre la liquidez, el BCE decidió esterilizar estas actuaciones mediante la realización de subastas semanales de depósitos, con un tipo de interés máximo de licitación equivalente al de las operaciones principales de financiación (ahora en el 1%). El volumen de compra ha sido desde entonces decreciente, ya que, frente a los 40 mil millones adquiridos en las cuatro primeras semanas, las cuatro siguientes acumularon 19 mil millones y entre julio y septiembre apenas 2.700 millones más, para un total de 61.700 millones, un 3% del balance total del Eurosistema. Este volumen queda muy lejos de las carteras de deuda pública de la Reserva Federal (801 mil millones de dólares, un 34% de su balance), del Banco del Japón (80 billones de yenes, un 64%) y del Banco de Inglaterra (219 mil millones de libras, un 89%).

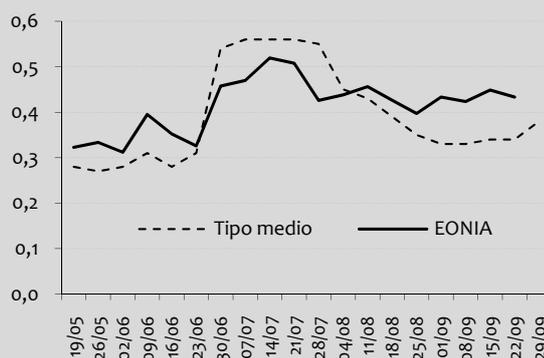
Aunque el volumen de deuda pública adquirido por parte del BCE ha sido relativamente reducido, es preciso mencionar dos impactos relevantes. Por una parte, el efecto estabilizador que, al lado de otras medidas extraordinarias, ha tenido sobre los mercados financieros, relajando o evitando nuevas tensiones en las primas de riesgo soberanas. Y por otra parte, el mercado interbancario cuenta con otra referencia en el tipo de interés de las subastas semanales de depósitos que se celebran para esterilizar la compra de deuda pública. Así, hasta el elevado vencimiento del 1 de julio, el tipo medio había sido del 0,29% y el EONIA del 0,34%. En julio, los promedios aumentaron hasta el 0,55% y el 0,46%, respectivamente, en agosto volvieron a moderarse en los dos casos, y en septiembre se han estabilizado.

Gráfico 5. Programa de adquisición de deuda pública por parte del BCE (2010)

A. Compras en miles de millones de euros*



B. Tipo medio de las subastas de depósitos y EONIA**



*Compras efectuadas en la semana que concluye el día señalado. **Media semanal desde el día de la subasta de depósitos.

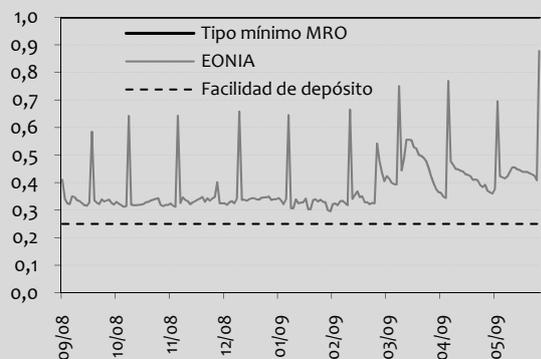
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del BCE.

El efecto neto de los últimos meses sobre la curva interbancaria ha sido un ligero repunte

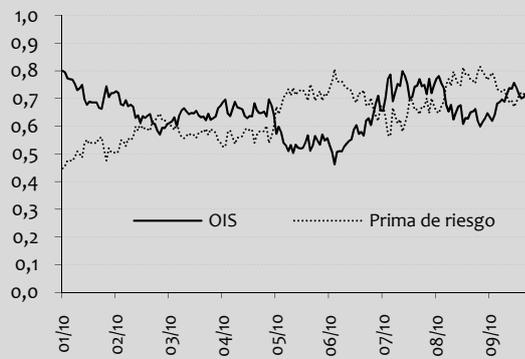
Con relación al impacto sobre la curva interbancaria de las diferentes medidas del BCE y de la dinámica de los mercados, es preciso diferenciar los dos componentes del tipo de interés Euribor. Por una parte, el considerado libre de riesgo recoge las perspectivas sobre el tipo de interés de referencia y las desviaciones del EONIA con respecto a éste. La referencia es el tipo de interés derivado de los *Overnight Indexed Swap* (OIS), que se corresponde con el valor medio que el mercado espera que tenga el EONIA en el plazo correspondiente. Y por otra parte, hay la prima de riesgo. Así, antes del vencimiento de la subasta a 12 meses y las semanas posteriores (de mediados de junio a mediados de julio), el tipo de los OIS para los diferentes plazos fue repuntando por el menor exceso de liquidez, entre 20 y 30 puntos básicos, mientras que la prima de riesgo se redujo entre 5 y 15 puntos básicos, dando como saldo un aumento del Euribor entre 10 y 15 puntos básicos. El proceso contrario tuvo lugar en la segunda mitad de julio y agosto, con una reducción de los tipos OIS de 12-14 puntos básicos por un deterioro de las expectativas económicas y un incremento de la prima de riesgo de 7-14 puntos básicos por renovadas tensiones en el interbancario, dando, eso sí, como resultado un nuevo repunte del Euribor, si bien esta vez más moderado, de 3-4 puntos básicos. Finalmente, en septiembre se ha producido una evolución parecida a la registrada después del vencimiento de liquidez de julio, con un aumento del tipo OIS y una reducción de la prima de riesgo. Nuevamente, las expectativas de disminución del exceso de liquidez se han trasladado a la curva, al tiempo que la extensión del periodo de inyecciones ilimitadas ha contribuido a reducir la prima de riesgo.

Gráfico 6. Tipos de interés del mercado interbancario (2010)

A. Tipos de interés EONIA y tipos de referencia* porcentuales



B. Componentes del Euribor 12 meses en puntos porcentuales



*MRO=Operaciones principales de financiación. **OIS=Overnight Indexed Swap.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Ecwin y del BCE.

Conclusiones

La débil situación económica del conjunto del área del euro, los riesgos sobre el sistema financiero y la estabilidad de precios anticipan la continuidad de la política monetaria expansiva del BCE durante un periodo prolongado, con repuntes progresivos y moderados en los tipos interbancarios

El BCE adoptó desde el momento más intenso de la crisis financiera un conjunto de medidas que permitieron abastecer a las entidades de la liquidez necesaria, a la vez que aseguraban un coste de financiación reducido. Sin embargo, la crisis de deuda y sus efectos han comportado nuevas dificultades que han forzado a la adopción de medidas extraordinarias adicionales. Éstas, aunque se han traducido en volúmenes moderados de recursos, han conseguido, al lado de la acción de otras instituciones (Comisión Europea, FMI y gobiernos), suavizar las tensiones y evitar un escenario mucho más adverso, como el colapso de alguna economía, la quiebra de sus finanzas públicas o una discusión más sólida sobre la ruptura del área del euro.

El contexto actual continúa dominado por la incertidumbre, con un ajuste fiscal significativo ya en curso, que drenará crecimiento al área del euro, ya de sí mismo bajo, y con un sistema financiero que, pese a mejorar, no se encuentra aún en una situación óptima para recuperar sus políticas de crédito. Estos factores, al lado de la ausencia de presiones inflacionistas en el horizonte, anticipan la estabilidad del tipo de referencia del BCE durante un periodo prolongado, que podría alcanzar el inicio de 2012. Además, el proceso de normalización del tipo EONIA, históricamente próximo al anterior y ahora más próximo al de la facilidad marginal de depósito, está condicionado por la amortización de la liquidez vigente a 6 y 12 meses hasta diciembre y el calendario de sustitución de las subastas a volumen ilimitado por subastas a tipo variable. El retraso en este último proceso anunciado por el BCE el 2 de septiembre, aplazando la finalización del actual esquema del 12 de octubre de este año al 18 de enero del 2011, suaviza el repunte de la curva interbancaria. Y finalmente, es preciso incorporar posibles nuevos episodios de aversión al riesgo, en un entorno económico y financiero aún muy complicado.

En resumen, es preciso esperar que el moderado aumento de los tipos de interés interbancarios (Euribor) tenga continuidad en próximos trimestres, aunque tanto los niveles como la magnitud de los cambios continuarán siendo históricamente reducidos y compatibles con un escenario de moderada recuperación. El impacto sobre el sector real será pequeño y no será el determinante principal que el canal del crédito continúe muy débil. En un contexto de ajuste fiscal, un endurecimiento pronto e intenso de la política monetaria sí que tendría un efecto muy negativo sobre las cuentas de los hogares y empresas altamente endeudadas de algunos países.