



ECONOMÍA

La política monetaria y la regulación prudencial en Europa

Fernando Fernández Méndez de Andés
IE Business School





“Los inversores vuelven a pensar en que los bancos utilizarán una munición que muchos creían agotada tras años de reducciones de tipos de interés y compras de bonos”

Mark Carney, gobernador del Banco de Inglaterra citado en el FT el 4 de julio de 2016

“Los bancos se han visto debilitados por una combinación de crecimiento lento, tipos bajos, endurecimiento regulatorio, y compresión de los ratios de capital ya que el precio de las acciones ha caído, sobre todo a raíz del Brexit”.

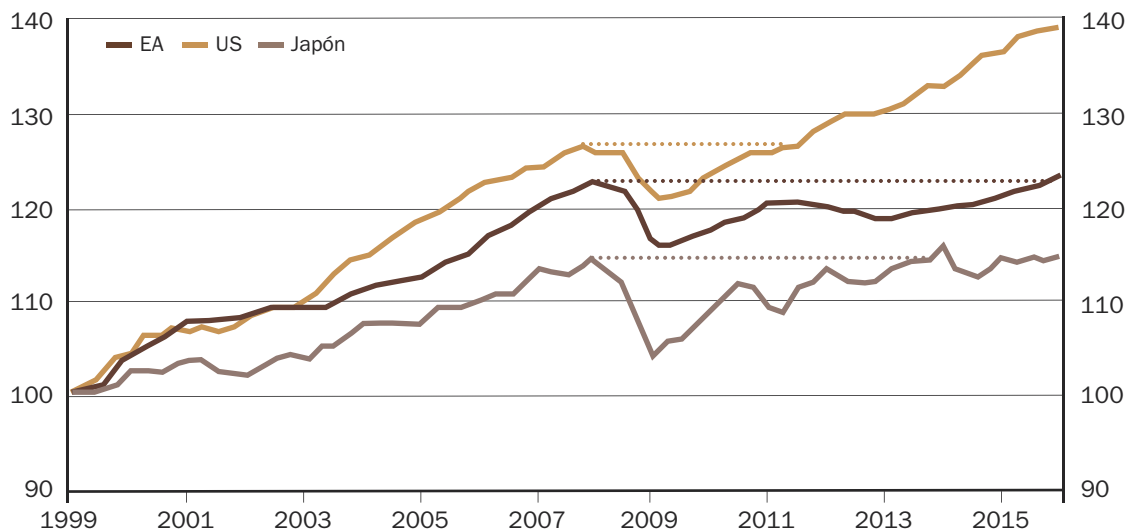
“The World after Brexit”, *Global Economic Research*, Deutsche Bank. 6 de julio de 2016

1. El problema¹

Los resultados económicos en Europa después de la crisis financiera son muy desalentadores. Es sorprendente que tras una crisis originalmente americana, la actividad económica se haya resentido mucho más en Europa que en Estados Unidos (gráfico 1) y que todavía hoy la eurozona luche por recuperar los niveles de actividad de antes de la crisis. Esta dificultad para recuperar niveles de crecimiento aceptables y, sobre todo, niveles de empleo socialmente sostenibles está en el origen de muchas de las dificultades políticas del proyecto de integración europea.

GRÁFICO 1.

PIB real (Índice, 1999Q1=100)



Fuentes: Eurostat, BEA, Oficina del Gabinete, cálculos del BCE.

Notas: Las líneas de puntos horizontales representan el nivel del PIB real máximo previo a la crisis.
Última observación: T1 2016.

¹ Quiero agradecer muy particularmente los comentarios sugerencias, críticas y desacuerdos recibidos en el seminario realizado en la Fundación FAES en el mes de julio de 2016. Aunque la responsabilidad única del texto y de sus conclusiones sea exclusivamente mía, el artículo ha mejorado mucho gracias a todos los participantes.



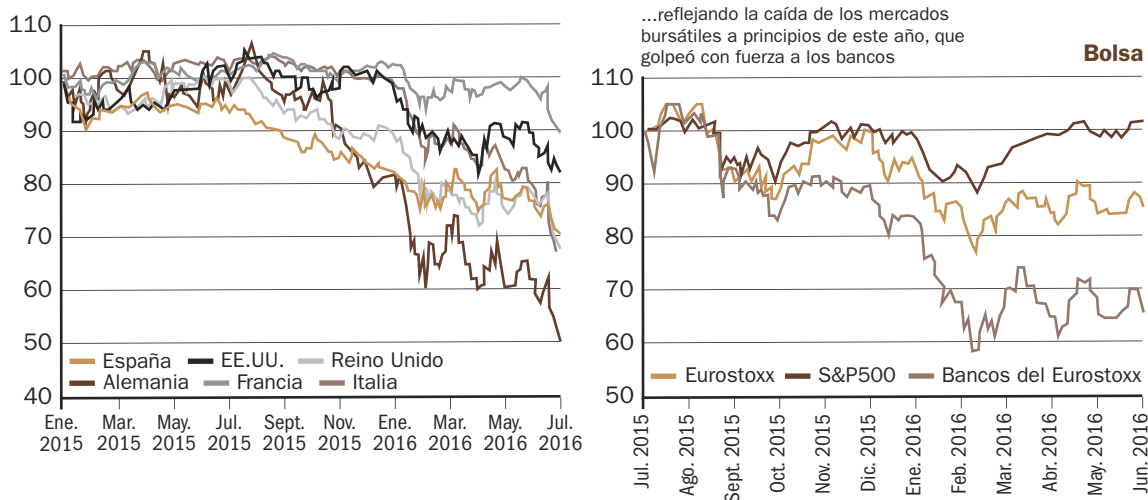
► **“Tras una crisis originalmente americana, la actividad económica se ha resentido mucho más en Europa y hoy todavía la eurozona lucha por recuperar los niveles de actividad”**

Lo cierto es que Europa no se ha separado mucho del consenso establecido en la reunión del G-20 de Londres en abril de 2009, donde se definió la respuesta política global para restaurar la confianza y asentar la recuperación. En síntesis, allí se acordó una estrategia económica con tres frentes de actuación: expansión monetaria sin precedentes, bajando los tipos de interés tanto como sea necesario y contemplando medidas extraordinarias de expansión de la liquidez; mayor regulación financiera, mediante la exigencia de más capital y liquidez a las entidades, mejores sistemas y modelos de gestión del riesgo y más énfasis en la gobernanza de las entidades con el objetivo de hacer las crisis menos frecuentes y costosas para el contribuyente; y una decidida expansión fiscal allí donde la sostenibilidad de las cuentas públicas lo permitiera. Una respuesta política que hacía recaer gran parte del coste del ajuste en el sistema financiero, por lo que no es de extrañar que los bancos hayan sufrido más que el resto de los sectores económicos en términos de su capitalización bursátil (gráfico 2). Lo que es quizá más sorprendente y requiere una explicación es que los bancos europeos hayan sufrido pérdidas mayores que los americanos.

Las respuestas políticas europeas, pese a su imagen tradicional de inmovilismo, no han diferido mucho de las acordadas en el seno del G-20, si bien es

GRÁFICO 2.

Comportamiento relativo del sector bancario. Base 100 enero 2015



Fuente: Bloomberg

² Maluquer de Motes, J. (2016), *España en la economía mundial. Series largas para la economía española (1850-2015)*, Madrid, Instituto de Estudios Económicos.



► **“Gran parte del coste del ajuste ha recaído en el sistema financiero. Los bancos han sufrido más que el resto de los sectores económicos en su capitalización bursátil”**

cierto que tardaron más en adoptarse y se aplicaron con las características institucionales propias de una Europa en construcción. Pero los distintos Gobiernos nacionales han abusado de Europa a la hora de buscar responsables de su situación económica, facilitando así un creciente desapego de los ciudadanos con la idea de Europa. Europa ha sido responsable ante la opinión pública de los retrasos en la aplicación de políticas inevitables, de los errores en el diseño de las propias políticas, de los incumplimientos de las mismas y hasta de su falta de credibilidad al no tomar medidas cuando éstas se incumplen. Pero con esas políticas ha habido comportamientos nacionales muy distintos, dependiendo de la calidad política e institucional de los países, de su grado de compromiso con la aplicación de las mismas y con su voluntad y capacidad para acompañarlas de reformas estructurales. El período 2007 a 2014 es el más negativo de la historia económica española en términos de variación interanual del PIB. Nunca antes, salvo en etapas de guerra, el ritmo del PIB per cápita había sido tan contrario a la prosperidad general². Igualmente, la recuperación del 2014-2016 es sorprendente y sólo comparable a la irlandesa, un país del que se conocía su flexibilidad.

Si hay una institución europea que ha estado en el centro del huracán en todo este período ha sido sin duda el BCE (Banco Central Europeo). Salvador para muchos y cómplice irresponsable para otros, lo cierto es que el BCE ha cobrado un inmenso protagonismo ante la ausencia de otros agentes europeos, probablemente porque es la única institución federal europea con competencias claras. Pero su creciente papel ha subrayado también las debilidades institucionales de la Unión Monetaria Europea. Este trabajo realiza un análisis crítico y desapasionado de la actividad del BCE en este convulso período de Europa, centrándose en sus dos funciones básicas, la política monetaria y la regulación y supervisión financiera. En ambos casos, el BCE ha entrado en terreno inexplorado, en compañía de los principales bancos centrales y autoridades financieras internacionales. No obstante, esas compañías no deben nublar el juicio ni limitarnos en modo alguno, máxime cuando precisamente una de las principales lecciones de la crisis financiera es la necesidad de evitar unanimidades y reprimir voces contrarias al consenso dominante.

El BCE ha asumido un protagonismo que no le correspondía al intentar remediar una crisis que no era esencialmente monetaria. Y al hacerlo ha entrado en un territorio que le es ajeno, el de la economía política, un juego no necesariamente cooperativo. Los instrumentos puestos en marcha en la Unión Monetaria para su refundación tras la crisis (principalmente la unión bancaria con la centralización de



la regulación, supervisión y resolución a escala europea; y algunos avances en la unión fiscal con el reforzamiento de la disciplina europea y el Mecanismo Europeo de Estabilidad, y las OMT como embrión de fondos de ajuste estructural), pueden aliviar las tensiones financieras pero no sirven para hacer frente al riesgo político derivado de la ausencia de voluntad de reforma. Los problemas europeos son estructurales y la política monetaria por creativa que sea no podrá resolverlos. “Europa se enfrenta más a una crisis política que bancaria o de deuda. En estas condiciones, la política monetaria está cerca de sus límites y son necesarias acciones decididas en otros frentes: una pronta resolución de los problemas bancarios en Italia y Portugal, una mejor coordinación de las políticas fiscales nacionales y más énfasis en una política de inversión pública europea”³.

2. La política monetaria del BCE: un camino hacia la heterodoxia

Las principales decisiones de política monetaria del BCE son bien conocidas y no es cuestión de repetirlas aquí. Baste decir que el BCE ha ido cambiando gradualmente –quizás más lentamente pero como los principales bancos centrales del mundo– desde un enfoque tradicional de relajación de tipos de interés hacia un modelo de intervención directa, primero garantizando a las entidades financieras liquidez infinita a precio cero (los programas conocidos como LTRO o TLTRO), para posteriormente acudir a la compra directa de activos financieros, públicos y privados, para llevar esa liquidez a gobiernos, empresas y particulares sin intermediarios, en un intento de sustituir el mecanismo de transmisión bancaria que no está funcionando correctamente. Una estrategia consistente pero en la que, para ser plenamente coherente, el BCE se ha quedado corto a la hora de asumir riesgo de crédito privado. Lo único que le queda al BCE por probar es comprar renta variable privada en el mercado secundario, como sí han hecho en momentos de recesión y miedo a la deflación otros bancos centrales como el de Japón o de Hong Kong.

Los principales hitos de la política monetaria del BCE, tal y como aparecen en el Informe Anual del Banco de España de 2015, se presentan a continuación de modo esquemático distinguiendo cuatro líneas de actuación diferentes:

- I. Reducción de tipos de interés oficiales hasta
 - Facilidad marginal de crédito: 0,25%.
 - Operaciones principales de financiación: 0%.
 - Facilidad de depósito: -0,40%.

³ “Europe in uncharted territory”, *European Economics Quarterly*, Barclays Research, 2016. Este informe resume bien el consenso en los mercados tras el Brexit, un evento inesperado que ha actuado de catalizador de las incertidumbres y vulnerabilidades anteriores.



- II. Financiación a largo plazo al sistema bancario
 - TLTRO y TLTROII
- III. Programa de Compra de Activos (salto cualitativo en 2015):
 - CBPP3, ABSPP, PSPP, CSPP. Las características de los distintos programas se describen en el cuadro adjunto.
- IV. Orientaciones sobre el curso futuro de la política monetaria (*orientación posterior*).

	CBPP3 Programa de compra de bonos garantizados	ABSPP Programa de compra de titulización de activos	PSPP Programa de compra de valores del sector público	CSPP Programa de compra de bonos corporativos
	Deuda privada	Deuda privada	Deuda pública	Deuda privada
Tipo de valores	<i>Covered bonds</i> (del tipo de las cédulas hipotecarias en España)	Titulaciones simples y transparentes cuyo activo subyacente sean créditos al sector privado no financiero	Bonos emitidos por el Gobierno central, agencias e instituciones supranacionales situadas en la zona del euro. En diciembre de 2015 se amplía a emisiones de Administraciones Regionales y Locales de la zona del euro	Bonos corporativos no bancarios
Mercado	Primario/Secundario	Primario/Secundario	Secundario	Primario/Secundario
Anuncio/inicio	Septiembre/octubre 2014	Septiembre/diciembre 2014	Enero/marzo 2015	Marzo/junio 2016
Fin	Al menos, marzo de 2017 (extendido en diciembre de 2015, frente a la fecha inicial de septiembre de 2016)			
Volumen de compras	60 mm de euros mensuales desde marzo de 2015 hasta marzo de 2016, 80mm a partir de abril de 2016			
Política de reinversión	Los vencimientos se reinvierten por tanto tiempo como sea necesario			

Los primeros efectos de esta política monetaria extraordinaria y de su intensificación en 2015 con el programa de compra de activos pueden observarse en el gráfico 3, donde el euríbor a 12 meses cae en un año desde niveles positivos, pero muy bajos, del 0,16%, al mínimo del -0,08% alcanzado en junio del 2016. Rompe así el BCE la barrera psicológica y material de los tipos negativos en el índice de referencia más usual en las operaciones financieras, barrera que no ha roto ni parece ya que vaya a romper la Reserva Federal americana, pues el líbor en dólares a 12 meses se sitúa en +1,45%; tocó mínimos hace aproximadamente un año en el +0,8% y ha subido desde entonces (gráfico 3). Baste mencionar por ahora que tipos negativos implican que los ahorradores pagan por ahorrar, y de trasladarse a operaciones privadas significaría que los titulares de un depósito a 12 meses tendrían que pagar a su entidad bancaria por guardarles ese dinero, algo que ya sucede en algunos países nórdicos y que algunas entidades españolas consideran para sus clientes mayoristas e institucionales.



GRÁFICO 3.

Euríbor a 12 meses**Líbor del dólar a 12 meses**

Fuente: Bankia Estudios

Para hacernos una idea de la magnitud tan extraordinaria que ha supuesto esta intervención del BCE, pensemos que el balance de la autoridad monetaria supone ya el 30% del PIB de la UEM, el exceso de liquidez de las entidades financieras sobre los requisitos de reservas legales supera los 900.000 millones de euros y está por encima del alcanzado en el primer trimestre de 2012, y el saldo negativo de España en *Target* supera los 300.000 millones de euros, acercándose también a los niveles de ese trimestre de 2012, previo al acuerdo de España con el eurogrupo (gráfico 4)⁴.

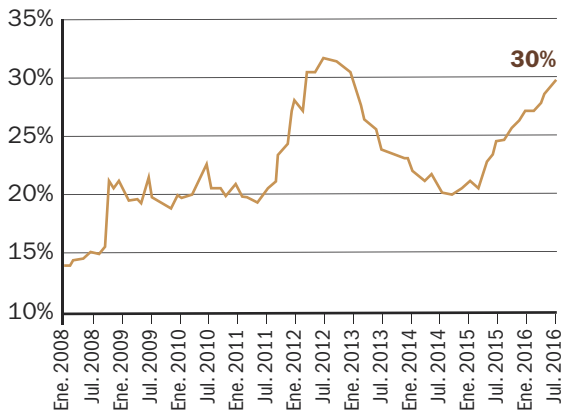
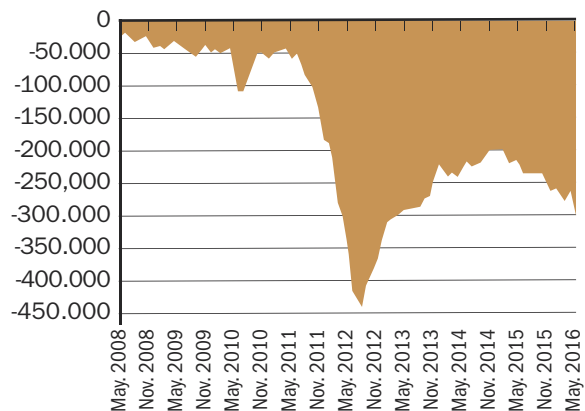
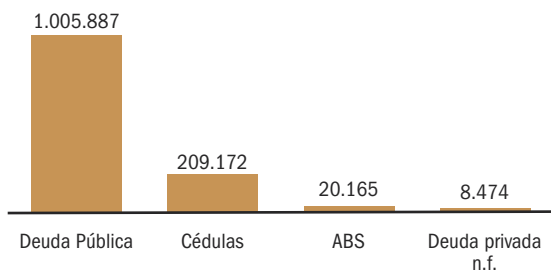
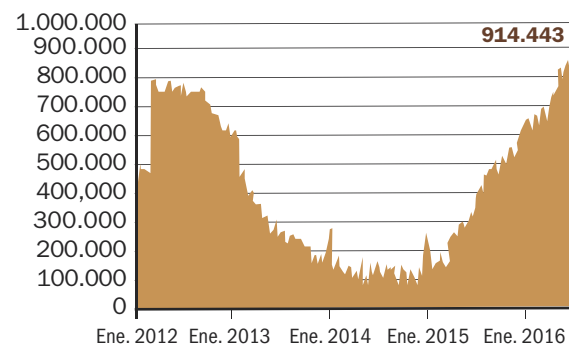
2.1. Argumentos que justifican una política monetaria de expansión cuantitativa

Una política monetaria tan heterodoxa y extraordinaria no puede haber resultado sencilla de aplicar. De hecho, desde hace años, economistas y banqueros centrales llevan discutiendo sobre los argumentos que la justifican. Sin ánimo de ser exhaustivo, cinco son las principales razones que se han aludido para ello. Sobre cada uno de esos argumentos nos detendremos brevemente.

⁴ Si bien es cierto que los niveles de exceso de liquidez y déficit en *Target* son similares a los de ese fatídico primer trimestre de 2012, la interpretación es completamente distinta. En 2012, España había perdido el acceso al mercado privado de capitales y la única fuente de financiación para empresas y sector público era el BCE. Hoy esos niveles de liquidez son reflejo de que los inversores no demandan la liquidez que el BCE pone a su disposición, pese a ser penalizados por ello.



GRÁFICO 4.

Balance s/PIB UEM**España: saldo TARGET****Volumen total comprado** (Millones de euros)**Exceso de liquidez** (Millones de euros)

Fuente: Bankia Estudios, julio 2016

I. La hipótesis del estancamiento secular

Para algunos autores, normalmente norteamericanos e inicialmente agrupados en torno a Larry Summers⁵, el mundo se encamina hacia una larga etapa de bajo crecimiento que tiene su origen en un pobre comportamiento de la productividad, en el envejecimiento demográfico, en el exceso de ahorro (*savings glut*) y última-mente en el empeoramiento de la distribución de la renta.

La hipótesis es muy atractiva para explicar el pobre comportamiento de los países de la OCDE, sobre todo las paradojas de la productividad que, a pesar de una revolución tecnológica sin parangón desde la Revolución industrial, ha registrado en EE.UU. un *output* per cápita decreciente desde los años 50 (gráfico 5), agravado en Europa por los conocidos problemas estructurales que la hacen estar

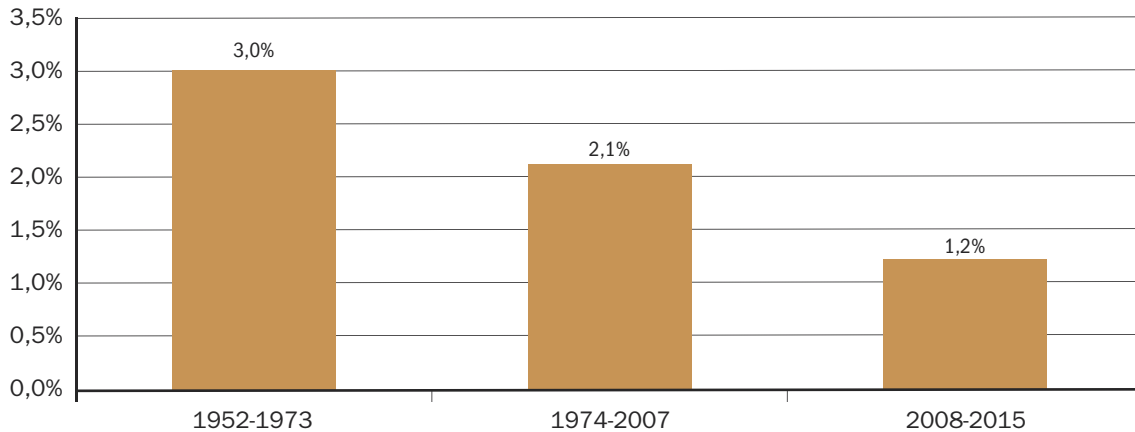
⁵ Summers, L. (2016), "The Age of Secular Stagnation: what it is and what to do about it", *Foreign Affairs*.



► **“Salvador para muchos y cómplice irresponsable para otros, el BCE ha cobrado un inmenso protagonismo ante la ausencia de otros agentes europeos”**

GRÁFICO 5.

Crecimiento medio de la productividad en EE.UU. (Producción real por hora del sector de actividad no agrícola - Todas las Personas)



Fuente: U.S. Bureau of Labor Statistics

rezagada, salvo en el sector agrario y el de la construcción (gráfico 6). Éste no es el caso en otras zonas del mundo, quizá porque la revolución tecnológica ha acabado precisamente con el privilegio excepcional de Occidente en la información y el conocimiento.

Sin embargo, hablar de exceso de ahorro en el mundo parece una exageración cuando la deuda total, pública y privada, no ha parado de aumentar desde los años 60 y es hoy todavía superior a la existente antes de la crisis financiera, como señala el *Bank for International Settlements* (BIS, por sus siglas en inglés) y tal como recogemos en el gráfico 7. Lo mismo podría decirse del envejecimiento de la población, que es un problema occidental. Estamos pues ante una tesis propia del Atlántico norte que quizá describe el atraso secular de sus respectivas economías, aunque no necesariamente una situación global⁶.

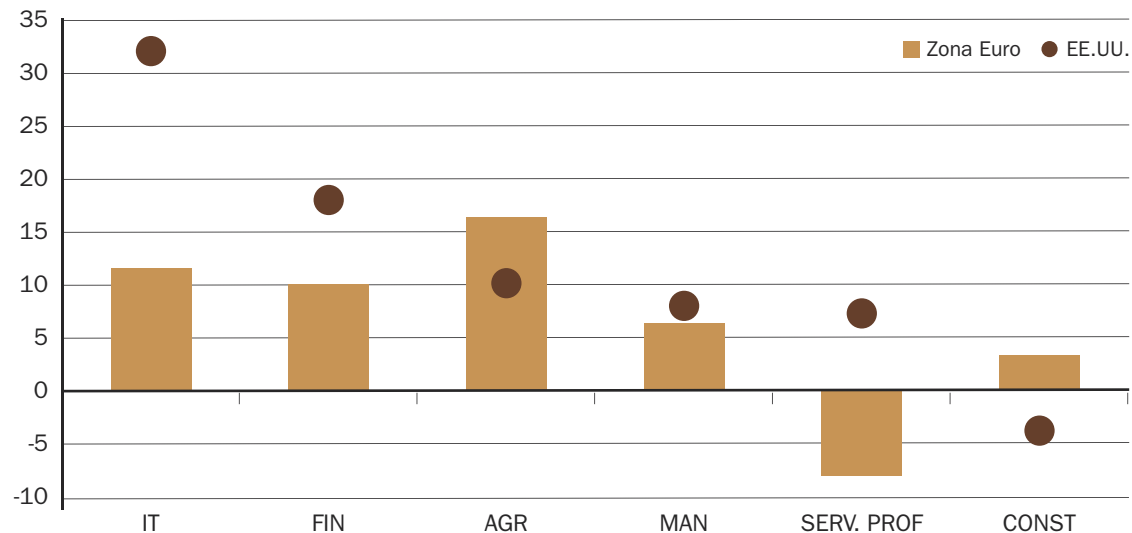
En cualquier caso, esta hipótesis del estancamiento secular se utiliza frecuentemente para justificar rendimientos extraordinariamente bajos del capital. Si la pro-

⁶ El problema de la distribución de la renta y su incidencia en el estancamiento secular y en los efectos de la política monetaria es demasiado complejo para estudiarlo aquí. El lector interesado puede remitirse al estudio *Desigualdad, Oportunidades y Sociedad de Bienestar en España* (Fundación FAES, 2015), que lo trata en profundidad y concluye que la principal causa de la desigualdad en España es el desempleo, que no es causa del mediocre crecimiento económico, sino consecuencia.



GRÁFICO 6.

Productividad por sector (2007-2014, cambio porcentual anual medio)

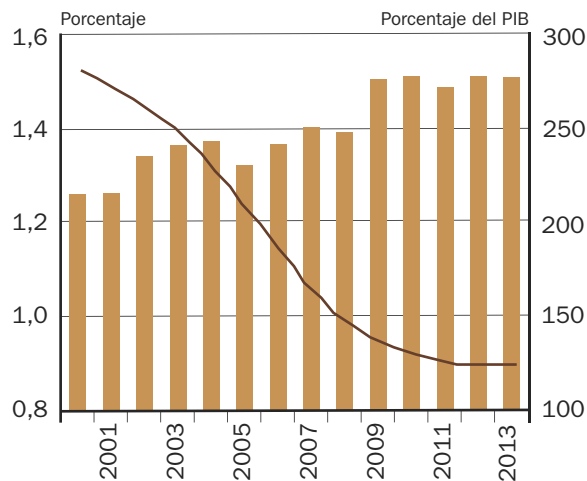


Nota: 1/Para EE.UU. se utiliza la categoría de servicios profesionales y de negocios, mientras que para los países de la Eurozona el sector son actividades profesionales, científicas y de tecnología.
Fuente: IMF, Euro Area Policies, Art. IV Staff Report, 10 de julio 2015

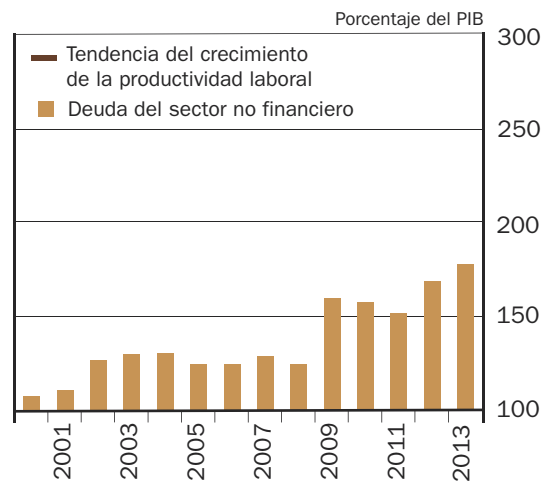
GRÁFICO 7.

Primera Transición: Hacia un modelo menos intensivo en deuda

Economías avanzadas



Economías de mercados emergentes



Fuente: J. Caruana, Stepping Out of the Shadow of the Crisis: Three Transitions for the World Economy, 2014 BPI, Junta Anual, discurso del Director General, Basilea, 29 de junio 2014



► **“Los problemas europeos son estructurales y la política monetaria por creativa que sea no podrá resolverlos”**

ductividad es baja, el rendimiento del capital, el tipo natural de interés, también. Niveles próximos a cero no son consecuencia de una política extraordinaria, sino una característica estructural de las economías desarrolladas en el nuevo normal al que la autoridad monetaria hace bien en acomodar. No obstante, podría ser que estuviéramos confundiendo el diagnóstico y que el estancamiento de la productividad fuera sólo reflejo de las rigideces estructurales de la producción y del empleo en los países desarrollados. Es decir, podríamos estar sólo ante un problema de oferta al que se intenta dar respuesta con políticas de demanda cada vez más heterodoxas. O quizá ni siquiera estemos ante un problema, sino ante la consecuencia no deseada de las preferencias sociales de comunidades ricas que no valoran el crecimiento económico, sino la estabilidad y la perpetuación de sus *statu quo*.

II. La amenaza de deflación

Las economías desarrolladas llevan años experimentando niveles de inflación demasiado bajos, claramente por debajo de su nivel objetivo. Tanto es así que muchos bancos centrales, y notablemente el BCE, han considerado oportuno revisar su mandato, o al menos la interpretación tradicional del mismo, para aclarar que su objetivo no es situar la tasa de inflación por debajo del 2% sino en torno al 2%, estableciendo algo así como un suelo deseable a la inflación. Se recoge así en el manual de la ortodoxia de las autoridades monetarias una idea que cuando fue inicialmente formulada por Dornbusch y Fischer a principios de los 90 era bastante polémica: una inflación moderada, que estimaban próxima al 5%, era deseable para engrasar la marcha de la economía y no tenía por qué generar procesos explosivos de búsqueda de rentas salariales o de cualquier otro tipo. Porque, en una vieja idea keynesiana, los precios y los salarios son *sticky*⁷, rígidos a la baja nominal, y el coste en términos de *output* perdido al reducir la inflación por debajo de ese nivel es excesivo.

Lo cierto es que lo que en los 90 era una curiosidad académica se ha convertido en una realidad en la primera década del siglo XXI. La inflación en la eurozona está en niveles extraordinariamente bajos, la armonizada lleva próxima al 0% desde 2015 y la subyacente se sitúa por debajo del 1%. No es pues de extrañar que sean muchas las voces que requieren políticas extraordinarias para situaciones extraordinarias. Surge así una fuerte presión a las autoridades monetarias

⁷ Dornbusch, R. y Fischer, S. (1991), “Moderate Inflation”, NBER Working Paper n° 3896, Cambridge.



para que alejen el fantasma de la deflación, pues sus efectos perversos y sistemáticos son de sobra conocidos, aunque desde los tiempos del patrón oro no han sido más que una curiosidad, una nota a pie de página en los libros de texto.

Sin negar que los niveles de inflación observados son especialmente bajos, conviene ser un poco cauto con las implicaciones de política económica que de ello se infiere, en parte porque es posible que estemos confundiendo deflación con un cambio en el nivel absoluto de precios. La caída de los precios de las materias primas ha sido muy notable, en especial la del petróleo y otras fuentes de energía, que se han reducido en más de la mitad durante el último año. Además, hay poderosas razones de oferta y demanda de petróleo que parecen indicar que nos encontramos ante un cambio permanente o, por lo menos, duradero. La revolución tecnológica en la oferta, la eficiencia energética en el consumo y la creciente presión medioambiental explican este cambio estructural. Según el servicio de estudios de Repsol, el petróleo explica directamente el 10% del IPC e indirectamente casi el 50%. Es posible que cuando se agote el efecto escalón sobre el nivel absoluto de precios y los cambios bruscos en los precios relativos según la intensidad energética de los bienes y servicios, la inflación vuelva a ser un problema. Por otra parte, resulta paradójico que la caída de los precios de la energía haya provocado un efecto deflacionista en los países consumidores, que son precisamente los que se benefician de una renta que antes se transfería a los productores y que ahora pueden dedicar al consumo.

Por otra parte, las causas de una inflación excesivamente baja no son evidentes. Y no necesariamente todas ellas nos llevarían a políticas monetarias expansivas. ¿Y si a pesar de la expansión monetaria y del crédito la inflación requiere de presiones salariales? La relación entre salarios e inflación (la curva de Phillips) se ha hecho mucho más tenue dada la reciente desregulación del mercado de trabajo europeo y la pérdida de poder de negociación sindical con la globalización, la tercerización y la digitalización de las economías europeas⁸. Si así fuera, la causa de la baja inflación en los países desarrollados tiene más que ver con ajustes estructurales de los mercados de trabajo a la globalización –es decir, con una tendencia a la igualación de los salarios con la productividad en economías abiertas– que con la política monetaria. Inundar el mercado de liquidez no generaría inflación, pero distorsionaría el funcionamiento del ahorro y del sistema financiero.

También es posible que la estructura demográfica tenga algo que ver con la baja inflación europea. Pero no como afirma la hipótesis del estancamiento secular –deprimiendo los tipos de interés de equilibrio–, sino al contrario: ¿y si los tipos negati-

⁸ Artus, P. (2016), *The two obstacles between Quantitative Easing and Inflation in the Eurozone*, Natixis Research.



vos de hecho aceleraran la deflación, en una economía envejecida y de rentistas? Si el rendimiento del ahorro es una fuente importante de la renta disponible de los consumidores, el consumo depende positivamente de la remuneración del ahorro. En esas condiciones, bajar los tipos de interés a niveles próximos a cero sólo serviría para deprimir aún más el consumo y prolongar la amenaza de deflación⁹.

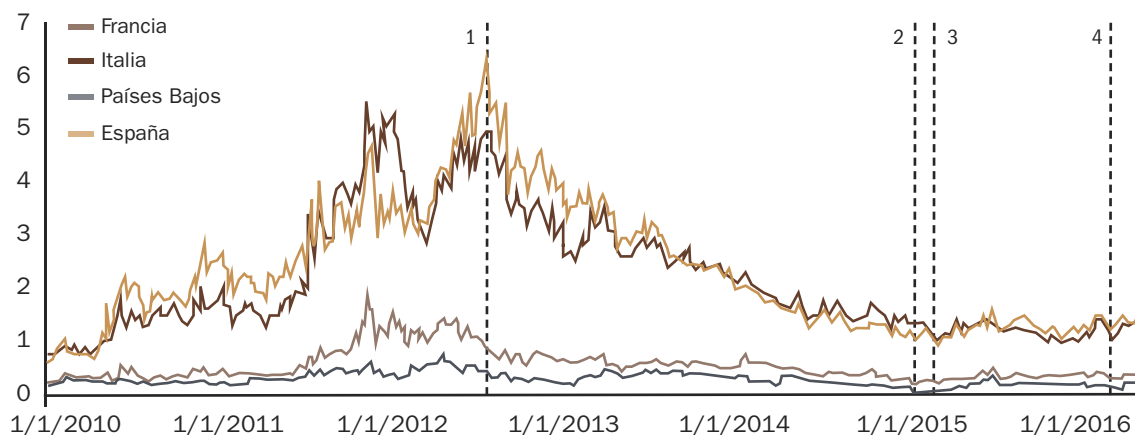
III. Reducir la fragmentación financiera en la eurozona

En el caso europeo, la política monetaria se complica aún más por las necesidades de consolidar una unión monetaria aún frágil e imperfecta. Por decirlo de manera sencilla, cuando el BCE decide intervenir en el mercado comprando deuda pública, no sólo tiene que decidir cuánto compra y a qué plazo, como la FED o cualquier otro banco central normal, sino que además debe decidir qué papel nacional adquiere, ya que no existe un activo europeo libre de riesgo con el que conducir las operaciones de intervención monetaria. Consolidar la unión monetaria y evitar la fragmentación financiera de la eurozona es la obligación del BCE. A ella responde el famoso compromiso del “*whatever it takes*”.

Es indudable que la política del BCE ha sido eficaz en reducir los niveles de fragmentación de todos los mercados financieros europeos, como se observa en el gráfico 8, referido al *spread* de los bonos soberanos, y en el gráfico 9, referido a los

GRÁFICO 8.

Diferencial de la deuda pública alemana a 10 años (%)

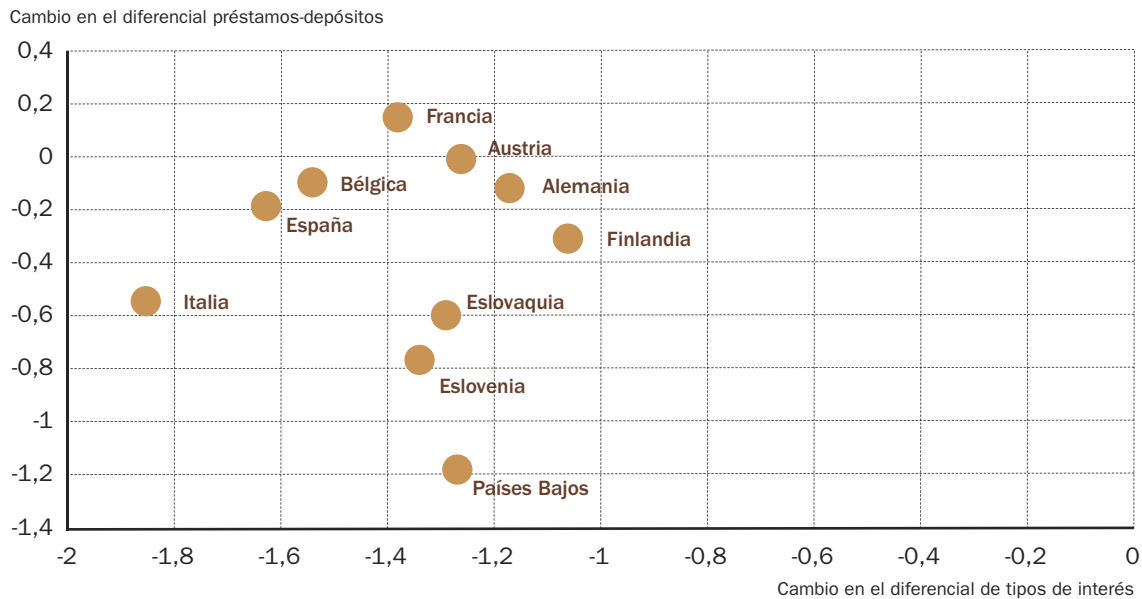


Fuente: Demertzis and Wolff, *The effectiveness of the ECB's asset purchase programme*, Bruegel Policy Contribution, 2016/10
 Notas: 1) "Whatever it takes"*; 2) Anuncio del PSPP; 3) Inicio del PSPP; 4) CSPP y expansión del PSPP* Ver notas de Figura 2.

⁹ Debe ser verdad que las malas ideas nunca mueren, porque este argumento ya se me había ocurrido hace muchos años estudiando el caso de Japón. Ver Fernando Fernández (1998), "El problema de Japón", *Revista del Instituto de Estudios Económicos*. N.º. 4, Madrid.



GRÁFICO 9.

Cambios en el diferencial de tipos de interés y en el diferencial préstamos-depósitos entre enero 2014 y abril 2016 (%)


Fuente: Papadia and Wolf (2016), *Central Banks from omnipotence to impotence*, Bruegel Blog, March 2

mercados privados de crédito. Sin embargo, no ha sido capaz de recuperar los niveles de integración anteriores a la crisis¹⁰, por lo que, en ese sentido, se puede afirmar que las secuelas han sido permanentes, en la medida en que ha reaparecido un cierto riesgo país en la eurozona, que se amplía cada vez que hay dudas sobre el compromiso de avanzar en la mutualización de la deuda bancaria y soberana.

Pero la cuestión central para juzgar la eficacia de la política monetaria actual es si ese éxito relativo se debe a los tipos cero o a avances en el proceso de unión bancaria. Y lo menos que podemos decir es que hay serias razones, teóricas y empíricas, que hacen pensar que la integración financiera depende más de la irreversibilidad del proceso de unión monetaria que del *stance* concreto de la política monetaria. Los flujos internos de capital no varían con el grado de expansión monetaria en mercados financieros integrados y consolidados como Estados Unidos o China. Aunque también es cierto que, como en los mercados domésticos de crédito, la cuantía de los diferenciales de crédito depende positivamente del nivel concreto del tipo de referencia. En definitiva, a pesar del éxito de las declaraciones del BCE y la oportuna agresividad política de algunas de sus acciones, creo

¹⁰ Díez, J.R. (2016), "Evolución de la fragmentación financiera en el año 2015", *Anuario del Euro 2015*, Fundación de Estudios Financieros y Fundación ICO, Madrid.



► **“Lo único que le queda al BCE es comprar renta variable privada en el mercado secundario, como Japón o Hong Kong en momentos de recesión y miedo a la deflación”**

sinceramente que la reducción de la fragmentación financiera es un éxito que cabe anotar en el haber de los tan denostados políticos europeos, sin cuyo compromiso la unión bancaria no sería hoy una realidad.

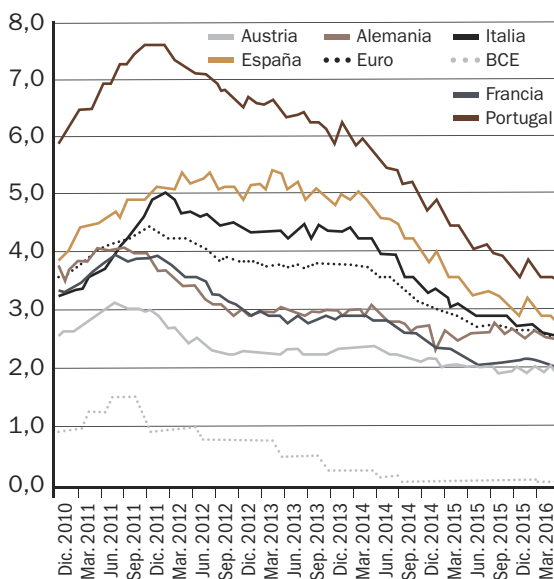
IV. Facilitar el acceso al crédito de las pymes

Otro de los argumentos que suelen aludirse a la hora de explicar los éxitos de la política monetaria no convencional es la recuperación del acceso al crédito de las pequeñas y medianas empresas europeas. Es indudable, como se observa en el gráfico 10, que la actuación del BCE ha abaratado el crédito para las pymes en todos los países de la UEM y, más importante aún, que ha disminuido los diferenciales de coste por países. Éstos han dejado de ser relevantes para las operaciones nuevas de más de un millón de euros, con la única excepción de Portugal, y poco significativos para las operaciones de menor cuantía, muy propias de las pymes. De hecho, y según los últimos datos disponibles, el coste y el acceso al crédito han dejado de ser un factor restrictivo para la inversión de las pymes españolas.

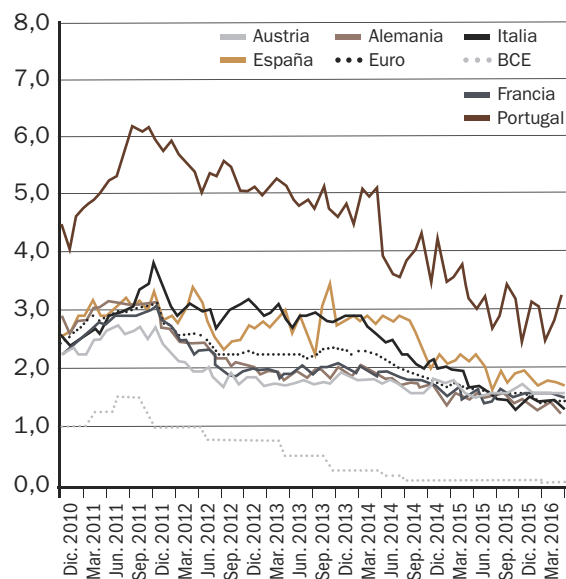
GRÁFICO 10.

Coste del crédito por países y tamaño de empresa

Empresas < 1 mill.€ TMP. Nuevas operaciones (%)



Empresas > 1 mill.€ TMP. Nuevas operaciones (%)



Fuente: BCE, informe de tipos, julio 2016 y Estudios Bankia



► **“La hipótesis del estancamiento secular se utiliza para justificar rendimientos extraordinariamente bajos del capital. Si la productividad es baja, el rendimiento del capital, el tipo natural de interés, también”**

Pero la pregunta relevante a los efectos de este artículo, y que añade algo a las consideraciones anteriores respecto al nivel de fragmentación de la eurozona, es si había (o todavía hay) un problema de falta de crédito al sector privado en las economías europeas, un debate que es bien conocido en la sociedad española y que se planteó con especial incidencia en el caso de la reestructuración bancaria. No había crédito, ¿porque los bancos lo restringían o porque el empeoramiento de las expectativas económicas había reducido considerablemente los niveles de crédito razonables y el número y calidad de los sujetos de crédito? Y en cualquier caso, si había restricciones de acceso al crédito, ¿era un problema de precios o de calidad de los balances bancarios?

Porque no cabe ignorar que tras una crisis de exceso de endeudamiento como la que han vivido España y Europa, la reducción de los niveles absolutos de crédito es no sólo esperable, sino también deseable. Salvo que consideremos los niveles previos a la crisis como razonables y sostenibles y que neguemos que hubo una burbuja de crédito. Y ello con total independencia sobre la oportunidad y conveniencia de la política del BCE. Estamos de nuevo ante la diferencia de criterio sobre el problema de diagnóstico de la crisis financiera que impregna todo este artículo.

V. Un paso previo necesario a medidas aún más extraordinarias: el *helicopter money*

Empecemos definiendo el concepto de *helicopter money*, que se ha hecho muy popular en los últimos meses. Se trata de una vieja expresión de Milton Friedman que es, en realidad, bastante simple. En síntesis, es un estímulo fiscal permanente, y que por tanto no es objeto de la objeción de la “equivalencia ricardiana”¹¹. Estímulo fiscal que puede tomar la forma de gasto público, reducciones de impuestos o pagos directos a los ciudadanos. De hecho, los programas de expansión de liquidez o *quantitative easing* (QE, por sus siglas en inglés), serían una forma de *helicopter money* (HM) si los bancos centrales se comprometieran a mantener los bonos públicos a perpetuidad, algo que todavía no ha sucedido, y remitieran los cobros de intereses y amortizaciones al Tesoro, como de hecho ya hacen con los beneficios. En su versión más burda, crear “dinero helicóptero” se reduce a dis-

¹¹ Según este teorema, los contribuyentes, plenamente informados y conscientes, anticipan que todo programa de gasto público resultará necesariamente en mayores impuestos y, por tanto, en menor renta disponible en el futuro. Neutralizarían así con más ahorro privado y menor consumo cualquier efecto expansivo del gasto público. La magnitud exacta de dicha equivalencia es cuestión de debate académico.



tribuir efectivo (*cash*) a la población de manera más o menos indiscriminada¹². Pero las cosas son un poco más complicadas cuando tenemos en cuenta los detalles y complejidades institucionales y distributivas.

Para algunos economistas, los llamados nuevos keynesianos, el único problema del HM en Europa es político: la prohibición explícita del BCE de financiar directamente a los Gobiernos. Por tanto, habría que eliminar cuanto antes esa innecesaria restricción legal, lo cual no es sencillo, puesto que implicaría modificar el Tratado de Maastricht¹³. Entre los más activos proponentes de la financiación monetaria de los déficits públicos en situaciones extraordinarias como las actuales están Adair Turner, William Buiter y Jordi Gali.

Para otros economistas, que llamaríamos eclécticos, y entre los que se encuentra el propio Bernanke, el HM puede funcionar en situaciones de deflación, aun cuando toda otra política haya fallado y aunque el país esté muy endeudado, que era y sigue siendo una de las objeciones tradicionales a esta política, que no deja de ser una redistribución intertemporal de la carga de una deuda perpetua. Pero el verdadero problema es de implementación y de estimación y calibrado de su impacto redistributivo. Es, en definitiva, un problema de economía política: ¿a quién, cuánto y cómo se le acredita el dinero en su cuenta corriente? No son preguntas sencillas y se han propuesto soluciones muy diferentes, desde utilizar el sistema vigente de imposición sobre la renta de las personas físicas como una especie de crédito fiscal por tramos, hasta una transferencia lineal a la cuenta corriente de los contribuyentes. El problema no es sólo evitar la exclusión social de algunos colectivos, los que no estén bancarizados, o consolidar las preferencias sociales redistributivas manifestadas en el IRPF, sino que la cuestión central en términos de eficacia del HM es la propensión marginal a consumir de distintos grupos sociales, lo que llevaría a difíciles cuestiones éticas, como primar a las parejas jóvenes con hijos. Aspectos todos ellos que parecen marginales o para entretenimiento de los economistas, pero que ponen de manifiesto una idea importante y normalmente ausente en el debate académico: la puesta en marcha de una política de HM no puede dejarse sólo en manos de los bancos centrales, pues tiene importantes consecuencias fiscales. Esa regla es más relevante aún en el caso del BCE por las características institucionales de la eurozona y las peculiaridades de su incompleta unión fiscal.

Por último, conviene recordar que para los monetaristas más clásicos el riesgo de inflación, es decir, de que el dinero pierda su valor, sigue siendo una realidad que aumenta exponencialmente con políticas HM. Una realidad que hoy parece

¹² Bernanke, B., "What tools does the Fed have left? Part 3: Helicopter money", Brookings Blogs, 11-4-2016.

¹³ Y me temo que también cambiar la mentalidad alemana que está detrás de esa restricción. Y hacerlo por una causa discutible, en cuanto a su eficacia y oportunidad.



oscurecida porque, como ya se ha señalado, estamos ante un *shock* de precios de la energía que ha alterado profundamente los precios relativos¹⁴.

2.2. Una descripción de los mecanismos de transmisión de una política monetaria expansiva

Una de las mejores síntesis de cómo podría influir una política monetaria heterodoxa de expansión cuantitativa la podemos encontrar en Demertzis and Wolff (2016)¹⁵. Estos autores subrayan cuatro canales de actuación, que se describen a continuación:

1. Al comprar bonos soberanos y reducir los tipos nominales de interés a largo plazo, los bancos centrales inducen a los inversores a comprar activos de más riesgo. En este sentido, que la actuación de los bancos centrales ha reducido los tipos de interés a largo a mínimos históricos es evidente. Así, por ejemplo, el bono español a 10 años ha cotizado por primera vez por debajo del 1%. Sin embargo, que esto haya despertado el apetito por el riesgo de los inversores es algo más discutible, ya que lo que estamos viendo en los mercados es una fuga hacia la calidad, hacia activos refugio, que sitúa su rendimiento en niveles negativos. O eso, o que los inversores anticipan una larga y profunda recesión y están dispuestos a todo, incluso a pagar, con tal de salvar su patrimonio.
2. Tipos de interés bajos inducen a los consumidores a aumentar su nivel de consumo, anticipando sus planes vitales, y a disminuir el ahorro. Al hacerlo, aumentan la demanda efectiva y el nivel de empleo, y también el nivel de precios, en la medida en que la oferta sea rígida o no haya capacidad ociosa. Esto será así siempre que predomine el efecto precio sobre el efecto riqueza, porque a tipos de interés muy bajos mantener su renta futura exige a los consumidores mayores niveles de ahorro. La demografía y la distribución de la población por edades se han demostrado muy importantes para calibrar la magnitud de este canal de transmisión en sociedades envejecidas y de rentistas como las europeas.
3. Los inversores también adelantan sus decisiones de inversión al abaratarse su financiación. La magnitud de este canal de transmisión nos retrotrae a la ley de Say¹⁶ y a la vieja discusión sobre la elasticidad de la inversión a su coste, el tipo

¹⁴ Una realidad que explica que con los últimos datos de la eurozona, la diferencia entre la tasa de inflación observada, o *headline* en su terminología inglesa, y la subyacente o *core* haya casi un punto porcentual.

¹⁵ Demertzis, M. y Wolff, G. (2016), *The effectiveness of the European Central Bank's Asset Purchase Programme*, Bruegel Policy Contribution.

¹⁶ Formulada por Jean Baptiste Say (1767-1832), la ley de Say es un principio económico según el cual toda oferta crea su propia demanda. Es decir, que la producción de bienes de una economía genera los ingresos suficientes para crear una demanda equivalente a esa misma producción.



► **“La inflación en la eurozona está en niveles extraordinariamente bajos, la armonizada lleva próxima al 0% desde 2015 y la subyacente se sitúa por debajo del 1%”**

de interés, y/o a la demanda final; al motivo de especulación de la demanda keynesiana de dinero *versus* la hipótesis clásica del acelerador de la inversión. En tiempos de incertidumbre, y con unos inversores preocupados por la salud del sistema financiero, con riesgos geopolíticos importantes y dudas sobre la continuidad de la globalización ante la proliferación de amenazas proteccionistas¹⁷, es posible que por muy barato que esté el dinero los inversores tengan serias dudas sobre la magnitud y resistencia de la demanda final.

4. Al aumentar la liquidez, y de no esterilizarse sus intervenciones, las políticas de QE debilitan el tipo de cambio y facilitan la recuperación económica vía exportaciones. Con independencia de la inconsistencia global de una política de esta naturaleza, por la que los Estados Unidos ya han sido duramente criticados en las economías emergentes y por las instituciones multilaterales, la cuestión en Europa es si la UEM tiene un problema de balanza de pagos o simplemente de distribución interna de los excedentes, es decir, de distribución interna del ahorro y la inversión. Parece difícil argumentar lo primero en la eurozona, con superávits externos continuos y crecientes, alimentados estructuralmente por su dependencia energética en tiempos de petróleo barato. Lo que nos llevaría, aunque no es relevante en este artículo, a plantearnos si es razonable fijar límites a la capacidad exportadora de algunos países para facilitar el ajuste de los menos competitivos, como estipula el Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos Excesivos. ¿No sería quizá más útil estudiar cómo se pueden acelerar las reformas de competitividad en los países más rezagados?

En definitiva, los canales teóricos a través de los que actúa una política de expansión cuantitativa son:

- a) El rendimiento de los bonos soberanos.
- b) El aumento del crédito, sobre todo a las pymes si el QE está bien “enfocado” (la justificación del TLTRO).
- c) El tipo de cambio, lo que plantea problemas de coordinación internacional.
- d) El reequilibrio de las carteras de los inversores hacia activos de más riesgo.

¹⁷ La última, la práctica liquidación del proyecto de tratado de libre comercio entre Estados Unidos y Europa, conocido como TTIP por sus siglas en inglés, pues a las dudas europeas se ha sumado que los dos candidatos a la presidencia americana han manifestado públicamente su oposición al mismo.



► **“Consolidar la unión monetaria y evitar la fragmentación financiera de la eurozona es la obligación del BCE. A ella responde el famoso compromiso del ‘whatever it takes’”**

2.3. Los intentos de medir los efectos del QE y de los tipos cero

Una vez establecidos los mecanismos a través de los que actuaría una política monetaria no convencional, el paso siguiente es intentar cuantificar sus efectos, medir su impacto potencial en las condiciones de la economía europea. En palabras de Mario Draghi, *event studies* del BCE muestran que sus medidas han tenido un fuerte impacto en el rendimiento de los bonos soberanos a largo plazo, efecto que se ha trasladado también al rendimiento de la deuda fija corporativa. La política de expansión cuantitativa de la autoridad monetaria europea ha afectado de manera directa al precio del crédito bancario, abaratándolo significativamente, e indirectamente a las condiciones del crédito¹⁸. Estos efectos han sido constatados y cuantificados en numerosos estudios coincidiendo en el tiempo con la adopción de los programas de compra de activos. Cosa distinta, como veremos, es establecer una relación de causalidad.

Para nuestro país, como ha afirmado recientemente el gobernador del Banco de España, se estima que el paquete de medidas de política monetaria que ha venido adoptando el Banco Central Europeo habría tenido un efecto acumulado de 1,2 puntos porcentuales de aumento en el nivel del PIB en el bienio 2015-2016 y 0,9 puntos porcentuales en el nivel de precios español. Efectos algo menores a los obtenidos para el conjunto del área del euro (1,4 puntos porcentuales de PIB y 1,1 puntos porcentuales de IPC)¹⁹.

El Informe Anual del Banco de España analiza también los efectos heterogéneos de las medidas de política monetaria y observa que éstas se han traducido en una relajación de las condiciones financieras que resulta mayor en los países periféricos que en los “centrales”. Así, por ejemplo, y medido en términos de los tipos de interés de la deuda a 10 años, el Banco de España atribuye un efecto de unos 35 puntos básicos en el caso de Alemania, frente a unos 140 puntos básicos en el caso de España e Italia, lo que resalta intuitivamente el carácter del QE como asegurador de mercado y garantía de comprador. Y ello a pesar de las rígidas reglas de compra de activos que ha seguido escrupulosamente el BCE y que de alguna manera correlacionan la cuantía de la intervención con bonos públicos al tamaño del PIB nacional.

¹⁸ Altavilla, C., Carboni, G. y Motto, R. (2015), *Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area*, ECB Working Paper n.º. 1864.

¹⁹ Anuario del Banco de España 2015, *El efecto de las políticas monetarias del BCE en el pasado reciente*.



Sin embargo, este mayor efecto sobre los tipos no se ha traducido en un mayor impacto sobre el crecimiento o la inflación, sino todo lo contrario, como acabamos de ver. La razón puede estar en los llamados problemas de acceso al mercado, en la existencia durante la crisis de cuellos de botella en el mecanismo de transmisión en los países sometidos a tensiones financieras. Dificultades de acceso que, en última instancia, se justifican con mayores niveles de endeudamiento, sistemas bancarios más frágiles o la propia fragmentación del sistema financiero en el área del euro. En mi opinión, la lección a aprender de estos acontecimientos, utilizando una terminología acuñada en la literatura económica de las crisis de países emergentes, es que la política no convencional ha contribuido a evitar los problemas de coste de financiación, pero no puede con los episodios de sequía de capitales (*capital droughts*), porque estos reflejan errores e imperfecciones en el diseño de la Unión Monetaria Europea.

Los resultados cuantitativos no son, sin embargo, plenamente concluyentes y algunos estudios de organismos no oficiales obtienen efectos algo distintos. Así, para estos²⁰, Alemania es el país que más se habría beneficiado del QE en lo que se refiere al aumento de la inflación subyacente, y España en términos de crecimiento del PIB. Lo primero es una cuestión de tamaño de mercado, y lo segundo se debe al éxito de la reestructuración del sistema financiero y al hecho de que las familias españolas son las más endeudadas a tipos variables indexados al euríbor a corto plazo, y son, por lo tanto, las que han experimentado un mayor alivio de deuda, pudiendo así dedicar mayor parte de su renta disponible a aumentar el consumo. Curiosamente, esta sensibilidad a los tipos de interés presenta otra cara muy diferente desde el punto de vista de los márgenes financieros de las entidades bancarias, como luego comentaremos al referirnos a la política regulatoria y a los resultados de las pruebas de estrés.

Una evaluación muy diferente es la ofrecida por el BIS. En palabras de su director de Estudios, Claudio Borio, “hay amplia evidencia de que las políticas heterodoxas de los bancos centrales han tenido éxito en afectar a las condiciones de financiación, aunque su impacto final sobre la producción y el empleo es más difícil de precisar; el balance coste-beneficio se deteriora con el tiempo de vigen-

► **“Para los llamados nuevos keynesianos, el único problema del estímulo fiscal permanente en Europa es político: la prohibición explícita del BCE de financiar directamente a los gobiernos”**

²⁰ Barclays Research, 2016, op. cit., que también subraya que este efecto expansivo ha sido sin duda potenciado por la reestructuración del sistema bancario español.



cia y deben considerarse medidas excepcionales para ser usadas en circunstancias muy específicas. Que sea o haya sido así es en el mejor de los casos dudoso²¹". El BIS, que parte de un diagnóstico muy diferente de la crisis como un problema de sobreendeudamiento y no de falta de demanda, es también mucho más escéptico respecto a los efectos de las políticas no convencionales. Fundamentalmente, lo es porque no puede demostrarse la existencia de causalidad y porque subraya la presencia de efectos colaterales muy negativos que los estudios de las autoridades monetarias nacionales o europeas no suelen tener en consideración, o no al menos con la importancia debida.

Porque el problema de todas las estimaciones anteriores sobre el efecto de las políticas monetarias no convencionales es que, a pesar de las técnicas econométricas utilizadas, es muy difícil o prácticamente imposible construir un contrafactual en las cambiantes condiciones económicas de la Unión Monetaria Europea, sometida a profundos cambios institucionales. ¿Cuánto hubiera crecido la eurozona sólo con el efecto de términos de intercambio del precio del petróleo y los avances en la unión bancaria tras el discurso del *whatever it takes*?, ¿cuánto si se hubiera avanzado definitivamente en la mutualización de la deuda bancaria con un Esquema integrado de Garantía de Depósitos y un Mecanismo de Resolución creíble y con capacidad de endeudamiento propia?, ¿cuánto si hubiera un fiscal *backstop* creíble, apoyado en una unión fiscal con un Tesoro común, un activo europeo libre de riesgo y con competencias de estabilización económica centralizada? Porque, además, esos avances institucionales hacia la normalización de la eurozona hubieran evitado perversos daños colaterales sobre el sistema financiero y el multiplicador bancario.

2.4. Principales riesgos de una expansión monetaria ilimitada y persistente

El gobernador del Banco de España ha reconocido los “potenciales efectos colaterales indeseados²²” que las políticas no convencionales del BCE podrían generar sobre la estabilidad financiera, tales como la sobrevaloración de determinados ac-

► **“Para los economistas eclécticos, las políticas de expansión de liquidez pueden funcionar en situaciones de deflación, aun cuando toda otra política haya fallado y el país esté muy endeudado”**

²¹ Borio, C. y Zabai, A. (2016), *Unconventional monetary policies: a re-appraisal*, BIS Working Paper nº. 570, Monetary and Economic Department.

²² “Linde cifra en 1,4 puntos del PIB el efecto en España de la política monetaria del BCE”, *Expansión*, 6-7-2016.



► **“Para los monetaristas más clásicos el riesgo de inflación, de que el dinero pierda su valor, sigue siendo una realidad que aumenta exponencialmente con las políticas de estímulo fiscal permanente”**

tivos o la presión a la baja sobre la rentabilidad del sector bancario. En este sentido, Luis María Linde ha afirmado recientemente que conviene realizar un seguimiento específico de los segmentos en riesgo activando, si fuera necesario, medidas macroprudenciales. Una declaración que parece un adecuado comienzo para interrogarse sobre la importancia e intensidad de estos efectos colaterales.

Esos efectos perversos son precisamente la debilidad de la permanencia de las políticas no convencionales, como subrayan los principales analistas. El primer problema, el más fundamental del QE, es que estemos ante un error de diagnóstico, es decir, que pese a las afirmaciones del BCE y del FMI no se trate tanto de una crisis de demanda –contra la que hay que activar todas las palancas de gestión para producir una expansión fiscal y monetaria–, sino ante una crisis de balance²³, como argumenta sistemáticamente el BIS y se visualiza en el ya comentado gráfico 7. No es tanto que la demanda mundial se haya resentido estructuralmente, sino que se ha desplazado hacia otras áreas del mundo. Se trataría más bien de una crisis de globalización, consecuencia directa de lo que en Asia llaman “el fin de la excepcionalidad occidental”, y contra la que políticas convencionales de demanda no son ni pueden ser efectivas.

El corolario de este tipo de crisis de balance, de exceso de endeudamiento, es que los períodos de expansión financiera exuberante, por utilizar la olvidada frase de Greenspan, dejan inevitables y duraderas secuelas en la economía real. Por eso llama poderosamente la atención la afirmación de Mario Draghi de que las políticas no convencionales son particularmente efectivas en momentos de incertidumbre o fragmentación financiera²⁴.

Es un hecho establecido que la política de tipos de interés excepcionalmente bajos supone una forma de represión financiera, de transferir el coste de la crisis a los ahorradores, una manera sofisticada de reestructuración encubierta y silenciosa de la deuda, algo así como el reajuste o readaptación de un crédito para evi-

²³ Caruana, J. (2014), *Stepping out of the shadow of the crisis: Three transitions for the world economy*, discurso de apertura de la Asamblea anual del Banco Internacional de Pagos, Basilea.

²⁴ Draghi, N. (2016), “unconventional monetary policy can be effective in any circumstances, but particularly so when risk premia have risen due to market fragmentation or unwarranted uncertainties”, *Delivering a symmetric mandate with asymmetric tools: monetary policy in a context of low interest rates*, discurso pronunciado con motivo de la celebración del 200 Aniversario del Oesterrichische Nationalbank, Viena.



► **“La política de expansión cuantitativa ha afectado de manera directa al precio del crédito bancario, abaratándolo significativamente, e indirectamente a sus condiciones”**

tar que entre en mora, uno de los mecanismos tradicionales para lidiar con las crisis de sobreendeudamiento, particularmente útiles en el caso de tipos de cambio fijos²⁵. Pero es igualmente conocido, y subrayado por esos mismos autores en su artículo original, que la represión financiera genera aún más distorsiones en la asignación eficiente de recursos porque supone una pérdida del binomio riesgo-rentabilidad como criterio de inversión. Porque más allá del alivio inicial, ¿es razonable que haya deuda suiza a 50 años a tipos negativos, que Alemania se financie a 10 años también a tipos negativos o que algunas grandes empresas del IBEX-35 estén obteniendo recursos a tipos próximos a cero?. Si así fuera, estas empresas podrían aumentar indefinidamente su nivel de endeudamiento. En el estado actual de los mercados, parecería que los bonistas les están diciendo que sí, pero esa no es la opinión de los analistas que castigan la cotización de empresas que consideran excesivamente endeudadas, pese a que el coste actual sea mínimo y fácilmente soportable.

Adicionalmente, y con independencia de que la tesis del estancamiento secular no justifica considerar los tipos próximos a cero como de equilibrio, quizás ese estancamiento tenga causas menos remotas, ya que los períodos de explosión del crédito tienden a minar el crecimiento de la productividad de los factores al desplazar su uso hacia sectores menos productivos o competitivos. Al actuar así, como una especie de enfermedad holandesa, generan burbujas de crecimiento con baja productividad que acaban explotando con virulencia, como han descubierto algunos países del sur de Europa y conocían bien las economías emergentes. El problema es que la represión financiera alarga innecesariamente el proceso de ajuste²⁶ al abaratar el coste de mantenimiento de los excesos de deuda y mala asignación de recursos.

Las políticas no convencionales generan previsibles efectos perversos en términos de la voluntad de reformas. Como señala la OCDE en su último informe, el llamado *reform momentum* ha disminuido claramente en Europa, en particular en aquellos países que más se han beneficiado de esta política monetaria al haber participado en programas de rescate de la Troika²⁷. Un resultado que no debería

²⁵ Reinhart y Rogoff (2009). “The aftermath of financial crisis”, NBER Working Paper n°. 14656.

²⁶ Fernández, F. (2015), *El BCE y los límites de la política monetaria*, ICE. N°. 883.

²⁷ OECD, *Economic Policy Reforms Going for Growth*, 2015.



sorprendernos y que no es necesario atribuir a complejos fenómenos de economía política como la “fatiga del ajuste”, sino a algo mucho más clásico, pura ilusión monetaria. Si la deuda es sostenible y no cuesta mantenerla, ¿por qué reducirla? Proliferan así, como era previsible, movimientos populistas que propugnan crecimientos adicionales de la deuda pública o la inocuidad de los fenómenos de impago.

Parece evidente que, al asegurar un comprador y garantizar de facto el coste mínimo a los bonos soberanos, la política del BCE con su programa de compra de activos públicos quita presión para la consolidación fiscal. Alivio político que se añade a las llamadas a reconsiderar el pulso fiscal y las propias reglas fiscales de la Unión Monetaria. Permítanme unos breves comentarios sobre un tema central que no es objeto de discusión en este artículo, pero que incide sin duda en los debates sobre las políticas no convencionales. Parecería más racional, y menos distorsionador, que si las reglas fiscales se consideran mal diseñadas²⁸ se procediera a cambiarlas, pero no parece muy tranquilizador que se utilice la política monetaria para compensar defectos de diseño fiscal, o que se proponga su irrelevancia e incumplimiento ante la imposibilidad política de cambiarlas, porque constituyen el núcleo duro del acuerdo social constituyente de la Unión Monetaria.

Asimismo, si el objetivo es que la UEM pueda hacer política fiscal expansiva como tal Unión, porque la posición fiscal agregada y consolidada se considera cómoda y con suficiente margen, se trataría de dotar de un presupuesto de Estabilización a la eurozona y/o de convertir al Mecanismo Europeo de Estabilidad en el embrión del Tesoro Europeo. Pero ese objetivo no justifica utilizar la política monetaria como un instrumento fiscal encubierto, ya que sólo deteriora aún más la credibilidad de la UEM y la solvencia del sistema financiero.

La política de represión financiera supone un subsidio al endeudamiento y una transferencia silenciosa de los ahorradores a los deudores. Si en cualquier país esto es siempre controvertido, es evidente que en la eurozona tiene ineludibles connotaciones geográficas y políticas adicionales. El auge de ciertos movimientos ultranacionalistas no es ajeno a estas sensibilidades, aunque los hechos no son

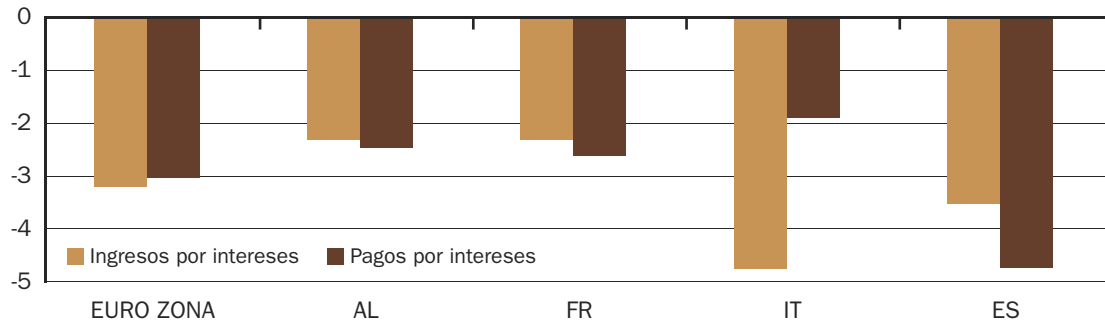
► **“La política no convencional ha contribuido a evitar problemas de coste de financiación, pero no episodios de sequía de capitales, reflejo de errores e imperfecciones de la UME”**

²⁸ No es éste el sitio para discutir sobre la gobernanza fiscal europea, pero el lector interesado puede remitirse al citado *Anuario 2015 del Euro*, donde se presenta un tratamiento extenso de este asunto central para la sostenibilidad de la eurozona.



GRÁFICO 11.

Pagos/ingresos por intereses de los hogares T3 2008 - T4 2015 (Cambios como un porcentaje de la renta bruta disponible, puntos porcentuales)



Fuente: ECB, Economic Bulletin, Issue 4/2016, Box 3

tan obvios como algunos populistas pretenden hacernos creer, en la medida en que dependen mucho de la estructura de la riqueza de las familias y de la cultura y las prácticas de ahorro. Así, y de forma sorprendente para muchos demagogos, Italia es uno de los países más perjudicados por esta represión financiera al ser sus familias grandes tenedoras de activos bancarios (depósitos o deuda senior)²⁹, tal como se observa en el gráfico 11. España es, sin embargo, una clara beneficiaria de esta política, ya que los pagos de intereses de las familias por sus créditos son superiores a sus ingresos por su ahorro en depósitos bancarios.

Pero no cabe poner en duda que la permanencia en el tiempo de este castigo a los ahorradores pone en riesgo no sólo la estabilidad a largo plazo de la UEM, sino también su propia supervivencia. La oposición frontal de Alemania al QE se justifica en este punto, aunque su efecto neto no sea tan evidente en el gráfico anterior. Lo cierto es que hasta los principales defensores de la unión monetaria en Alemania, como el propio Deutsche Bank, se muestran crecientemente críticos con siete años de políticas no convencionales que amenazan la estabilidad a largo plazo de la eurozona³⁰. Ignorar estas voces críticas y los fundamentos económicos en los que se apoyan sería de una miopía política y económica imperdonable, pues sería tanto como ignorar el pacto constituyente que dio lugar al nacimiento del euro.

²⁹ ECB, *Low interest rates and households' net interest income*, Economic Bulletin, Issue 4/2016, Box 3.

³⁰ Folkerts-Landau, D. (2016), "After seven years of ever-looser monetary policy there is increasing evidence that following the current dogma, broad-based quantitative easing and negative interest rates, risks the long-term stability of the Eurozone", en *The ECB must change course*, dbStandpunkt, Deutsche Bank Research. Este trabajo sintetiza con toda crudeza la posición no sólo de muchos economistas alemanes, sino también la de gran parte de su comunidad financiera y de sus *policy makers*.



► **“El primer problema del *quantitative easing* es que estemos ante un error de diagnóstico, es decir, que no se trate tanto de una crisis de demanda sino de una crisis de balance”**

Tampoco deberían ignorarse los efectos negativos que las políticas no convencionales tienen sobre la rentabilidad y la solvencia del sistema financiero, si bien es cierto que en la medida en que haya podido contribuir a la recuperación del crecimiento económico y del empleo, la política monetaria ha mejorado la salud de los deudores bancarios y, por tanto, de las cuentas bancarias, al permitir la disminución de los ratios de morosidad. Pero quizá sus efectos se han agotado ya, o podrían haberse conseguido con políticas regulatorias menos agresivas y procíclicas, como luego veremos. Además, de prolongarse en exceso las políticas no convencionales, podrían llegar a ocasionar daños duraderos en el sector financiero³¹. En concreto, en un escenario de tipos próximos a cero: (i) la búsqueda de rentabilidades, aunque sean mínimas, lleva a mayores niveles de riesgo y puede dar lugar a burbujas de activos en mercados concretos³²; (ii) se daña la rentabilidad de las entidades, al hacer menos rentable la transformación de plazos, un negocio *core* de cualquier banco; (iii) se permite que los bancos más débiles distribuyan beneficios a sus accionistas en vez de retenerlos para ampliar sus insuficientes niveles de capital³³, lo que genera oportunidades indeseadas de arbitraje regulatorio; (iv) y se acelera la desintermediación bancaria, con el consiguiente riesgo para los clientes y para el contribuyente, en la medida en que sólo responda a incentivos regulatorios o políticos y no al movimiento natural de las instituciones y los consumidores de productos financieros.

En definitiva, y como señala el FMI en un trabajo reciente, la política de tipos de interés cero o negativos afecta negativamente a la rentabilidad de los bancos. Llega un momento en que el efecto negativo de los tipos sobre el margen “supera los beneficios derivados de mayores valoraciones de activos y la fortaleza de la demanda agregada³⁴”. La eurozona puede haber alcanzado ya ese punto y merece la pena considerar las opciones de salida y estudiar estrategias alternativas para estimular el crecimiento económico y consolidar la unión monetaria.

³¹ BaFin President (2016), *Low interest rates put strain on financial sector*, BaFin.

³² Un buen ejemplo de estas burbujas puede quizá ser la venta de LinkedIn por 23.000 millones de dólares sin haber generado nunca *cash flow* positivo.

³³ Song Shin, H. (2016), *Bank capital and monetary transmission*, BIS.

³⁴ Jobst, A. y Lin, H. (2016), “Negative Interest Rates Policy (NIRP): Implications for Monetary Transmission and Bank Profitability in the Euro Area”, IMF WP16/172.



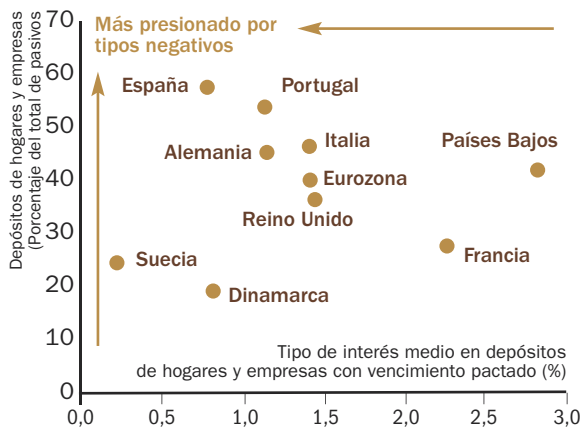
El BCE se defiende públicamente de estos ataques resaltando que no está entre sus competencias defender los márgenes o la rentabilidad de la banca y que, en cualquier caso, esa vulnerabilidad no es generalizada sino que depende de las estructuras y prácticas bancarias nacionales, un argumento que no parece convencer a analistas e inversores en bancos, especialmente a los europeos, si observamos la evolución de sus cotizaciones (gráfico 2). Sin embargo, es cierto que la vulnerabilidad de los diferentes sistemas bancarios nacionales a los tipos de interés cero no es lineal ni homogénea y depende, según el Fondo Monetario Internacional³⁵, de:

1. La sensibilidad de activos y pasivos a los tipos cero (gráfico 12), lo que beneficiaría a aquellos sistemas más rígidos o más opacos en trasladar a los clientes bancarios las condiciones prevalecientes en los mercados mayoristas.
2. La capacidad para generar ingresos alternativos al margen financiero. Subraya el FMI el potencial del cobro por servicios prestados, el aumento de las comisiones, en lo que parece una sugerencia o una velada preferencia hacia un modelo de banca como servicio público regulado, una *utility*.

GRÁFICO 12.

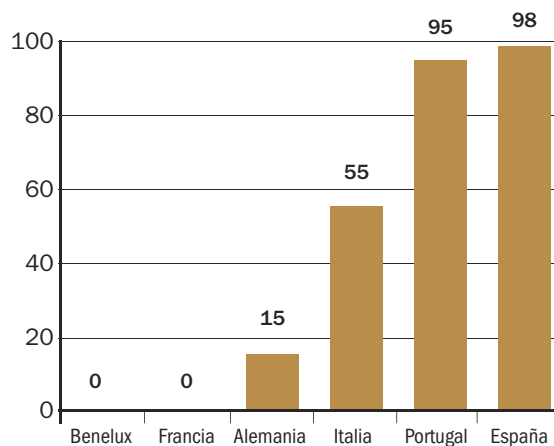
Los tipos bajos continuados podrían ejercer presión sobre otras instituciones financieras...

Depósitos de hogares y empresas como proporción del total de pasivos de instituciones financieras monetarias y tipos de interés aplicados a depósitos con vencimiento pactado, enero 2016



Los bancos con una gran proporción de hipotecas a precio de tipos de referencia no pueden subir los tipos hipotecarios...

Tracker de préstamos hipotecarios (Porcentaje de total de hipotecas)



Fuente: IMF, *Global Financial Stability Report*, Abril 2016

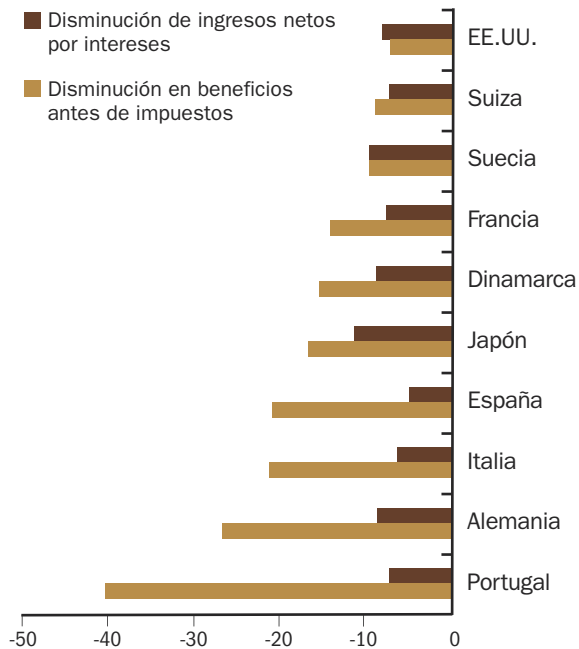
³⁵ IMF, *Global Financial Stability Report*, Abril, 2016.



GRÁFICO 13.

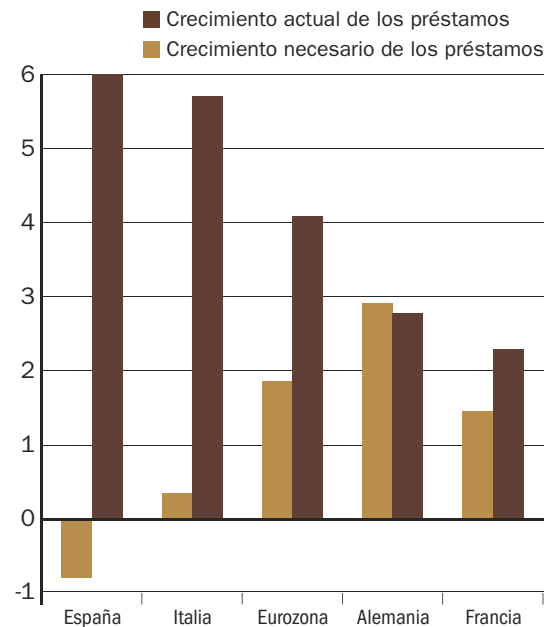
La disminución de los márgenes netos de intereses perjudicará con más fuerza a los beneficios de los bancos europeos

Impacto de una disminución de 10 puntos básicos en el margen neto de intereses



Para compensar la pérdida de ingresos por intereses sería necesario un crecimiento sustancial de los préstamos

Eurozona: Crecimiento anual de los préstamos necesario para compensar la disminución del margen neto de intereses actual, Fin-2015 (% de cambio interanual)



Fuente: IMF, *Global Financial Stability Report*, Abril 2016

3. Los márgenes de intermediación de partida (gráfico 13). Se apunta así a sistemas como el español, donde los créditos, incluidos los hipotecarios, están abrumadoramente indexados al corto plazo y donde la financiación es muy dependiente de los depósitos minoristas. Este último aspecto, por otra parte, parecería entrar en flagrante contradicción con las lecciones de la crisis, pues ha sido precisamente la financiación minorista vía depósitos una de las fortalezas de los bancos comerciales tradicionales.

4. El modelo de negocio de cada banco, un tema muy recurrente tanto en el mundo académico como en el de los banqueros centrales, hasta el punto que el Sistema Único de Supervisión (SSM, por sus siglas en inglés) lo ha convertido en uno de los aspectos centrales de su sistema regular de supervisión, conocido como *Supervisory Review and Evaluation Process* (SREP, por sus siglas en inglés) en la jerga bancaria³⁶.

³⁶ Nouy, D. (2016) "Risks and resilience - the European banking sector in 2016", discurso pronunciado en el *Bank Capital Forum*, Londres.



► **“La política de tipos de interés excepcionalmente bajos supone una forma de represión financiera, de transferir el coste de la crisis a los ahorradores, y termina por afectar a la rentabilidad de los bancos”**

El tema del modelo de negocio de la banca merece una pequeña digresión, pues se ha convertido en mantra de todo regulador, supervisor o simple analista bancario. La primera reflexión es de puro escepticismo. Recuerda demasiado a los políticos hablando del modelo de crecimiento económico y suscita la vieja cuestión de los políticos o reguladores convertidos en empresarios o banqueros. La evidencia empírica sobre los bancos públicos es concluyente, con resultados nefastos y en España hemos tenido varias experiencias recientes.

Sería de agradecer, en cualquier caso, que sus proponentes aclarasen en qué consiste ese nuevo modelo de negocios más sostenible con tipos cero, porque pueden estar pensando en un modelo de banca como una *utility*, lo que implicaría que las entidades financieras cobrarían una comisión por los distintos servicios que prestan. Comisión que vendría fijada por el coste efectivo de dichos servicios y que requeriría que el regulador garantizase una rentabilidad atractiva para el inversor en bancos. Parece sugerente, pero en la práctica supondría retroceder siglos en el desarrollo bancario y volver a modelos medievales en los que el ahorrador pagaría por depositar su riqueza en un activo seguro y regulado (los depósitos bancarios) y asumiría el riesgo de mercado al depositar su riqueza mayoritariamente en activos no asegurados. No está nada claro que si el ahorrador es sofisticado y busca rentabilidad y no sólo preservar su capital, la estabilidad financiera global mejore nada³⁷.

Finalmente, cabría preguntarse si el reciente episodio de inestabilidad de la banca italiana ha cambiado la perspectiva mayoritaria sobre el balance de riesgos de la política de tipos cero, pues parecería que muchos reguladores nacionales seguían confiando en el crecimiento para solucionar con el tiempo los problemas de sus sectores bancarios. Pero el citado informe del FMI debería haber servido de contraste de realidad sobre estas ilusiones, ya que el crecimiento del crédito necesario con tipos cero debe ser extraordinariamente fuerte para permitir restablecer los márgenes de intermediación de la banca y hacer posible la dilución de la cartera pesada de algunas entidades.

³⁷ De hecho, versiones más o menos extremas de bancos puros, de lo que se conoce como *narrow banking* en la literatura profesional, ya fueron discutidas y rechazadas por buenas razones en las primeras reformas regulatorias operadas tras la crisis y defendidas en las discusiones de la ley Dodd-Frank en Estados Unidos o en el informe Vickers británico.



3. La regulación prudencial

3.1. Objetivos básicos

La política de regulación y supervisión financiera ha sido utilizada intensamente tras la crisis financiera internacional. De hecho así se hizo constar expresamente en la primera reunión del G-20 para coordinar las políticas económicas tras la caída de Lehman Brothers, en momentos de 2008 en los que se trataba de evitar que una recesión que ya parecía inevitable se transformase en la gran depresión. Es corriente aludir a los excesos de la desregulación como causantes de la crisis, y más aún culpar al liberalismo como ideología dominante de esos errores. Pero lo cierto es que el sector financiero nunca ha estado desregulado, como por otra parte sería impensable que sucediera. Y que estos supuestos excesos del liberalismo sucedieron bajo gobiernos demócratas en Estados Unidos, bajo la administración Clinton y con Larry Summers de máximo ideólogo de la política económica, y con gobiernos socialdemócratas en Europa.

Más cierto es que esa llamada desregulación se produjo como confluencia de una serie de avances técnicos, tecnológicos y políticos difícilmente repetibles. Entre los primeros sin duda la innovación financiera que se produce tras grandes mejoras científicas en el conocimiento para poner precio a la incertidumbre y que permitió la explosión de productos derivados cada vez más complejos. Es cierto que hubo una especie de siglo de las luces en las finanzas a finales de los noventa, una especie de fijación con modelos matemáticos y estadísticos que todo lo medían. Y que resultaron en un gran fiasco pues los modelos nunca pueden ser mejores que los datos que los soportan. Hubo también espectaculares avances tecnológicos que multiplicaron exponencialmente la velocidad de cálculo y, lo que es más importante, abarataron su precio y democratizaron su acceso de forma que la negociación financiera experimentó un auge brutal. Y hubo también unas circunstancias políticas irrepetibles, como consecuencia de la caída del comunismo como alternativa viable y de la globalización que sacó de la miseria a millones de seres humanos y creó un nuevo mercado financiero global y unos flujos de capitales sin precedentes entre distintas zonas del mundo. Es demasiado fácil olvidarse de todo ello cuando se culpa a la desregulación de todos los males del sistema.

En cualquier caso, los objetivos de la regulación financiera permanecen prácticamente inmutables y son plenamente aceptados universalmente³⁸. Aunque las políticas concretas a las que dan lugar han experimentado en estos últimos años un activismo regulatorio probablemente excesivo. El primer objetivo de la regula-

³⁸ Davies, H. y Green, D (2009), *Global Financial Regulation: An essential guide*, Polity Press.



ción siempre ha sido la propia estabilidad del sistema financiero y de la economía. Si bien es cierto que la interpretación del mismo ha cambiado sustancialmente y hoy se entiende no sólo como la estabilidad de las entidades financieras individuales, regulación microprudencial, sino también y sobre todo del sistema financiero como un todo, regulación macroprudencial. Es precisamente en este último apartado en el que más se ha innovado y regulado tras la crisis, hasta el punto de crear *ex novo* instituciones públicas con ese objetivo específico, como la Junta Europea de Riesgo Sistémico. Pero quizás la gran novedad está en la interpretación y consiguiente regulación de los efectos que la estabilidad del sistema financiero tiene sobre la estabilidad económica en general. Los costes de la crisis en términos de *output* perdido y de desempleo generado han sido tan altos que han llegado a ser política y socialmente inaceptables, provocando reacciones regulatorias no siempre suficiente razonadas³⁹.

El segundo objetivo tradicional de la regulación financiera ha sido siempre la protección del cliente minorista. La evidente asimetría de información entre las partes contratantes en el negocio financiero está perfectamente documentada en los manuales clásicos y justifica esta política regulatoria. Es evidente también que el sistema financiero cometió excesos imperdonables en el período de auge y es hoy víctima de su propia reputación. Excesos que no cabe confundir necesariamente con actos ilegales o penalmente punibles, pues hubo errores de juicio evidentes a los que no fueron tampoco ajenos muchos reguladores nacionales o internacionales. Y tampoco debe olvidarse que en política económica frecuentemente el exceso de protección se vuelve contra el protegido, como sabemos bien en el mercado laboral o el comercio internacional⁴⁰. Las recientes dificultades de la Unión Europea para aprobar la directiva de mercado conocida como MIFID 2, y el anunciado retraso en su puesta en práctica tras abrirse un período de consulta con la industria, son una buena prueba de las dificultades inherentes en estas decisiones que se escapan de un análisis simplista y presuntamente moral.

La crisis ha traído una importancia creciente de la regulación y supervisión de conducta en todas las jurisdicciones financieras bajo esquemas institucionales poco claros y sobre los que no existe un modelo de consenso internacional, pues

³⁹ Exigir simultáneamente a las entidades financieras más solvencia, más y mejor capital, y más crédito, más riesgo, en un momento bajista del ciclo parece un buen ejemplo de esa inconsistencia.

⁴⁰ Un cierto activismo judicial puede agravar el problema, pues cabe poca duda de que algunas sentencias ejemplificadoras, por ejemplo en España, relacionadas con las cláusulas suelo o con la comercialización de productos híbridos son difícilmente justificables, más allá de la indignación popular ante los excesos de la banca, y tendrán consecuencias negativas sobre el mercado hipotecario, el coste del crédito y la facilidad de acceso a la vivienda y a los productos de inversión de alta rentabilidad. Véase al respecto la magnífica introducción de Manuel Conthe (2015), publicada antes en su blog, *El sueño de Jardiel*, con el sugerente título de “El Tour y las cláusulas suelo”.



► **“Un modelo de banca como servicio público regulado, una *utility*, implicaría cobrar una comisión por sus distintos servicios. En la práctica supondría retroceder siglos en el desarrollo bancario”**

van desde los que han reforzado la autoridad de su banco central, a los que han creado instituciones propias de conducta siguiendo el modelo llamado *twin peaks*, o los que como en el caso de la eurozona han creado un esquema de dos niveles en el que la supervisión de conducta permanece en manos de los bancos centrales nacionales manteniendo la posibilidad de prácticas diferenciadas y de proteccionismo encubierto.

A los objetivos tradicionales ya citados de la política regulatoria, la crisis ha sumado con fuerza otros dos: la coordinación internacional y la voluntad de evitar costes al contribuyente y a la sociedad en su conjunto. La coordinación internacional es una respuesta necesaria a la globalización financiera, a la creciente libertad de movimientos de capitales y a las dificultades concretas surgidas en la resolución de algunas entidades sistémicas donde las desavenencias entre reguladores han alargado la crisis y encarecido su coste. La voluntad de evitar costes a los ciudadanos parece justificada tras la elevada factura que ha impuesto la crisis y debe impregnar toda la regulación preventiva, pero no debe llevar a la ingenuidad de pensar que ésta será la última crisis que pague el contribuyente, pues por definición en una crisis sistémica de pérdida de confianza, en un modelo bancario fiduciario, el garante de última instancia no puede ser otro que el poder coercitivo del Estado para imponer impuestos.

3.2. Una interpretación personal del contexto regulatorio actual

El objeto de este apartado no es ofrecer un resumen completo y sistemático de la agenda regulatoria impuesta por las principales autoridades económicas tras la crisis, sino algo mucho más modesto: poner en el contexto de las políticas monetarias no convencionales algunos de esos cambios, al objeto de explicitar las dificultades de coordinación de ambas, pues parece que ésta es una asignatura pendiente. Para ello empezaremos destacando cinco aspectos clave del nuevo marco regulatorio que, con algunas diferencias, han puesto en práctica las principales jurisdicciones monetarias y notablemente la Unión Monetaria Europea.

- **Primero**, si algo caracteriza la política regulatoria después de 2008 es la convicción generalizada de que las entidades financieras operaban con niveles de capital claramente insuficientes para hacer frente a eventos de solvencia. Este problema se agravaba con la baja calidad de lo que se consideraba capital, pues muchos de los supuestos instrumentos de capital han resultado inexis-



► **“Una supervisión bancaria más intrusiva y discrecional requiere necesariamente de mayor transparencia, mejor previsibilidad y un sistema reforzado de *accountability*”**

tentes a la hora de cubrir las pérdidas realizadas por las entidades. Las autoridades monetarias de los principales mercados financieros del mundo han aumentado significativamente los niveles de capital regulatorio y precisado el abanico de instrumentos con el que se pueden cumplir. Pese al principio de acuerdo internacional conocido como Basilea III, lo cierto es que las distintas jurisdicciones no han podido evitar diferencias nacionales a la hora de plasmarlo en sus respectivas legislaciones nacionales. En Europa, la directiva CRDIV (*Capital Requirements Regulation and Directive*) y el reglamento CRR (*Capital Requirements Regulation*) constituyen la normativa básica.

La característica común a todas las nuevas legislaciones es que suponen mayores niveles de exigencia de capital, liquidez y calidad del capital y un menor nivel de apalancamiento. En este sentido, aunque algunos todavía sostienen que los nuevos niveles son insuficientes⁴¹, lo cierto es que han supuesto un incremento del orden de casi 6 puntos en los niveles requeridos y, por tanto, una reducción de los niveles de rentabilidad media de la banca y de los fondos prestables, como ya hemos ilustrado en el gráfico 2 de este trabajo. El impacto macroeconómico del endurecimiento de la regulación bancaria es motivo de debate y el BIS, en su citado Informe Anual de 2015, defiende la tesis de que el efecto neto puede ser positivo, porque actúan dos mecanismos de causación: (i) más capital implica un menor coste de financiación para el banco, lo que compensaría el mayor coste asociado a captar más capital, y (ii) más capital implica un mayor crecimiento del crédito, tesis que se compagina mal con los hechos observados, que más bien subrayan las dificultades y el coste creciente de las entidades que han tenido que acudir al mercado para elevar sus niveles de capital. Quizá sea éste un ejemplo perfecto de las contradicciones de la política monetaria y regulatoria, pues si bien es cierto que más capital debería añadir seguridad a los inversores y, por tanto, abaratar el coste de financiación, también lo es que en estos momentos de política de tipos negativos los posibles inversores en bancos descuentan márgenes de rentabilidad muy bajos y, por consiguiente, exigen precios muy altos a la hora de financiar estas entidades.

- **Segundo**, la metodología de la regulación y supervisión bancaria ha evolucionado desde la perspectiva tradicional binaria de “cumplir o intervenir” hacia un modelo preventivo, que permite al supervisor imponer restricciones de com-

⁴¹ Es conocida la insistencia de algunos académicos y *policy makers* americanos por reclamar niveles de capital del 20%.



portamiento a las entidades, precisamente para evitar su intervención. Se configuran así diferentes colchones de capital por encima de los mínimos regulatorios, que dispararían la toma de control de las entidades por las autoridades monetarias y cuya función es precisamente evitar costes excesivos al contribuyente. Colchones de contingencia que las entidades habrán de rellenar mediante la retención obligatoria de márgenes operativos, instrumentada en la prohibición del reparto de dividendos o de pagos variables a sus directivos, y que son, además, independientes de los más conocidos, relacionados con el tamaño, la complejidad y la sistematicidad de las distintas entidades y con la evolución macroeconómica y financiera de sus respectivos mercados.

- **Tercero**, esta actuación preventiva de las autoridades de supervisión les otorga una creciente discrecionalidad en la aplicación del llamado “Pilar 2” de Basilea. Esta discrecionalidad comporta riesgos y exige también un cambio de cultura y de actuación de las autoridades de supervisión. Cambio cuya magnitud es muy diferente en los distintos países sujetos a la supervisión del BCE, en la práctica del Mecanismo Único de Supervisión, pues depende crucialmente de cuál era el modelo anterior. En muchos países, como España, estos cambios son de gran magnitud, pues implican para supervisores y supervisados moverse desde una supervisión *backward looking*, basada en la regulación contable, en el estricto cumplimiento de ratios y en clasificaciones de activos definidas por la propia autoridad supervisora, hacia un modelo de regulación y supervisión de gestión *forward looking*, que exige inevitables juicios de valor del supervisor
- **Cuarto**, es precisamente en este contexto de supervisión preventiva que la gestión del riesgo cobra una importancia fundamental como concepto de gestión y como mecanismo supervisor. La separación de la gobernanza y la gestión del riesgo de la línea de negocio, la participación de los directivos y administradores de la entidad en la definición del riesgo asumible y en el control del mismo, la validación, control y auditoría interna y externa de los modelos de control del riesgo, y la interrelación de los niveles de riesgo deseables y tolerables en el llamado Marco de Apetito al Riesgo (MAR) con la política de incentivos y remuneraciones, son las manifestaciones fundamentales de este nuevo énfasis supervisor.
- **En quinto** y último lugar a efectos de este resumen interesado de los cambios regulatorios está el énfasis creciente en el buen gobierno de las entidades financieras. Aunque la correlación entre buen gobierno de las entidades y la pro-

► **“Los fallos de información y coordinación deberían hacernos repensar la lógica de la supervisión descentralizada para los pequeños bancos no sistémicos que se mantenían bajo las autoridades nacionales”**



babilidad de insolvencia o crisis de liquidez, o entre gobernanza y costes asumidos por el contribuyente, está lejos de haber sido establecida de manera concluyente por la literatura académica, lo cierto es que la magnitud de la crisis y su coste, junto a la brutalidad de algunos excesos de uso de información, operaciones vinculadas, manipulación de datos o simples abusos de situaciones privilegiadas, han llevado a todas las jurisdicciones a extremar su control sobre el gobierno de las entidades financieras, Posiblemente hasta niveles sin precedente en épocas anteriores y que, en algunos casos, pueden suponer evidentes excesos pendulares. Pero éste es, sin duda, un aspecto definitorio del nuevo marco regulador que está teniendo un impacto no despreciable en el sistema financiero.

3.3. Una nota sobre las políticas macroprudenciales

Las políticas macroprudenciales son una de las grandes novedades en el conjunto de instrumentos a utilizar por los bancos centrales de los países desarrollados tras la crisis, aunque lo cierto es que venían siendo utilizadas con cierta asiduidad por las economías emergentes, más acostumbradas a lidiar con crisis bancarias sistémicas y con los importantes efectos de las mismas en la economía real, la producción y el empleo. Merece la pena detenerse brevemente en ellas, pues probablemente sean una de las principales alternativas a la mezcla actual de política monetaria extraordinariamente laxa y crecientes exigencias regulatorias.

Un reciente papel del Fondo Monetario Internacional describe los objetivos tradicionales de estos instrumentos⁴², que pueden resumirse en tres: evitar crecimientos excesivos de apalancamiento, limitar los riesgos de liquidez y asegurar la disponibilidad y precio de colaterales, y minimizar los procesos de retroalimentación entre el sistema financiero y la economía real.

A efectos de reducir los niveles de apalancamiento, se suele recurrir a aumentar e intensificar los requerimientos de capital en los buenos momentos del ciclo, precisamente con la idea de que es entonces cuando se alimentan las crisis. Para evitar la prociclicidad del marco regulatorio, en cambio, se tiende a relajar esos requerimientos de capital en los momentos recesivos. Los bancos centrales han aplicado consistentemente la primera de estas medidas, pero parecen más reacios a utilizar la segunda, igualmente necesaria para disminuir la prociclicidad de la regulación. En el mismo sentido, el nuevo marco regulatorio ha incorporado con carácter general las provisiones dinámicas, *forward looking*, basadas en la pérdida esperada en el ciclo de vida del crédito y no en las pérdidas realizadas.

⁴² Claessen (2014) presenta un análisis exhaustivo de la justificación, objetivos, instrumentos y grado de utilización de la política de regulación macro prudencial.



El riesgo de liquidez ha sido uno de los principales problemas observados durante la crisis, en la que la liquidez ha desaparecido de mercados enteros y donde los bancos centrales se han visto obligados a convertirse en creadores de mercado. Para limitarlo, las autoridades pueden recurrir a establecer estándares cuantitativos de liquidez, como hace Basilea III, tanto a corto como a largo plazo, a primar la financiación minorista limitando el ratio de crédito sobre depósitos de los bancos, a imponer límites a los desajustes de plazo, divisas o tipos, o a calibrar la política de garantías mediante el establecimiento de primas, *haircuts*, en la política de descuento o techos al importe máximo del crédito sobre la valoración de la garantía.

El objetivo último de estas políticas es minimizar el impacto real de las crisis financieras, limitar los procesos de retroalimentación de las variables financieras y reales. Pero su utilización tiene un coste: reducen el crecimiento de la producción y el empleo en los momentos alcistas, por eso su aplicación consistente y generalizada es aún incipiente más allá de los períodos de crisis, cuando son menos efectivas. Para avanzar en su uso, se requiere una cuidadosa calibración de sus efectos y más y mejores estudios sobre la interacción entre ellas con la política monetaria, sobre todo en situaciones no convencionales, pues implican complejos análisis coste-beneficio en los que la construcción de escenarios realistas es una dificultad añadida. Al objeto de contribuir al debate posterior sobre ellas, el gráfico 14 presenta un listado de las principales medidas macroprudenciales y una primera aproximación a su utilización.

GRÁFICO 14.

Un resumen de las principales políticas macroprudenciales

► Dirigido a los prestatarios

- Caps en ratio préstamo-valor (LTV)
- Caps en ratio deuda-ingresos (DTI)

► Dirigido a instituciones financieras

- Activos: Límites al crecimiento del crédito (CG)
Límites a los préstamos extranjeros (FC)
- Pasivo: Requisitos de reservas (RR)
Caps en ratio préstamos-depósitos (LTD)

► Dirigido a crear amortiguadores anticíclicos

- Aprovisionamiento dinámico (DP)
- Requisitos contracíclicos (CTC)

► Una idea sobre su uso

- 42 de 65 países lo han utilizado al menos una vez en 2000-2013
- Más a menudo en EM que en DE y tiende a favorecer a las divisas y a los instrumentos relacionados con la liquidez (FC, RR)
- LTV y DTI más utilizados (24, 23 países)



► **“El uso exhaustivo de ambas políticas, monetaria y regulatoria, y el protagonismo creciente desempeñado por el BCE ha dado lugar a incoherencias crecientes y suscita dudas sobre su eficacia”**

3.4. Algunas evidencias incómodas

Análogamente a lo que sucede con la política monetaria, aunque con mucha menos repercusión pública fuera del cerrado mundo del sistema financiero, la política regulatoria, tras la crisis, se está adentrando en terrenos novedosos, inexplorados y cambiantes. Está abandonando algunos mantras tradicionales, como que la provisión de liquidez de última instancia habría de ser penalizada a precios disuasorios o que las intervenciones del supervisor habrían de ser tasadas, conocidas de antemano y sin margen de discrecionalidad. Cambios que son necesarios, pero que merecen más reflexión y debate del que están recibiendo por parte de la comunidad académica y, sobre todo, de los *policy makers*. “Independientemente de lo bien que pueda estar elaborada, por ejemplo, en términos de su coherencia interna, la nueva regulación debe comprobar su eficacia en la realidad y es previsible que tenga que modificarse si no funciona como se esperaba”⁴³. Conviene por lo tanto dejar constancia, siquiera sea brevemente, para ulteriores trabajos, de algunos comentarios críticos o menos complacientes.

Cabe recordar, en primer lugar, que la regulación no es gratis, que supone un coste regulatorio y de cumplimiento creciente para los bancos. Utilizando fuentes privadas, el gráfico 15 muestra la intensificación del proceso regulatorio mundial, distinguiendo por distintas áreas geográficas, y constata un fenómeno global especialmente intenso en aquellas jurisdicciones donde la crisis ha golpeado con especial virulencia, como era de esperar. Coste regulatorio al que habría que sumar el coste de las sanciones o multas impuestos a las entidades financieras (gráfico 16); coste que es imputable a los excesos del sistema y al mal comportamiento de las entidades, pero también, sin duda, al mayor celo fiscalizador de las autoridades y a la aplicación *ex post* de criterios supervisores más estrictos.

El desarrollo regulatorio está siendo un proceso excesivamente largo, complejo y a veces contradictorio donde se solapan legislaciones nacionales, europeas e internacionales, no siempre compatibles ni previsibles en su aplicación. La evidencia de esta inflación regulatoria y de la superposición de normativa administrativa se presenta en los gráficos 17a y 17b, que sólo documentan las distintas legislaciones de solvencia y resolución aplicables a la banca española.

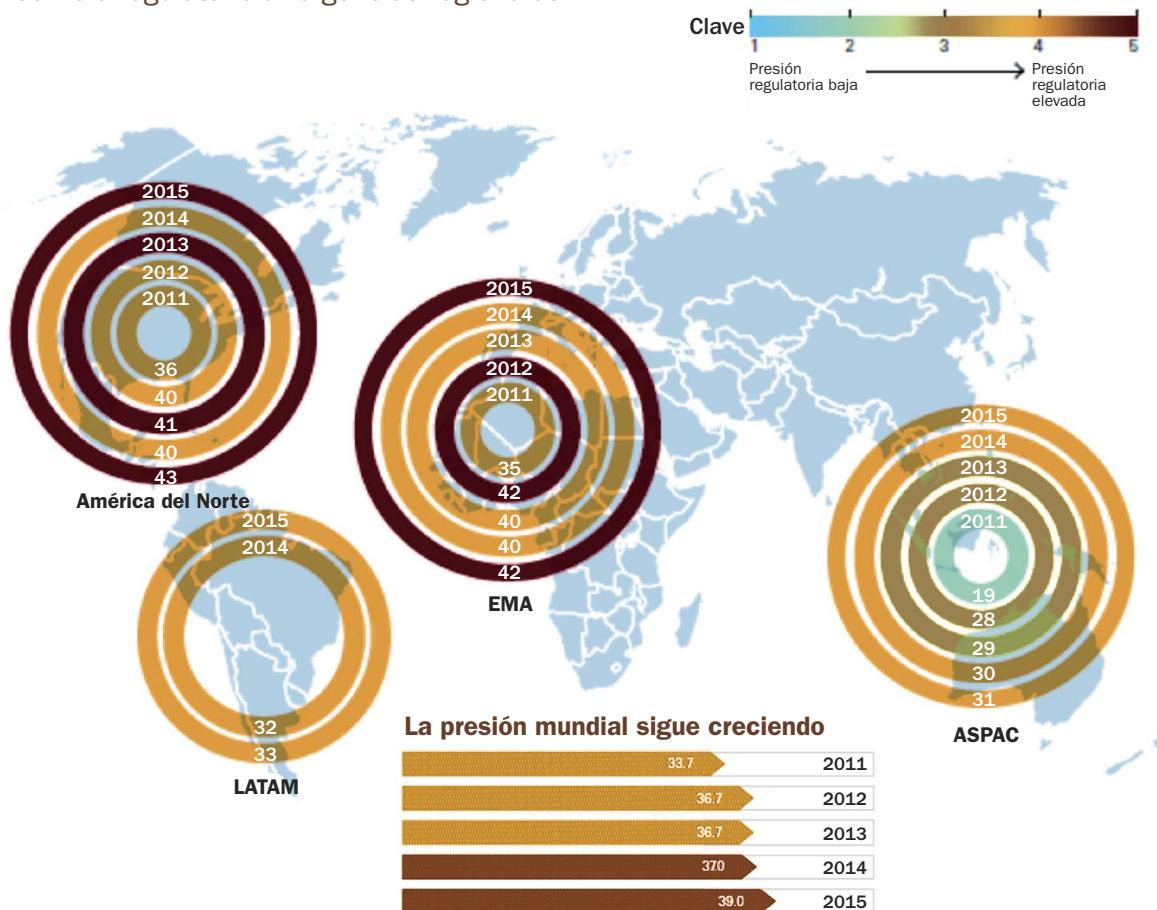
⁴³ Bergés, A. y Valero, F.J. (2016), “Shock regulatorio y debilidad del negocio: una peligrosa interacción para los bancos”, *Cuadernos de Información Económica*, nº 252, FUNCAS.



GRÁFICO 15.

Aumento de la presión regulatoria sobre los bancos

Cambio regulatorio-divergencias regionales



Source: KPMG, Evolving Bank Regulation, Part I, March 2015

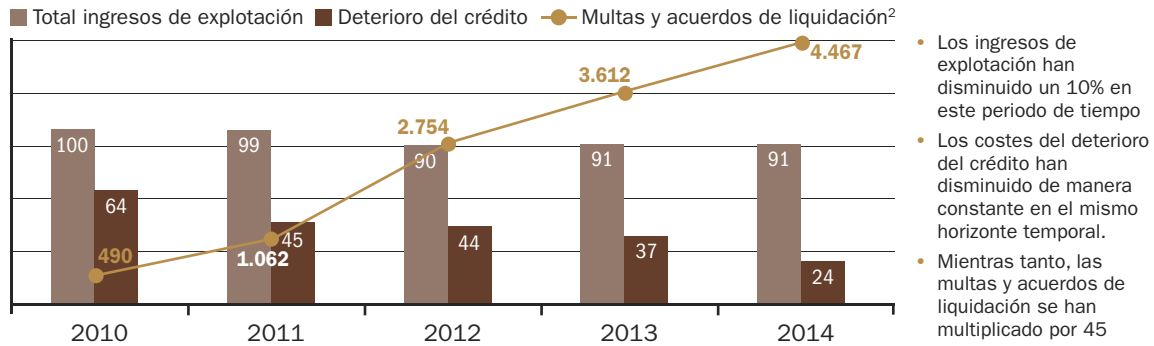
Ejemplos concretos de esta voracidad normativa que se adentra en campos polémicos son (i) el mayor intervencionismo en la gestión de los bancos comerciales, que se deriva de la aplicación de los nuevos procedimientos supervisores –los conocidos como SREP en el sector–, que afecta a la preparación “con el supervisor” de sus planes de contingencia, reestructuración o planificación del capital; (ii) una interpretación expansiva del “*fit and proper test*”, que manifiesta una preocupante tendencia hacia los controles formales previos que dilata innecesariamente el proceso de renovación de órganos de gobierno; (iii) la imposición de límites discrecionales a los importes distribuibles por las entidades (*Maximum Distributable Amounts*) sin reglas precisas y replicables *ex ante* por las entidades para poder planificar; o (iv) la proliferación de pruebas de esfuerzo, *stress tests*, en los que se con-



GRÁFICO 16.

Desde 2009, las tasas regulatorias se han incrementado dramáticamente con relación a los ingresos de los bancos y las pérdidas de créditos

Rendimiento de 20 grandes bancos universales de EE.UU y UE, ¹ 2009-14, indexados al valor de 2009 (es decir, valor en 2009=100)



¹ Calculado utilizando informes anuales de empresas y recortes de prensa de 2009 a 2014. La cobertura incluye los 20 bancos de Europa y EE.UU. de mayor importancia sistémica mundial (solo bancos universales) por activos.

² Las cantidades solo incluyen multas y acuerdos de liquidación pagados; no incluye provisiones, como el seguro de protección de pagos en el caso de los bancos del Reino Unido.

Fuente: SNL Financial; Análisis McKinsey

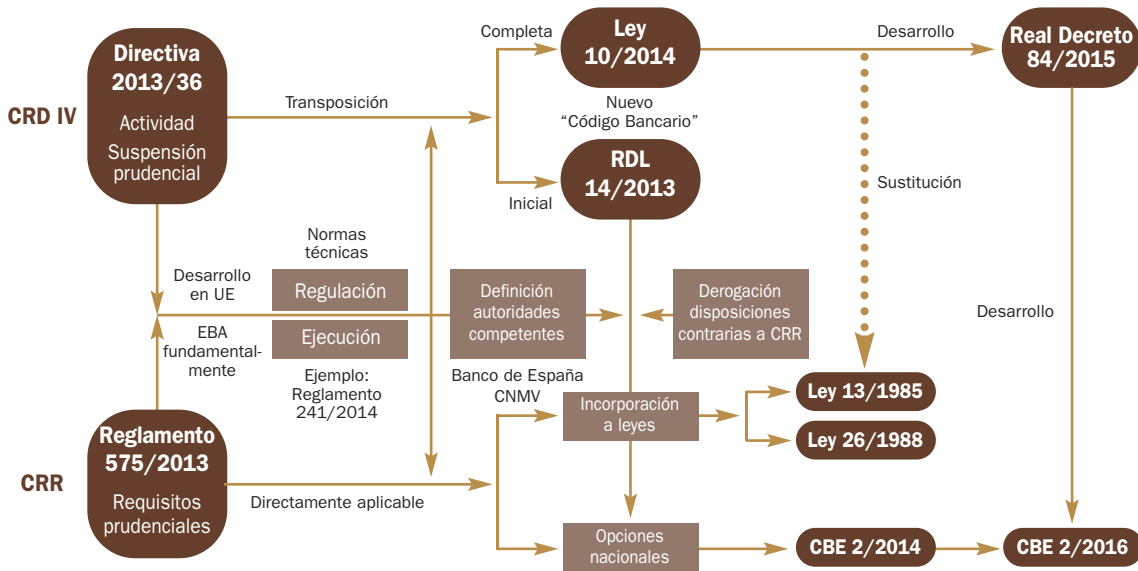
funde ante la opinión pública su uso habitual y deseable como procedimiento supervisor con su utilización normativa y regulatoria para definir los niveles de capital mínimos, exigibles o recomendables, y provocar determinadas acciones de las entidades que no los superen.

Es cierto que este mayor intervencionismo es un desarrollo regulatorio lógico y deseable, pues la situación anterior no ofrecía más que posibilidades extremas, “soluciones de esquina”, pero también está produciendo situaciones incómodas. Una supervisión bancaria más intrusiva y discrecional, básicamente por buenas y justificadas razones, requiere necesariamente de mayor transparencia, mejor previsibilidad y un sistema reforzado de *accountability*, incluida la posibilidad de que las entidades financieras recurran con normalidad las decisiones de los reguladores ante los Tribunales. Se trata de un proceso de aprendizaje colectivo del sector, reguladores y regulados, donde una mayor sensibilidad del regulador para entender la dinámica y las obligaciones del mercado sería bienvenida. Episodios como la insistencia del BCE por mantener secretos sus requerimientos y recomendaciones concretas de capital a cada entidad individual, a pesar de las obligaciones legales de éstos con las autoridades del mercado, con las CNMV correspondientes, y con sus accionistas, acreedores e inversores potenciales, no son nada encomiables y muestran que no sólo las entidades financieras están inmersas en un proceso de cambio cultural considerable.



GRÁFICO 17a.

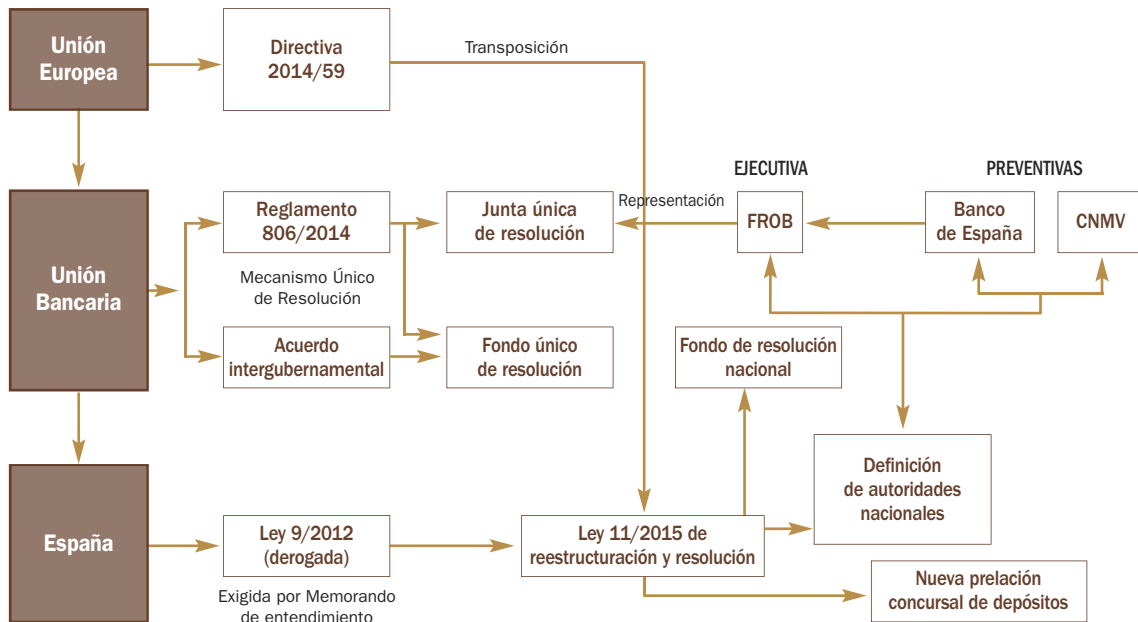
Normativa general y de solvencia de las entidades de crédito españolas



Fuente: Bergés y Valero, Shock regulatorio y debilidad de negocio: una peligrosa interacción para los bancos, Cuadernos de Información Económica, Nº 252, Funcas, mayo-junio 2016.

GRÁFICO 17b.

La resolución de entidades de crédito en España



Fuente: Bergés y Valero, Shock regulatorio y debilidad de negocio: una peligrosa interacción para los bancos, Cuadernos de Información Económica, Nº 252, Funcas, mayo-junio 2016.



► **“La política monetaria ha ido demasiado lejos. Europa se ha quedado sin margen de actuación para un posible nuevo deterioro del escenario macro”**

En este proceso de cambio regulatorio, si algo piden unánimemente las entidades financieras es estabilidad y claridad regulatoria⁴⁴, el equivalente a la seguridad jurídica en economía. Sólo así podrán planificar, tomar decisiones y cumplir con las mayores exigencias sin perjudicar su negocio. Después de siete años de cambios regulatorios constantes, los esfuerzos de coordinación internacional se están debilitando, sin necesidad de hablar del “Brexit”, y hay todavía demasiados temas abiertos en Europa. A mi juicio, los más importantes son: (i) la definición concreta, medición e instrumentos elegibles del ratio de apalancamiento (LR), del ratio de liquidez a largo plazo (NSFR), y de los pasivos exigibles en el MREL (*Minimum Required Eligible Liabilities*) y su compatibilidad con el TLAC (*Total Loss Absorbing Capability*); (ii) el tratamiento regulatorio y contable del riesgo soberano en la cartera de la entidades financieras, y (iii) la armonización de las distintas normativas nacionales sobre los instrumentos elegibles como AT1 (*Additional Tier 1 Capital*) y AT2 (*Additional Tier 2 Capital*), pues las dudas sobre los regímenes de *bail in* aplicables están dificultando la creación de un mercado con liquidez suficiente y la formación de un precio que no sea penalizador de la emisión de un instrumento que, por otro lado, es exigido por el regulador.

La eurozona es una jurisdicción monetaria particularmente compleja donde se juntan en el tiempo el desarrollo y la aplicación de la nueva política regulatoria internacional con la armonización de modelos nacionales muy heterogéneos, necesaria para dar consistencia y estabilidad a la Unión. Complejidad que aumenta porque la regulación financiera y bancaria se aprueba y se aplica para toda la Unión Europea, bien en la Comisión o en la EBA, la Autoridad Bancaria Europea, incluido hasta ahora el Reino Unido, que obviamente ha tenido un fuerte protagonismo, mientras que la supervisión se restringe al ámbito de actuación del MUS, básicamente la UEM, y se centraliza en el BCE.

El trabajo del BCE en este campo merece ser elogiado⁴⁵ porque ha sido capaz, en tiempos particularmente difíciles, de aplicar una nueva normativa y un nuevo enfoque supervisor sin incidentes notables y sin sustos ni emociones excesivas. Pero, a pesar de la entrada de la supervisión única europea en noviembre de 2014

⁴⁴ Éste es un lugar común en todos los documentos de sus organizaciones profesionales, como la Asociación Española de Banca, la Federación Bancaria Europea o el Instituto Internacional de Finanzas.

⁴⁵ Y así lo hemos hecho explícita y extensamente en otros trabajos, como el *Anuario del Euro 2015*, donde se tratan los temas siguientes con mayor atención y profundidad.



y de la estricta auditoría que creíamos suponían los llamados *Comprehensive Assessments*, parece que algunas autoridades nacionales han seguido manteniendo una cierta protección de sus sistemas bancarios (*regulatory forbearance*). Por eso, los fallos de información y coordinación deberían hacernos repensar la lógica de la supervisión descentralizada para los pequeños bancos presuntamente no sistémicos que se mantenían bajo las autoridades nacionales⁴⁶.

La insistencia del BCE en poner límite al uso de las múltiples “*options and discretions*” nacionales permitidas en la aplicación de CRR/CRD IV es bienvenida, pero se echa en falta un debate más transparente y, a veces, más equilibrado entre las distintas posiciones nacionales. Tener clara una hoja de ruta del modelo final parece una prioridad y permitiría discutir sólo de los períodos de adaptación, a semejanza de los procesos de integración en la Unión. La salida al *impasse* actual no puede consistir en “desandar” el camino andado, en reinterpretar la normativa europea plasmada en la directiva de reestructuración y resolución bancaria (BRRD), aunque a veces hasta el propio FMI parezca partidario de reinterpretarla, mostrando sus dudas respecto al *bail in* y a las pérdidas de los acreedores⁴⁷. Porque la cuestión central es que hay una normativa europea recién aprobada precisamente para casos como éste que puede sintetizarse en el BRRD y el MUR⁴⁸. Esta normativa responde a una doble lógica: minimizar los costes para el contribuyente, que sólo participaría en los rescates bancarios sistémicos y siempre después que accionistas y acreedores hayan asumido sus pérdidas, y mutualizar progresivamente la deuda bancaria europea a cambio de desnacionalizar la toma de decisiones. Una condición necesaria, pues no puede haber responsabilidad europea sin control europeo. Si estas normas se incumplen, si se adoptan excepciones para el primer caso importante que aparece en el horizonte, ¿quién va a seguir creyendo en el proyecto europeo?, ¿quién podrá seguir sosteniendo que la unión bancaria es una realidad y terminará en algo muy parecido a un área monetaria óptima?

⁴⁶ Dell Ariccia, G. (2015), *Governance and Policy Challenges of Forming and Running a Supervisory and Regulatory Union: A theoretical perspective*, European Economy: Banks, Regulation and the Real Sector.

⁴⁷ “Los directores consideraron que el uso efectivo del marco para una pronta reestructuración y resolución bancaria es importante. Al reconocer la adopción de la Directiva para la reestructuración y la resolución de entidades de crédito (BRRD), señalaron que los problemas relacionados con la recapitalización de los inversores particulares deben ser tratados adecuadamente”. IMF, Executive Board Concludes 2016 Article IV Consultation with Italy Press Release n°. 16/329.

⁴⁸ Una normativa que en su discusión está llena de referencias a cómo actuaría en una posible crisis de la banca italiana. No puede, por tanto, alegarse ignorancia o que estemos ante un problema no previsto, ante otro “cisne negro”.



► **“La política monetaria de expansión cuantitativa sin límites ha sido una excusa para retrasar decisiones inevitables y aplazar reformas estructurales necesarias para atacar el estancamiento secular”**

Un mapa final, en definitiva, que no puede diferir mucho del de otras zonas monetarias consolidadas y que no puede responder a suspicacias o debilidades históricas, a los *legacy cost*. En concreto, no parece sensato y no sería sostenible que el tratamiento que finalmente den la Unión Europea y el BCE a las tenencias de bonos soberanos en las carteras de los bancos sea muy diferente del que se les da en Estados Unidos. El mapa final tiene que contemplar la existencia de eurobonos, de un activo seguro para las operaciones de política monetaria del BCE, con un tratamiento regulatorio y contable como tal activo libre de riesgo. Además, debe entender los bonos soberanos nacionales como deuda de entidades subnacionales, en terminología del FMI, cuyo tratamiento regulatorio y contable ha de ser coherente con la solución que se dé a la unión fiscal. La sensibilidad política de estos temas regulatorios es comprensible porque afectan de manera discriminante a los sistemas bancarios de los distintos países, pero no puede ser óbice para que el sistema financiero europeo siga sin un mapa de llegada, ya que complica mucho la planificación estratégica de las entidades.

En síntesis, la cuestión central a los efectos de este artículo es si esta política regulatoria más intrusiva y más exigente con los niveles de capital y liquidez de las entidades es compatible con:

1. Una política monetaria extraordinariamente expansiva cuyo alargamiento en el tiempo empieza a producir efectos colaterales indeseados de intensidad creciente.
2. El momento cíclico de las economías europeas, que quizás invitaría a una calibración diferente de algunos colchones de seguridad regulatorios.
3. La ausencia de coordinación de la política fiscal en la eurozona y su indefinición tanto sobre el *stance* de política fiscal de la Unión como sobre la política adecuada para los distintos países según su diferente grado de consolidación fiscal, o sobre las reglas de aplicación en caso de incumplimiento.
4. Y los insuficientes avances en la construcción de una unión monetaria sostenible puestos de manifiesto por las dificultades para aprobar un Esquema Europeo de Seguro de Depósitos o la mutualización decidida del Fondo de Resolución con capacidad directa de endeudamiento.



4. Conclusiones

Las posibles incompatibilidades entre la política monetaria que persigue la estabilidad económica y la política regulatoria y supervisora que busca la estabilidad financiera no son nuevas. Es un tema bien conocido en la literatura académica y fue ampliamente debatido en las discusiones sobre la unión bancaria a la hora de, por ejemplo, acordar el marco institucional de la regulación y supervisión única. Tema que se complicó aún más al afectar la regulación financiera a las cuatro libertades fundamentales de la Unión Europea y ser, por tanto, competencia básica de la Unión, lo que obligó a la creación de la EBA al margen del BCE. Además, y por estrictas razones de eficacia institucional que se sobrepusieron a los recelos de algunos países, el BCE asumió las funciones de supervisión que se añadieron a las tradicionales de política monetaria, pero con una especie de murallas chinas entre ambas funciones, dos Consejos diferentes para la política monetaria y la supervisión. La gran ventaja teórica de este diseño es que permitía coordinar mejor ambas políticas y, sobre todo, garantizar el uso eficiente y en tiempo real de la información confidencial.

El uso exhaustivo de ambas políticas, monetaria y regulatoria, por parte de la Unión Europea y el protagonismo creciente que en ambas ha desempeñado el BCE ha dado lugar a incoherencias crecientes y suscita dudas razonables sobre su eficacia. Es cierto que la autoridad monetaria europea no se ha separado mucho de lo que han hecho los bancos centrales de los principales países del mundo, como la Reserva Federal americana o el Banco de Japón. El BCE ha sido fuertemente criticado por haber actuado tarde y sin convicción, pero las alternativas posibles no eran muchas y nunca sabremos qué hubiera pasado en Europa sin la decidida actuación del BCE tras el verano de 2012. Pero la inexistencia de un contrafactual no debe impedir interrogarnos sobre los costes de las políticas elegidas, las contradicciones demostradas y las alternativas disponibles. Ése ha sido el objetivo de este artículo.

El BCE ha adoptado desde mediados de 2014 unas políticas monetarias no convencionales extraordinariamente expansivas en términos del tamaño de su balance, de los instrumentos utilizados y del efecto sobre los tipos de interés de mercado, llegando a situar el tipo de la facilidad de depósitos en niveles negativos, lo que no se han atrevido a hacer otros bancos centrales de países desarrollados. Medidas que pueden haber sido razonables en momentos puntuales de riesgo máximo de recesión o deflación, pero que no pueden perpetuarse, ya que su efectividad disminuye con el tiempo, entrando en zona de rendimientos decrecientes, y porque crecen los efectos negativos sobre la estabilidad del sistema. Como hemos argumentado en detalle, los tipos negativos generan incentivos perversos a las decisiones de ahorro de los particulares, suponen costes importan-



tes para la rentabilidad y solvencia de la entidades financieras, y alargan los problemas de sostenibilidad de la deuda pública porque facilitan el servicio de la misma suavizando la restricción presupuestaria externa de los gobiernos. Adicionalmente, disminuyen las posibilidades de reforma estructural al generar efectos indeseados de economía política.

En mi opinión, la política monetaria ha ido demasiado lejos. Europa se ha quedado sin margen de actuación para un posible nuevo deterioro del escenario macro cuando la situación económica en el año 2015 no era tan crítica. De hecho, asustado por el riesgo de deflación, el BCE intensificó su política expansiva cuando la recuperación de la producción y el empleo en la eurozona eran un hecho, quizá confundiendo un *shock* de términos de intercambio y un cambio de nivel de los precios absolutos con un problema de deflación. Pero esta actuación tan agresiva plantea importantes cuestiones adicionales. ¿Es la política monetaria el instrumento adecuado para impulsar el crecimiento económico en una unión monetaria imperfecta?, ¿no se ha colocado el BCE, la única institución verdaderamente federal en la UEM, en una situación imposible al prometer lo que no puede dar? Quizá se deba afirmar que el BCE ha ido demasiado lejos, demasiado pronto: *too much, too soon*.

La consolidación de la unión monetaria y su cambio institucional para acercarla a un área monetaria óptima es una condición necesaria para que la eurozona salga de la crisis. En ese contexto, la política monetaria de expansión cuantitativa sin límites, al ofrecer una salida políticamente fácil a las complejas cuestiones institucionales, ha sido una excusa para retrasar algunas decisiones inevitables, como un Esquema Europeo de Seguro de Depósitos Bancarios o la creación definitiva de un Fondo Único de Resolución Bancaria Europea con capacidad propia de endeudamiento y con un *fiscal backstop* creíble, y para aplazar una vez más las reformas estructurales necesarias para atacar el estancamiento secular. Una salida fácil pero ineficiente y, con el tiempo, contraproducente. No hay política monetaria posible que evite el ajuste estructural a un “nuevo normal”.

Tras la crisis, las políticas de regulación y supervisión financiera se han usado también con asiduidad y celo encomiable en Europa. Para asegurar la estabilidad del sistema financiero, proteger al consumidor y disminuir el coste para los contribuyentes, la regulación financiera ha evolucionado claramente en la dirección de exigir más y mejor capital, aumentar su capacidad preventiva, asegurar la adecuada gestión del riesgo, mejorar la calidad y control de la gobernanza y, sobre todo, aumentar la discrecionalidad de los reguladores. Discrecionalidad necesaria, como hemos argumentado, pero que no ha venido acompañada de la necesaria transparencia y *accountability*.



► **“En Europa la alternativa pasa por avanzar en la mutualización de la deuda bancaria y soberana a cambio de mayor disciplina fiscal, por normalizar la Unión Monetaria y acabar con su excepcionalismo”**

La cuestión central es si esta regulación más exigente e intrusiva ha sido coordinada adecuadamente con la política monetaria y calibrada adecuadamente en relación con el momento cíclico que vive la economía europea. Parece poco coherente exigir a las entidades financieras más capital y mejor gestión del riesgo a la vez que se les presiona para que aumenten los niveles de concesión de crédito, se les penaliza por sus reservas o se les dificulta la obtención de márgenes de intermediación razonables. El momento cíclico de las economías europeas debería invitar a una calibración diferente de la política regulatoria a través del juego de los colchones de capital, a la utilización inteligente de las políticas macroprudenciales y a una política monetaria menos agresiva. Sin embargo, revertir las políticas existentes no será tarea sencilla, porque un problema fundamental de las políticas no convencionales es la inexistencia de una política de salida.

Quizá la verdadera pregunta política es si existe una alternativa. Creo que sí, aunque no sea el objeto de este artículo, que se ha limitado a constatar las contradicciones de las políticas actuales. Una alternativa que en Europa pasa por avanzar decididamente en la mutualización de la deuda bancaria y soberana a cambio de mayor disciplina fiscal, por normalizar la Unión Monetaria y acabar con su excepcionalismo, que es una fuente permanente de inestabilidad. Una alternativa que devolvería el protagonismo político a quien le corresponde, al Consejo y a la Comisión, y permitiría al BCE volver a su discreta y limitada pero crucial función de calibrar la política monetaria y la regulación y supervisión financiera para garantizar la estabilidad económica y financiera. Nada más y nada menos. Seguro que Mario Draghi y su Consejo lo agradecerían.

Bibliografía

- Altavilla, C., Carboni, G. y Motto, R.** (2015), Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area. ECB Working Paper, nº. 1864.
- Anuario del Banco de España 2015**, El efecto de las políticas monetarias del BCE en el pasado reciente.
- Artus, P.** (2016), The two obstacles between Quantitative Easing and Inflation in the Eurozone, Natixis Research.
- BaFin President** (2016), Low interest rates put strain on financial sector, BaFin.
- Banco de España**, *Informe Anual 2015*.
- Bankia Estudios**, julio 2016.
- “Europe in unchartered territory”**, European Economics Quarterly, Barclays Research, 2016.
- BCE**, informe de tipos, julio 2016 y Estudios Bankia.
- Bernanke, B.**, “What tools does the Fed have left? Part 3: Helicopter money”, Brookings Blogs, 11-4-2016.
- Bergés, A. y Valero, F.J.** (2016), “Shock regulatorio y debilidad del negocio: una peligrosa interacción



- para los bancos". *Cuadernos de Información Económica* n°. 252, FUNCAS.
- Borio, C. y Zabai, A.** (2016), Unconventional monetary policies: a re-appraisal, BIS Working Paper n°. 570, Monetary and Economic Department.
- Carney, M.**, Gobernador del Banco de Inglaterra citado en el FT el 4 de julio de 2016.
- Caruana, J.** (2014), Stepping out of the shadow of the crisis: Three transitions for the world economy, discurso de apertura de la Asamblea anual del Banco Internacional de Pagos, Basilea.
- Claessen, S.** (2014), *An Overview of Macro prudential Policy Tools*, IMF WP 14/214.
- Conthe, Manuel** (2015), *Las cláusulas suelo en los préstamos hipotecarios, Prólogo a la segunda edición*, Bosch.
- Davies, H. y Green, D** (2009), *Global Financial Regulation: An essential guide*, Polity Press.
- Dell Ariccia, G.** (2015), Governance and Policy Challenges of Forming and Running a Supervisory and Regulatory Union: A theoretical perspective, European Economy: Banks, Regulation and the Real Sector.
- Demertzis, M. y Wolff, G.** (2016), *The effectiveness of the European Central Bank's Asset Purchase Programme*, Bruegel Policy Contribution.
- Díez, J.R.** (2016), Evolución de la fragmentación financiera en el año 2015, Anuario del Euro 2015, Fundación de Estudios Financieros y Fundación ICO, Madrid.
- Dornbusch, R. y Fischer, S.** (1991), "Moderate Inflation", NBER Working Paper n°. 3896, Cambridge.
- Draghi, M.** (2016), *Discurso con motivo de la celebración del 200 Aniversario del Oesterrichische Nationalbank*, Viena.
- ECB**, Low interest rates and households' net interest income, Economic Bulletin, Issue 4/2016, Box 3.
- Euro Area Policies**, IMF Country Report, n°. 16/219.
- Eurostat**, Cabinet Office, ECB Calculations.
- "Linde cifra en 1,4 puntos del PIB el efecto en España de la política monetaria del BCE", *Expansión*, 6-7-2016.
- Fernández, F.** (2015), "El BCE y los límites de la política monetaria", ICE. N°. 883.
- Fernández, F.** (1998), "El problema de Japón", *Revista del Instituto de Estudios Económicos* n°. 4, Madrid.
- Folkerts-Landau, D.** (2016) *The ECB must change course*, dbStandpunkt, Deutsche Bank Research.
- Song Shin, H.** (2016), Bank capital and monetary transmission, BIS.
- IMF**, Euro Area Policies, art IV Staff Report, July 10, 2015.
- IMF**, Executive Board Concludes 2016 Article IV Consultation with Italy Press Release N°. 16/329.
- IMF**, *Global Financial Stability Report*. April, 2016.
- Jobst, A. y Lin, H.** (2016), "Negative Interest Rates Policy (NIRP): Implications for Monetary Transmission and Bank Profitability in the Euro Area", IMF WP16/ 172.
- Maluquer de Motes, J.** (2016), España en la economía mundial. Series largas para la economía española (1850-2015), Madrid, Instituto de Estudios Económicos.
- Marín, M.** (2015) *Desigualdad, Oportunidades y Sociedad de Bienestar en España*, Fundación FAES, Madrid.
- Nouy, D.** (2016) "Risks and resilience - the European banking sector in 2016", discurso pronunciado en el *Bank Capital Forum*, Londres.
- OECD**, *Economic Policy Reforms Going for Growth*, 2015.
- Papadia, F. y Wolff, G.** (2016), *Central Banks: from omnipotence to impotence?*, Bruegel Blog.
- Reinhart, C. y Rogoff, K.** (2009), *The aftermath of financial crisis*, NBER Working Paper n°. 14656.
- SNL** Financial Institutions, McKinsey Capital Management Survey 2015
- Summers, L.** (2016), "The Age of Secular Stagnation: what it is and what to do about it", Foreign Affairs.
- U.S.** Bureau of Labor Statistics.