

---

# *La crisis bancaria y de deuda soberana en España: Orígenes e interrelaciones*

España e Irlanda son los dos países más paradigmáticos en cuanto al proceso de autoalimentación mutua entre la crisis bancaria y la de deuda soberana. Ese proceso se inicia con la constatación de unos sistemas bancarios muy debilitados y necesitados de reforzamiento desde el sector público. El apoyo del sector público, tanto explícito como implícito, deteriora la calidad crediticia de éste, que acuciado por los mercados se ve obligado a asumir políticas de austeridad que agravan todavía más la recesión, y el deterioro de los bancos. Estos, a su vez, dejan de cumplir la función de financiación a la economía, añadiendo un nuevo eslabón a la cadena de interdependencias, que será tanto más intensa cuanto mayor sea el peso de los bancos en el sistema financiero.

*Espainia eta Irlanda dira banku-krisiak eta zor subiranoak elkar elikatzen dutenaren adibiderik garbienak. Prozesu hori banku-sistemak oso ahulduta daudela eta sektore publikoak sendotu behar dituela egiaztatzean hasten da. Sektore publikoaren babes, esplizitu zein inplizitu, horrek kreditu-kalitatea higatzen du, eta, ondorioz, merkatuek hori are gehiago hertsatzen dute; horregatik, austeritate-politikak hartu behar ditu, atzeraldia larrituta, eta ondorioz are gehiago okertzen da bankuen balantzea. Horiek, bestalde, ekonomia finantzatzeko eginkizuna betetzeari uzten diote, interdependentzien kateari beste maila bat gehituta; gainera, bankuek finantza-sisteman zenbat eta garrantzi handiagoa izan, orduan eta indartsuagoa izango da hura.*

*Ireland and Spain are among the countries where most intense has been the bank-debt vicious circle. Banks were at the forefront of crisis, as a consequence of weak balances, and exposure to real estate. Public support for banks, as well as other expansionary programs, drove public finances to unsustainable levels. Markets penalized indebted countries and forced austerity measures which aggravated economic growth and bank balance sheets. Banks themselves failed to supply credit to the economy, squaring a circle that is the most dangerous the highest is banking weight in financial markets.*

## Índice

---

1. Introducción
2. Los estados que rescatan a bancos... y asumen más deuda
3. Los bancos que financian a estados... y asumen más riesgos
4. Las políticas de austeridad que agudizan la recesión... y el deterioro de los balances bancarios
5. Los bancos que no dan crédito... y frenan la recuperación
6. La necesidad de romper el círculo vicioso

### Referencias bibliográficas

Palabras clave: crisis bancaria, crisis económica, deuda pública, estabilidad financiera, unión monetaria.

Keywords: banking crisis, economic crisis, public debt, financial stability, monetary union.

Nº de clasificación JEL: E44, E58, F33, G21, H63.

---

## 1. INTRODUCCIÓN

La crisis de la deuda soberana en varios países de la eurozona durante los dos o tres últimos años, ha puesto de manifiesto un peligroso proceso de autoalimentación entre la credibilidad y solvencia de la deuda pública, y la de los sistemas bancarios de los diferentes países. Dicho proceso constata la extraordinaria influencia mutua entre Estados y sistema bancario, bajo un modelo de intermediación financiera que descansa en una percepción de «malla de seguridad» pública que, llevada a extremos, puede desembocar en su propia autodestrucción.

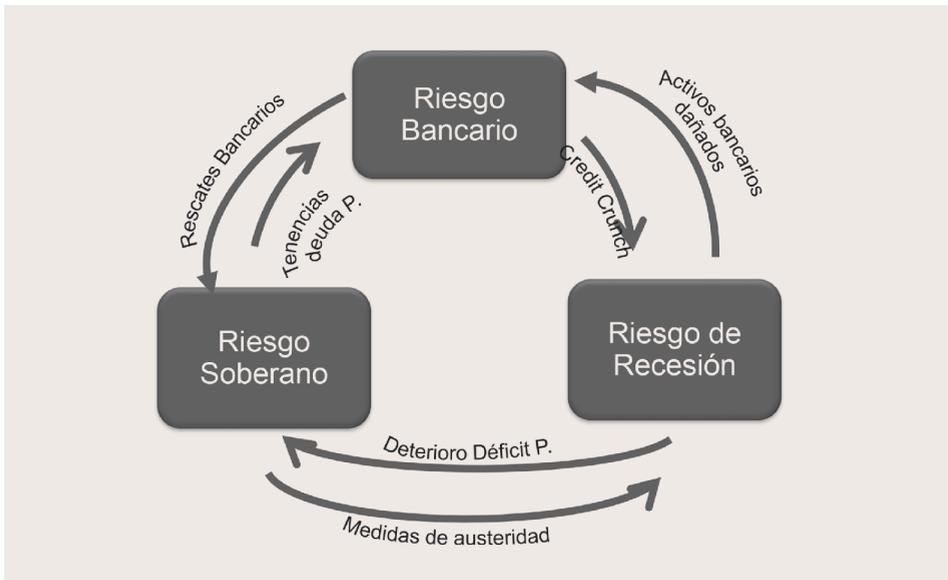
Ese círculo vicioso está implícito en lo que la literatura sobre economía financiera ha denominado «riesgo moral» (*moral hazard*) desde hace más de medio siglo, y que ha sido objeto de numerosos análisis empíricos sobre las crisis bancarias, su magnitud, duración y efectos sobre la estabilidad y el crecimiento. Pero nunca antes la magnitud de los riesgos en una crisis bancaria había sido de tal calibre como para poner en peligro, con la generalidad con la que está aconteciendo, la propia solvencia de los Estados, de tal manera que su capacidad de garantizar la estabilidad finan-

ciera se ve también cuestionada. Y, con ello, la capacidad de los sistemas bancarios para recuperar su normal funcionamiento, y garantizar el necesario flujo financiero hacia los sectores productivos.

No debe extrañar, por tanto, que las medidas de política económica que se adopten, tanto a nivel nacional como europeo, deben combinar en paralelo elementos de credibilidad sobre las finanzas públicas con otras de racionalización de los sistemas bancarios y de estímulos para que normalicen su función de concesión de crédito a la economía.

Esa necesidad de actuación en el doble ámbito «deuda pública / bancos» es si cabe mucho más perentoria en los países del euro por dos motivos. En primer lugar, por las dificultades de gobernanza económica en un área integrada monetariamente, pero no fiscalmente. En segundo, por la elevada bancarización del área euro, donde el canal crediticio bancario representa casi las tres cuartas partes de los flujos financieros en la economía, cuando en Estados Unidos escasamente supera la cuarta parte.

Gráfico nº 1. **RIESGO BANCARIO, SOBERANO Y DE RECESIÓN**



Fuente: AFI.

Sobre dichas bases, el artículo comienza con un análisis de los antecedentes que, desde el inicio de la crisis, han provocado un fuerte deterioro de las finanzas públicas en la mayoría de países, en gran medida como consecuencia de los apoyos públicos que, directa o indirectamente, ha habido que conceder a los sistemas bancarios. En segundo lugar, analizamos cómo una austeridad excesiva, en gran medida inducida por los mercados a través de su castigo a los bonos públicos, incorpora un elemento de autoalimentación (multiplicadores fiscales cercanos, o incluso superiores,

a la unidad) que agrava la crisis económica, y con ello el deterioro de los activos bancarios. Las entidades bancarias, a su vez, dejan de cumplir su cometido básico de suministro de financiación a la economía, cerrando un triple círculo vicioso (ver gráfico nº 1) tanto más dañino cuanto mayor es el peso de los bancos en los sistemas financieros; y sin duda la economía española es, en este contexto, una de las más perjudicadas por su gran peso bancario en su economía.

## 2. LOS ESTADOS QUE RESCATAN A BANCOS... Y ASUMEN MÁS DEUDA

Aunque los primeros síntomas de la crisis financiera cabe ubicarlos en agosto de 2007, y en los problemas financieros que afloraban en varias entidades hipotecarias estadounidenses, lo cierto es que el verdadero desencadenante tiene lugar en septiembre de 2008, tras la quiebra de Lehman Brothers (LB). Mucho se ha hablado desde entonces sobre el acierto de una decisión por la Reserva Federal (la de permitir la quiebra de una de las mayores entidades del sistema), que pretendía romper con la percepción generalizada de que nunca se permitiría la quiebra de una entidad sistémica. Lejos de contribuir a eliminar el riesgo moral implícito en dicha percepción, la quiebra de LB fue interpretada en clave de que ningún banco estaba a salvo.

Dicho evento, y en particular la percepción de que ya no había bancos suficientemente importantes para que no se les dejara quebrar y liquidar (el conocido «*too big to fail*») generó una pérdida de confianza en todos los sistemas bancarios, con retiradas masivas de depósitos, que apenas discriminaban entre bancos, ni por tamaño ni por indicadores de solvencia, convirtiéndose en una crisis de confianza sistémica, ante la cual los Estados se vieron obligados a intervenir de forma generalizada con múltiples instrumentos de apoyo, en un intento de restaurar la confianza en el sistema bancario. Sin duda, el más contundente fue una intensa elevación de la garantía de los depositantes (en algunos países esa garantía se concedió con carácter ilimitado; en el español se quintuplicó la cobertura máxima existente hasta entonces). Junto a ello, se inyectaron enormes sumas de capital, se llevaron a cabo programas de compra de activos dañados y, sobre todo, se aprobaron enormes programas de garantías en emisiones de entidades financieras.

Dada la magnitud de los sistemas bancarios en relación al PIB (en una sección posterior volveremos sobre ello), la restauración de la confianza en los mismos exigía una actuación muy contundente en términos de los apoyos, explícitos o implícitos, a comprometer por parte de los gobiernos, con un cierto componente de «órda-go»: los apoyos comprometidos debían ser de tal magnitud que transmitiesen a los mercados y a la sociedad la sensación de absoluta seguridad del sistema bancario, y que fruto de ella no sea necesaria la utilización efectiva de los apoyos. El problema con actuaciones de ese tenor es que, si no se consigue transmitir la credibilidad suficiente, el compromiso asumido puede ser excesivo, y arrastrar a la propia solvencia de los Tesoros correspondientes.

**Cuadro nº 1. AYUDAS APROBADAS POR PAÍSES A SUS SISTEMAS BANCARIOS**

Estado Membro	Ayudas Recapitalización		Garantías		Intervención sobre activos tóxicos		Medidas de liquidez		Total para 2008-2011	
	billones de €	% PIB 2011	billones de €	% PIB 2011	billones de €	% PIB 2011	billones de €	% PIB 2011	billones de €	% PIB 2011
Bélgica	20,40	5,5	303,95	82,5	28,22	7,7	0,0	0,0	352,57	95,7
Bulgaria	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rep. Checa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dinamarca	14,03	5,9	580,0	242,4	0,0	0,0	6,08	2,5	600,11	250,8
Alemania	113,68	4,4	455,85	17,7	65,4	2,5	9,50	0,4	644,43	25,1
Estonia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Irlanda	90,61	57,9	386,0	246,7	54,00	34,5	40,73	26,0	571,34	365,2
Grecia	15,47	7,2	85,0	39,5	0,0	0,0	8,0	3,7	108,47	50,4
España	101,10	9,4	201,15	18,7	2,86	0,3	31,85	3,0	336,96	31,4
Francia	26,65	1,3	336,15	16,8	4,70	0,2	0,0	0,0	367,50	18,4
Italia	20,0	1,3	80,0	5,1	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0	6,3
Chipre	0,0	0,0	3,0	16,9	0,0	0,0	0,0	0,0	3,0	16,9
Letonia	0,83	4,1	5,15	25,7	0,54	2,7	2,26	11,3	8,78	43,8
Lituania	0,58	1,9	0,29	0,9	0,58	1,9	0,0	0,0	1,45	4,7
Luxemburgo	2,50	5,8	5,80	13,5	0,0	0,0	0,32	0,7	8,62	20,1
Hungría	1,07	1,1	5,35	5,3	0,04	0,0	3,87	3,9	10,33	10,3
Malta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Países Bajos	37,64	6,3	200,0	33,2	22,79	3,8	52,90	8,8	313,33	52,0
Austria	15,65	5,2	75,20	25,0	0,40	0,1	0,0	0,0	91,25	30,3
Polonia	4,62	1,2	4,62	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	9,24	2,5
Portugal	12,0	7,0	35,45	20,7	0,0	0,0	0,0	0,0	47,45	27,8
Rumanía	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eslovenia	0,25	0,7	12,0	33,7	0,0	0,0	0,0	0,0	12,25	34,4
Eslovaquia	0,66	1,0	2,80	4,1	0,0	0,0	0,0	0,0	3,46	5,0
Finlandia	4,0	2,1	50,0	26,4	0,0	0,0	0,0	0,0	54,0	28,5
Suecia	5,03	1,3	156,0	40,3	0,0	0,0	0,52	0,1	161,56	41,8
Reino Unido	114,61	6,6	435,71	24,9	248,05	14,2	51,93	3,0	850,30	48,7
UE-27	601,39	4,8	3419,47	27,1	427,58	3,4	207,96	1,6	4656,41	36,9

Fuente: Comisión Europea. Commission staff working paper. Otoño 2012.

[http://ec.europa.eu/competition/state\\_aid/studies\\_reports/2012\\_autumn\\_working\\_paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/competition/state_aid/studies_reports/2012_autumn_working_paper_en.pdf)

Cuadro nº 2. **LAS AYUDAS A LA BANCA EFECTIVAMENTE UTILIZADAS POR PAÍSES (2008-2011)**

Estado Miembro	Ayudas Recapitalización		Garantías		Intervención sobre activos tóxicos		Medidas de liquidez distintas de garantías		2008-2011	
	billones de €	% PIB 2011	billones de €	% PIB 2011	billones de €	% PIB 2011	billones de €	% PIB 2011	billones de €	% PIB 2011
Bélgica	20,40	5,54	44,23	12,01	7,73,22	2,10	0	0	72,36	19,65
Bulgaria	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rep. Checa	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dinamarca	10,77	4,50	145,0	60,61	0	0	1,97	0,82	157,75	65,94
Alemania	63,24	2,46	135,03	5,25	56,17	2,19	4,75	0,18	259,19	10,08
Estonia	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Irlanda	62,78	40,13	284,25	181,70	2,60	1,66	0,08	0,05	349,71	223,54
Grecia	6,30	2,93	56,30	26,17	0	0	6,90	3,21	69,49	32,31
España	19,31	1,80	62,20	5,79	2,86	0,27	19,31	1,80	103,68	9,66
Francia	22,46	1,12	92,73	4,64	1,20	0,06	0	0	116,39	5,83
Italia	4,05	0,26	10,90	0,69	0	0	0	0	14,95	0,95
Chipre	0	0	2,83	15,91	0	0	0	0	2,83	15,91
Letonia	0,51	2,53	0,54	2,69	0,41	2,03	0,97	4,86	2,43	12,12
Lituania	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Luxemburgo	2,60	6,07	1,65	3,84	0	0	0,19	0,44	4,43	10,35
Hungría	0,11	0,11	0,01	0,01	0	0	2,13	2,12	2,24	2,23
Malta	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Países Bajos	18,86	3,13	40,90	6,79	5,0	0,83	30,40	5,05	95,16	15,80
Austria	7,38	2,45	19,33	6,43	0,40	0,13	0	0	27,11	9,01
Polonia	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Portugal	0	0	8,54	5,0	3,10	1,81	3,81	2,23	15,45	9,04
Rumanía	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Eslovenia	0,25	0,70	2,15	6,03	0	0	0	0	2,40	6,73
Eslovaquia	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finlandia	0	0	0,12	0,06	0	0	0	0	0,12	0,06
Suecia	0,78	0,20	19,92	5,15	0	0	0	0	20,70	5,35
Reino Unido	82,39	4,72	158,22	9,06	40,41	2,31	18,55	1,06	299,57	17,15
UE-27	322,18	2,55	1084,83	8,59	119,88	0,95	89,06	0,70	1615,96	12,79

Fuente: Comisión Europea. Commission staff working paper. Otoño 2012.

[http://ec.europa.eu/competition/state\\_aid/studies\\_reports/2012\\_autumn\\_working\\_paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/competition/state_aid/studies_reports/2012_autumn_working_paper_en.pdf)

Nota: billón.

Los cuadros nº 1 y nº 2 son suficientemente ilustrativos de la contundencia utilizada en el caso de los países europeos. El primero de ellos muestra, para cada país, las ayudas aprobadas en el periodo 2008-2011, mediante distintos instrumentos: re-capitalización directa, garantías, compra de activos, o medidas de liquidez. Nada menos que 4,6 billones de euros, es decir el 37% del PIB, fueron acordados como marco global de apoyo al sistema bancario en el conjunto de la Unión Europea. De ese importe agregado, la máxima cifra, con casi el 80%, correspondía a garantías. Los países con mayor contundencia, en términos de medidas aprobadas, fueron Irlanda y Dinamarca, que se mostraban dispuestos a aportar ayudas que suponían el 365% y el 250% de su PIB, respectivamente.

Aunque las cantidades aprobadas reflejan en cierta medida el compromiso de los Estados por transmitir confianza, realmente no supusieron utilización efectiva en su totalidad. Por ello, es mucho más elocuente el cuadro nº 2. Con una estructura similar al nº 1, recoge los importes de ayudas efectivamente utilizados en el periodo 2008-2011, de nuevo por países y por instrumentos. Para el conjunto de la Unión Europea, 1,6 billones de euros, es decir el 12,8% del PIB, ha sido utilizado en apoyo de los bancos: son las garantías otorgadas, con 1,08 billones (el 8,6% del PIB), el instrumento más utilizado, seguido de las inyecciones de capital, con 0,32 billones (el 2,5% del PIB). Por países sigue destacando Irlanda, que ha otorgado apoyos por el 220% de su PIB. España aparece con un reducido 9,7% de su PIB, cifra que se eleva sustancialmente (hasta algo más del doble) si se consideran 2012 y 2013, años en los que se ha materializado la inyección de capital público con cargo al programa de asistencia financiera (41.000 millones), así como el traspaso de activos inmobiliarios al «banco malo» (SAREB), con algo más de 50.000 millones de euros en concepto de aval del Estado. Se constata con ello algo la característica que a menudo se ha criticado sobre la gestión de la crisis bancaria española: el retraso en asumir la misma, en comparación con los países europeos. De hecho, una desagregación por años de los importes comprometidos por los Estados pone de manifiesto que en la mayoría de los países europeos el grueso de las ayudas fueron concedidas entre 2008 y 2009.

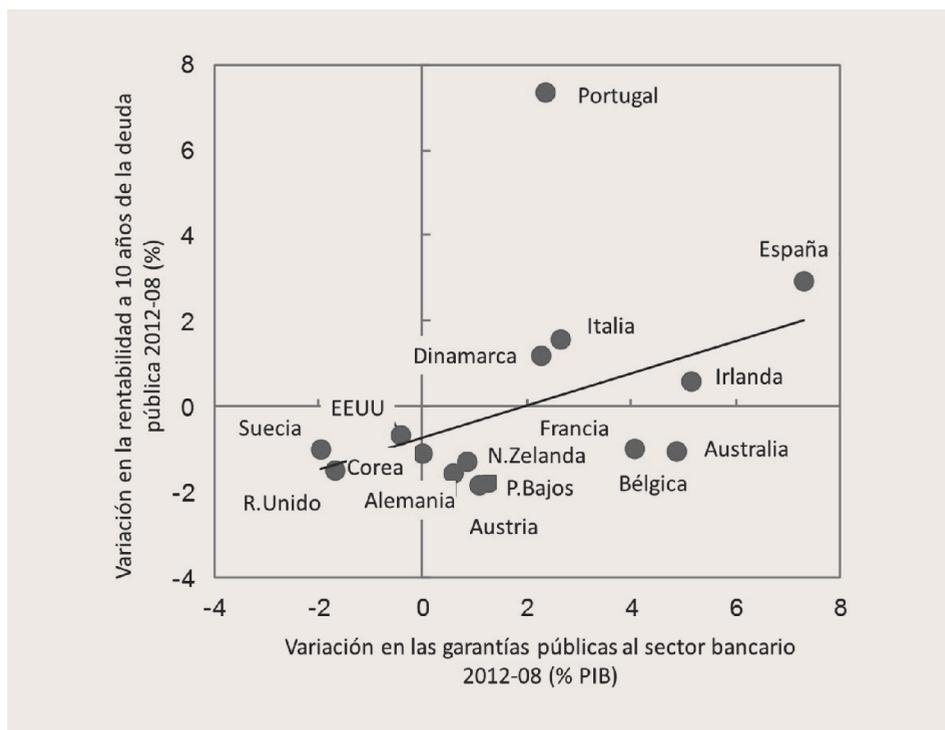
Obviando por el momento ese aspecto de la mayor o menor tardanza en el reconocimiento de la crisis, lo que los cuadros anteriores ponen de manifiesto es la absoluta predisposición de los Estados a apoyar la estabilidad de sus sistemas bancarios, poniendo a su disposición un excepcional arsenal de ayudas. Sin menoscabo de la efectiva consolidación contable de dichas ayudas en las cuentas públicas de los respectivos países, lo cierto es que las mismas actúan como un pasivo contingente desde el momento en que son otorgadas a los bancos receptores. Dicho de otra manera, esas ayudas abrían el camino a una probable transformación de deudas bancarias en deuda pública, mediante la potencial ejecución de las correspondientes garantías.

Esa posibilidad iba a ser identificada rápidamente por los mercados, trasladando al riesgo de las correspondientes deudas públicas la posibilidad de tener que asumir las deudas avaladas a sus sistemas bancarios. El gráfico nº 2 es suficientemente elo-

cuenta al respecto. En él se relaciona la evolución de los tipos de interés en los bonos públicos de diferentes países (escala vertical), con la magnitud relativa de las garantías otorgadas por el sector público a los respectivos sistemas bancarios. La relación es positiva y altamente significativa, y pone de manifiesto la primera fase del círculo vicioso entre riesgos bancarios y soberanos, es decir una relación causal entre el deterioro potencial de los activos bancarios de cada país, y la penalización por los mercados a sus correspondientes mercados de deuda pública.

Esa relación positiva no solo tiene su origen en las medidas de apoyo directo de los Estados a los bancos, sino también en los efectos indirectos derivados de un deterioro económico que iba a afectar a la calidad de los activos bancarios, amplificando la incapacidad de los bancos para suministrar financiación a la economía. Y esos efectos indirectos iban a ser tanto más intensos cuanto mayor fuera el peso de los bancos en la financiación de la economía, siendo España en este sentido uno de los más destacados, como analizaremos en secciones posteriores.

Gráfico nº 2. EL APOYO PÚBLICO A LOS BANCOS Y LA VARIACIÓN DE PRIMAS DE RIESGO SOBERANO



Fuente: AFI basado en datos del «IMF Fiscal Monitor: Taking Stock A Progress Report on Fiscal Adjustment», October 2012.

Pero adicionalmente a todo lo anterior, la crisis obligó a los gobiernos a asumir importantes paquetes de estímulo fiscal en 2009, bien de forma proactiva –reducciones de impuestos, o programas de gasto público– o reactivamente, mediante los denominados estabilizadores automáticos –mayores prestaciones por desempleo, mayores jubilaciones anticipadas, menores recaudaciones impositivas por menor actividad, etc.–.

Todos estos paquetes de soporte público contribuyeron a incrementar fuertemente la deuda pública en la mayoría de países, al tiempo que los sectores privados –empresas y familias, fundamentalmente– llevaban a cabo procesos de reducción de su deuda viva. Un incremento tan intenso de la deuda pública en tan corto periodo de tiempo no podía ser inocuo desde la perspectiva de los mercados financieros, especialmente en cuanto a su percepción de la capacidad de los Estados para hacer frente a dichas deudas, entrando en una segunda fase en el círculo vicioso entre riesgo bancario y riesgo soberano: el deterioro de las cuentas públicas, en gran medida causada por la necesidad de los Estados de tomar medidas para paliar la crisis bancaria de 2008 (primera fase), termina influyendo adversamente en la percepción de la capacidad de pago de la deuda pública y, con ello, sobre las primas de riesgo imputadas a la misma.

### 3. LOS BANCOS QUE FINANCIAN A ESTADOS... Y ASUMEN MÁS RIESGOS

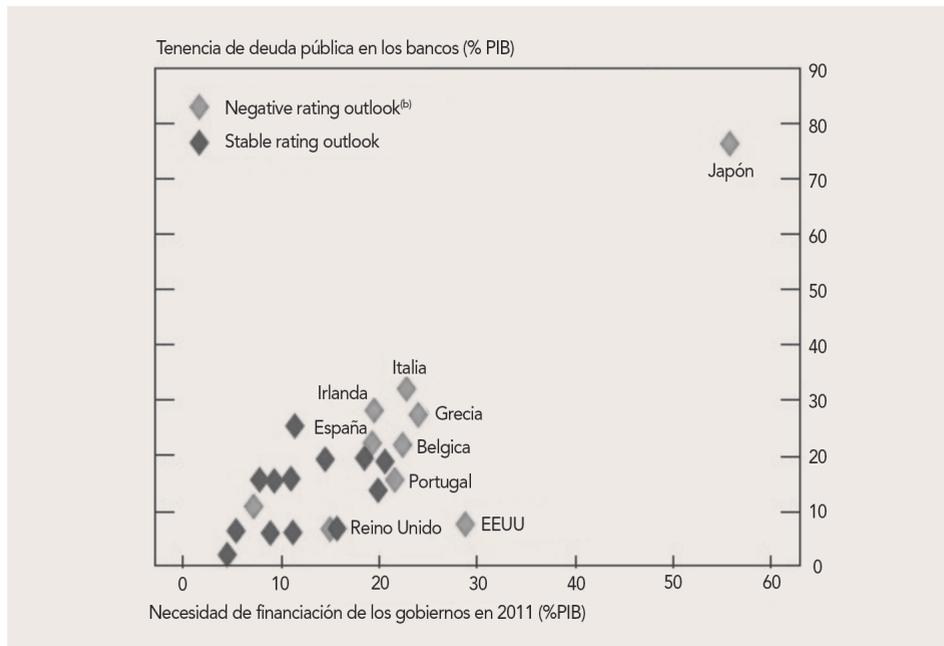
Ese generalizado deterioro en la percepción de solvencia de la deuda pública, por otra parte, implicaba la ruptura de un paradigma de la economía financiera, como es la existencia de un «activo sin riesgo». Esa constatación de que la deuda pública pasa a ser un activo de riesgo va a tener importantes implicaciones sobre los tenedores de esos bonos públicos, que van a estar sometidos a un mayor «riesgo de precio» consecuencia de alteraciones en la percepción de la calidad crediticia, en la medida en que el valor de mercado de sus tenencias de deuda puede sufrir, por la variación de las primas de riesgo que el mercado imputa a la misma.

En la medida en que los bancos sean tenedores significativos de la deuda pública de sus respectivos países, estaríamos entrando en una especie de círculo vicioso, que define lo que hemos venido en denominar tercera fase de la espiral entre riesgos bancarios y soberanos: el deterioro de la deuda pública que hubo que asumir para paliar la crisis bancaria inicial, se vuelve ahora en contra de los bancos, principales poseedores de dicha deuda pública.

El papel de los bancos como financiadores de sus respectivos Estados es bastante generalizado, y guarda una estrecha relación con las necesidades de financiación pública, como ilustra el gráfico nº 3. En él se presentan en el eje vertical las tenencias de bonos por parte de los bancos, y en el horizontal las necesidades de financiación. En ambos casos se refleja el agregado para cada país, referido a 2011, y relacionado con

los PIB correspondientes. Esa relación es positiva y altamente significativa, pudiendo observarse claramente dos «outliers», es decir países que se apartan de la tendencia general: Reino Unido y, sobre todo, Estados Unidos.

Gráfico nº 3. **LAS NECESIDADES DE FINANCIACIÓN PÚBLICA Y LA FINANCIACIÓN DE LOS ESTADOS**

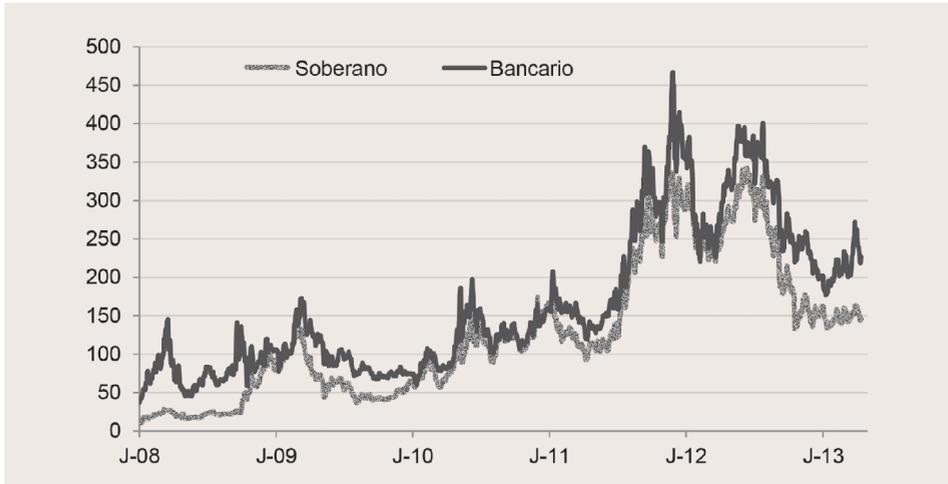


Fuente: Bank of England - Financial Stability Report June 2011.

Dicha relación pone de manifiesto, por tanto, un primer componente de autoalimentación: los bancos, cuya crisis inicial provocaba la necesidad de apoyos públicos e incremento potencial de la deuda pública, se erigen ahora en los principales compradores de esa deuda, internalizando el riesgo implícito en la misma. Como más adelante analizaremos, en ausencia de una política monetaria capaz de absorber los riesgos de deterioro de solvencia en la deuda soberana, esa peligrosa circularidad entre riesgos bancarios y soberanos tiende a autoperpetuarse.

Se pone de manifiesto, por tanto, una creciente simbiosis entre riesgos bancarios y riesgos soberanos, de tal manera que unos y otros van a guardar una elevada correlación. A modo de ejemplo, valga señalar que la correlación entre los CDS bancarios y soberanos es muy elevada (ver gráfico nº 4), lo que ilustra la estrecha vinculación entre ambos riesgos y va a requerir una solución conjunta para romper el círculo vicioso.

Gráfico nº 4. **LA CORRELACIÓN ENTRE RIESGO BANCARIO Y EL SOBERANO EN LA EUROZONA (Spreads de Credit default swaps)**



Fuente: AFI basado en datos de Bloomberg.

Esa autoalimentación entre riesgos bancarios y soberanos se amplificó de forma extraordinaria durante buena parte de 2012 como consecuencia de una actuación del Banco Central Europeo (BCE), dirigida en gran medida a paliar los problemas de liquidez de la banca europea, pero que iba a tener importantes efectos colaterales sobre ese círculo vicioso entre bancos y deuda soberana.

Concretamente, a finales de 2011 el BCE anunciaba dos operaciones de financiación a largo plazo (3 años), conocidas como LTRO por sus siglas en inglés (*Long Term Refinance Operations*), la primera de ellas se realizó en diciembre de 2011 y la segunda en febrero de 2012. Frente a la política previa de inyección de liquidez por el BCE, las dos LTRO anunciadas constituyeron un extraordinario paso adelante, en la medida en que supusieron:

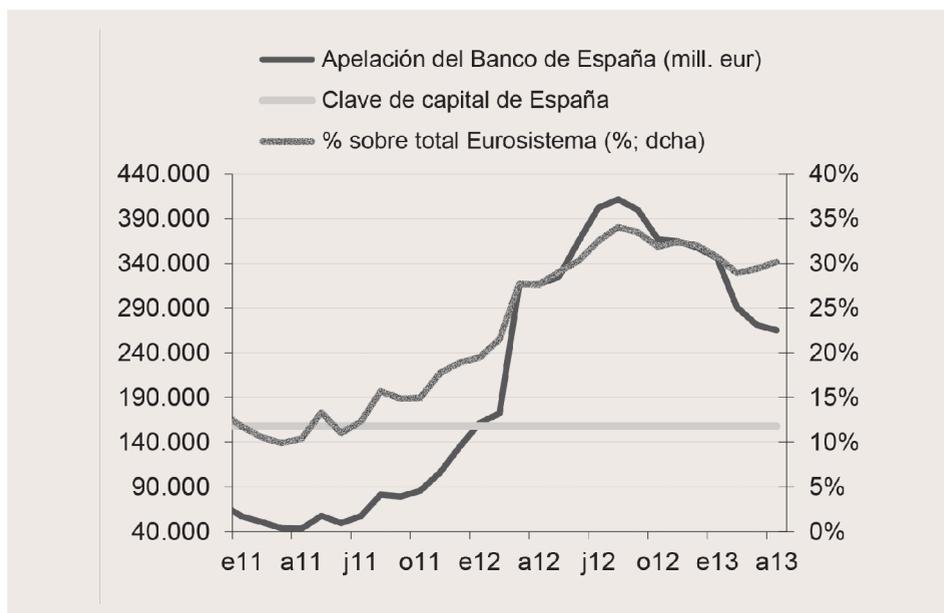
- adjudicar financiación a un plazo (3 años) nunca antes asumido por el BCE (el máximo había sido de 1 año, en sus operaciones especiales de financiación en 2009);
- no establecer un tope cuantitativo a las solicitudes por parte de las entidades financieras siempre que ofreciesen garantía (colateral) suficiente (fundamentalmente, aunque no sólo, deuda pública)
- garantizar un tipo de interés extraordinariamente reducido para ese plazo dilatado de financiación, en la medida en que el tipo de interés, inicialmente del 1%, se reduciría en la medida en que lo hiciese el de intervención del

BCE, algo que ya ocurrió en julio de 2012, y de nuevo en mayo de 2013, no siendo descartable que pueda ocurrir de nuevo en los próximos meses.

Esas operaciones anunciadas fueron muy bien recibidas por el sistema bancario europeo, y se saldaron con un adjudicación total de un billón de euros, a partes iguales (de 500.000 millones) en cada una de las dos LTRO convocadas.

Una inyección de financiación por el BCE de tal magnitud tendría un efecto extraordinariamente favorable sobre el sistema bancario europeo, no solo al garantizar liquidez a un plazo suficientemente dilatado como para permitir normalización de los mercados mayoristas, sino también en capacidad de generación de margen financiero, en la medida en que los fondos dispuestos en las LTRO se iban a invertir en activos con rentabilidad sustancialmente más elevada que el coste de dichos fondos. Este iba a ser el caso sobre todo para los sistemas bancarios de las economías consideradas «periféricas», en las que la rentabilidad de su deuda pública era más elevada, lo que permitiría a sus bancos generar importantes ganancias de margen gracias a las operaciones conocidas como «carry trading»: básicamente tomar dinero del BCE al 1% (y con recorrido a la baja) para invertir en deuda pública con rentabilidades muchos más elevadas.

Gráfico nº 5. **EL ENDEUDAMIENTO BRUTO DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL CON EL EUROSISTEMA**

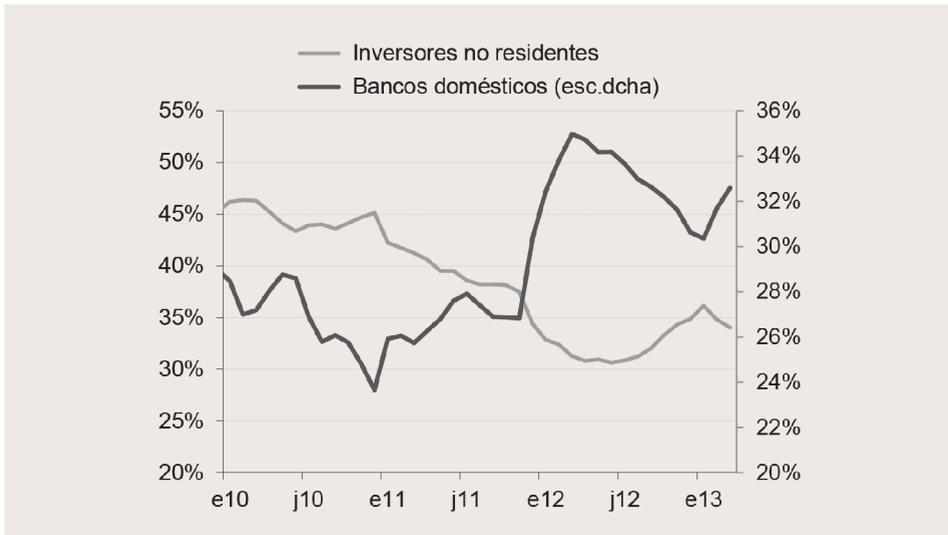


Fuente: AFI basado en BCE y Banco de España.

La oportunidad no se iba a dejar pasar, y los bancos españoles acudieron en masa a las dos subastas convocadas, en las que se adjudicaron cerca de 200.000 millones de euros. Como consecuencia de ello, el sistema bancario español alcanzó, en la primavera de 2012, una posición prestataria agregada superior a los 400.000 millones de euros, lo que representaba un 33% del préstamo total otorgado por el Eurosistema, casi tres veces la clave de capital que España mantiene sobre el mismo. De hecho, el sistema bancario español pasó a ser, con diferencia, el mayor tomador de fondos del Eurosistema, superando claramente a los de Italia o Francia, que unos meses antes eran los principales demandantes de financiación del BCE.

Esa intensa apelación de los bancos españoles al Eurosistema tuvo efectos colaterales muy perversos, amplificando extraordinariamente el vínculo entre riesgos bancarios y riesgos soberanos. La razón de ese efecto hay que atribuirla a la masiva compra de deuda pública española que realizaron los bancos españoles como forma de rentabilizar esa financiación tomada del BCE, mediante las citadas operaciones de *carry trading*.

Gráfico nº 6. **LAS TENENCIAS DE DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA POR INVERSOR**  
(% sobre el total)



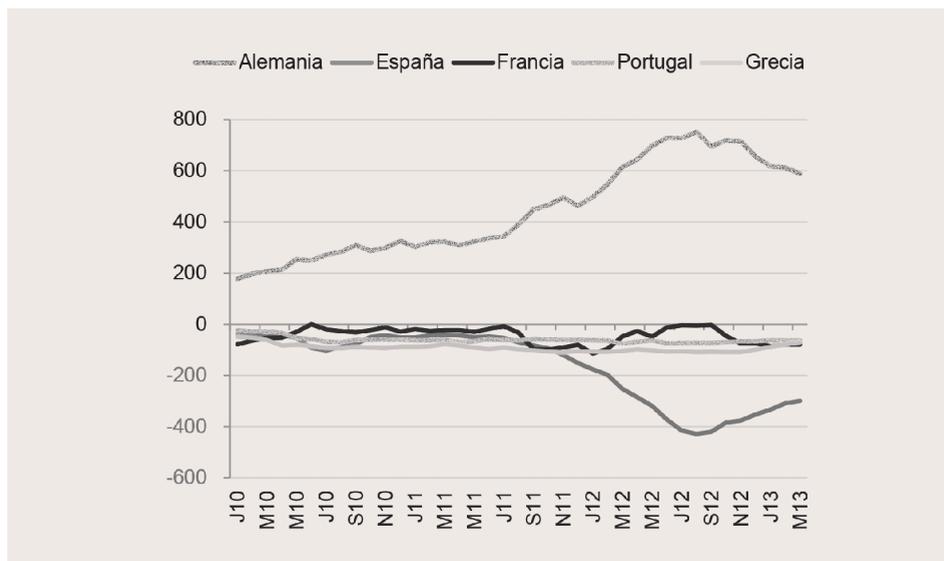
Fuente: AFI basado en Tesoro español.

Como puede comprobarse en el gráfico nº 6, los bancos españoles incrementaron sus posiciones en deuda pública española en más de 60.000 millones de euros tras las dos subastas LTRO llevadas a cabo por el BCE. Ese incremento coincidía, de forma no casual, con un descenso prácticamente similar en las tenencias de deuda pública española por parte de inversores extranjeros, de tal manera que los vasos co-

municantes funcionaban en una única dirección, merced al apoyo del BCE: los inversores extranjeros deshacían sus posiciones en deuda pública española, y eran los bancos españoles los que actuaban como contrapartida compradora, contando para ello con la financiación del BCE a través de las subastas LTRO.

De hecho, una actuación del BCE encaminada a facilitar financiación al sistema bancario, en un contexto de imposible financiación mayorista de los mismos, iba a producir precisamente una consecuencia extraordinariamente perversa, cual es la de una segmentación sin precedentes en la dependencia de los bancos respecto al BCE, como se aprecia en el gráfico nº 7. Los bancos de los países «periféricos» (España, Italia, Irlanda, Portugal y Grecia) se convirtieron en importantes deudores del BCE, a quien de forma indirecta convertían en el principal financiador de sus respectivos Tesoros, si bien el riesgo de crédito de dichas deudas públicas permanecía en el sistema bancario de cada país. Por el contrario, los bancos de los países más saneados financieramente (Alemania, Holanda y Finlandia) asumían importantes posiciones acreedoras frente al Eurosistema.

Gráfico nº 7. **LAS POSICIONES NETAS ANTE EL EUROSISTEMA**  
(miles de millones euros)



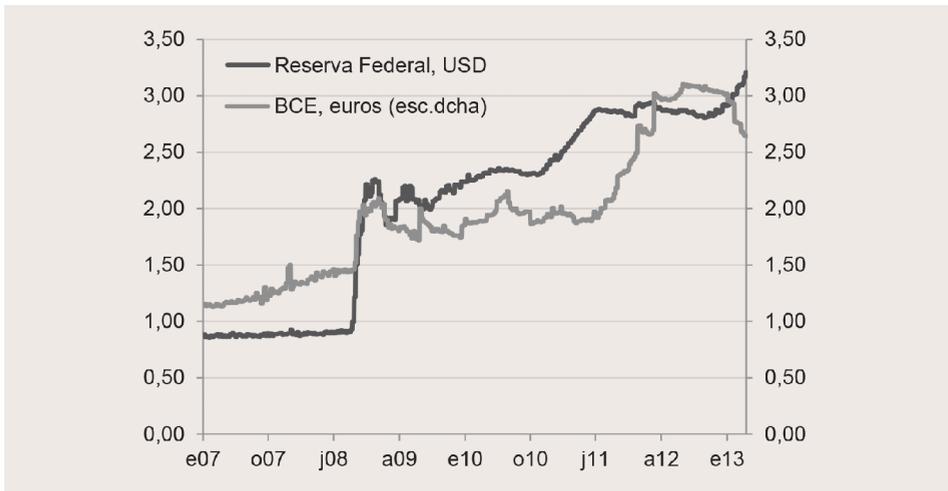
Fuente: AFI basado en BCE y Bloomberg.

Esa fragmentación bancaria en el área Euro, y el peligroso círculo vicioso entre riesgos bancarios y soberanos en dicho área, es en gran medida el resultado de un marco institucional que prioriza en exceso la estabilidad de precios sobre todos los demás objetivos de la política monetaria, especialmente la estabilidad financiera y el mantenimiento de un sistema financiero integrado. Ello limita el papel del BCE

como prestamista de última instancia, lo que a su vez dificulta extraordinariamente la capacidad efectiva del sistema bancario para actuar como correa de transmisión financiera hacia el sistema productivo, como veremos con más detalle en la sección quinta del artículo.

En este sentido, puede ser interesante una reflexión comparativa del papel desempeñado en la crisis por el BCE, frente al desempeñado por la Reserva Federal de EE.UU. (FED). Desde el inicio de la crisis, y hasta el verano de 2012, ambos bancos centrales llevaron a cabo impulsos monetarios muy similares, cuantitativamente hablando, como ilustra el gráfico nº 8. En el mismo se refleja el crecimiento relativo del balance del BCE y la FED, que ha sido muy similar, casi triplicándose en ambos casos, lo que ilustra un considerable esfuerzo para facilitar oferta monetaria a la economía en un contexto de crisis, y de reducción de la velocidad de circulación monetaria.

Gráfico nº 8. **BALANCE DEL BANCO CENTRAL EUROPEO (BCE) Y LA RESERVA FEDERAL (billones de cada divisa)**



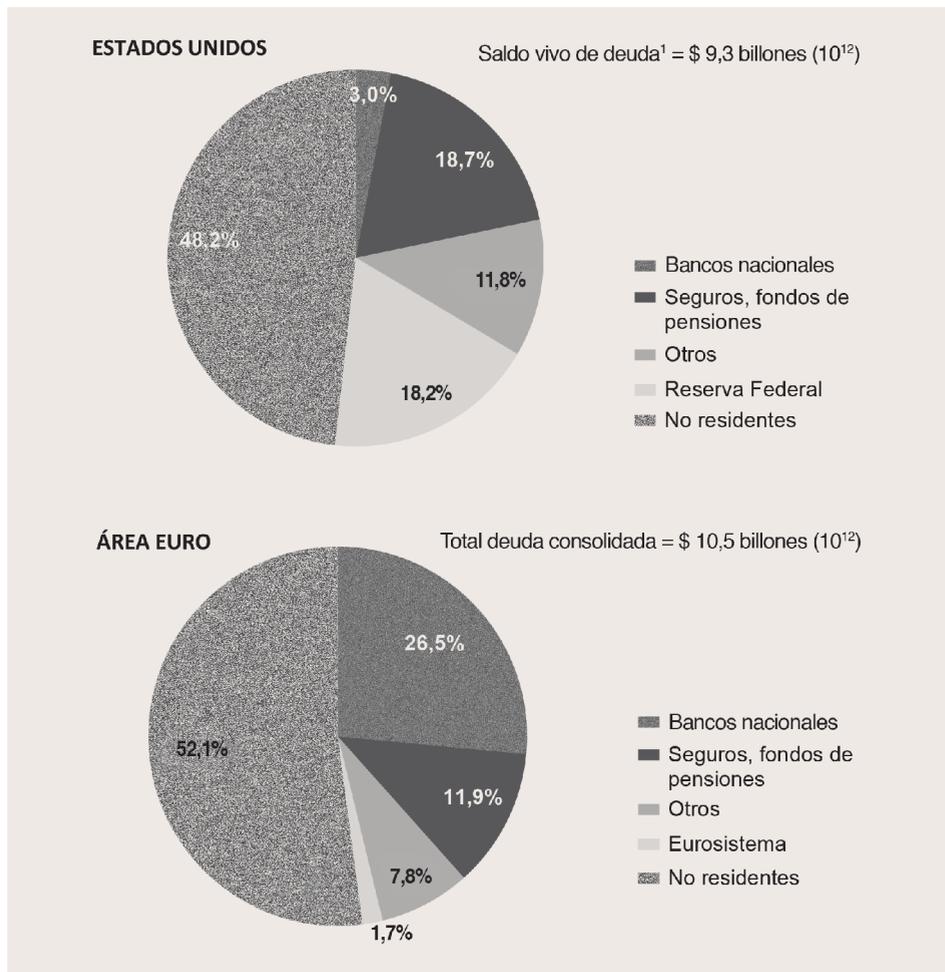
Fuente: AFI basado en datos de Bloomberg.

Ahora bien, frente a un esfuerzo cuantitativamente similar, existen importantes diferencias en la forma en que ambos bancos centrales han instrumentalizado ese impulso monetario, y en particular en lo referido a compra de deuda pública. Mientras la FED ha participado activamente en los programas de compra de bonos del Tesoro, o de bonos con garantía hipotecaria, el BCE por el contrario siempre evitó dicho tipo de actuaciones, hasta septiembre de 2012, cuando anunció su predisposición a llevar a cabo compras directas de deuda de países miembros.

Con anterioridad a dicha fecha, la estrategia del BCE descansaba únicamente en prestar dinero a los bancos con la garantía (colateral) de sus propias tenencias de

deuda pública. Ahora bien, dado el tradicional sesgo (ampliamente constatado empíricamente) nacional en las tenencias de deuda pública, esa estrategia no hacía sino alimentar el círculo vicioso entre bancos y Estados, como ya hemos comentado.

Gráfico nº 9. LA DEUDA PÚBLICA EN EE.UU. Y EN LA EUROZONA: SALDO VIVO (2011) Y TENEDORES DE LA MISMA



Fuente: AFI basado en datos del FMI. GSFR (Abril 2012).

El diferente comportamiento del BCE y la FED puede ser analizado desde otra perspectiva complementaria, y es el de las tenencias de deuda pública a uno y otro lado del Atlántico, como pretende ilustrar el gráfico nº 9. Ambas zonas económicas tienen un volumen de deuda pública muy parecido, en el entorno de 9 a 10 billones de dólares; y en ambos casos existe una importante presencia de inversores extranjeros (con un peso en torno al 50%) entre los tenedores de dicha deuda. La principal

diferencia, sin embargo, aparece en cuanto al papel de los bancos privados, y del banco central, en uno y otro caso.

Así, mientras en Estados Unidos la banca apenas alcanza el 3% en términos de tenencia de deuda pública, la FED aparece como el principal inversor doméstico, con cerca del 20% de la deuda pública en circulación. Por el contrario, en la eurozona el BCE apenas representa el 2% entre los tenedores de deuda pública, mientras que los bancos domésticos representan casi el 27%.

Una diferencia tan acusada está, sin duda alguna, en la raíz de los problemas de deuda pública en el área euro, y de su círculo vicioso con los riesgos bancarios, situación que no aparece en Estados Unidos, donde su banco central sí que está cumpliendo sin problemas su papel de prestamista de última instancia.

#### **4. LAS POLÍTICAS DE AUSTRERIDAD QUE AGUDIZAN LA RECESIÓN... Y EL DETERIORO DE LOS BALANCES BANCARIOS**

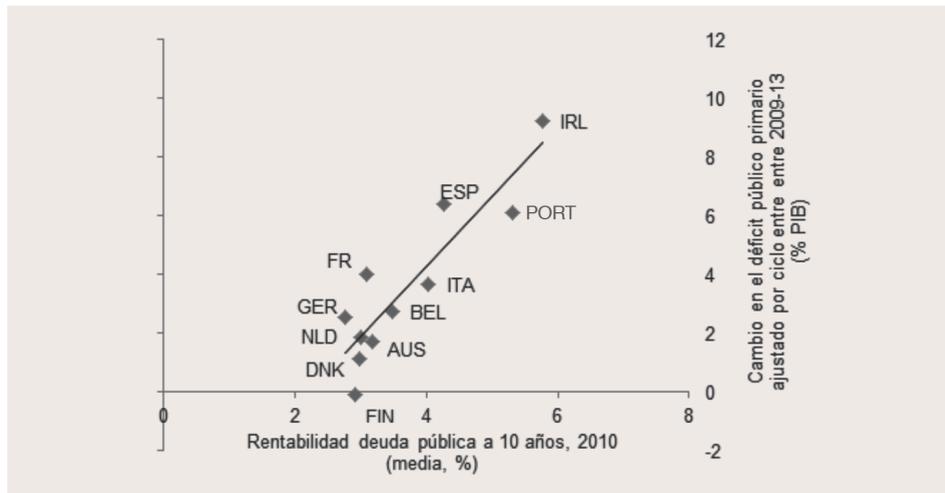
Esa diferencia entre el BCE y la FED en lo referente a la compra directa de deuda pública, en el marco de su papel como prestamista de última instancia, responde, por un lado, a la mencionada asimetría de la política monetaria en Europa, exclusivamente al servicio de la estabilidad de precios por encima de cualquier consideración sobre estabilidad financiera. Pero, por otro, es el reflejo de la doctrina imperante en Europa, respecto a la austeridad de los países como única política posible para corregir los desequilibrios fiscales.

En este sentido, no es difícil inferir que las políticas de austeridad extrema que han sido impuestas a las economías periféricas, entre ellas España, han estado en gran medida inducidas por los mercados financieros, siendo la prima de riesgo de los respectivos bonos públicos frente a los de Alemania el indicador para definir el grado de austeridad a imponer.

El gráfico nº 10, elaborado a partir de datos del Fondo Monetario Internacional, es suficientemente ilustrativo al respecto. En el eje vertical se representa el grado de ajuste fiscal llevado a cabo por los diferentes países, medido por el cambio experimentado en el déficit primario entre 2009 y 2013; en el eje horizontal se representa la prima de riesgo de los bonos de cada país en 2010. La relación es positiva y altamente significativa, lo que indica que aquellos países que estaban más penalizados por los mercados en 2010 son los que se han visto obligados a realizar ajustes fiscales más intensos, destacando especialmente los casos de Irlanda, Portugal y España.

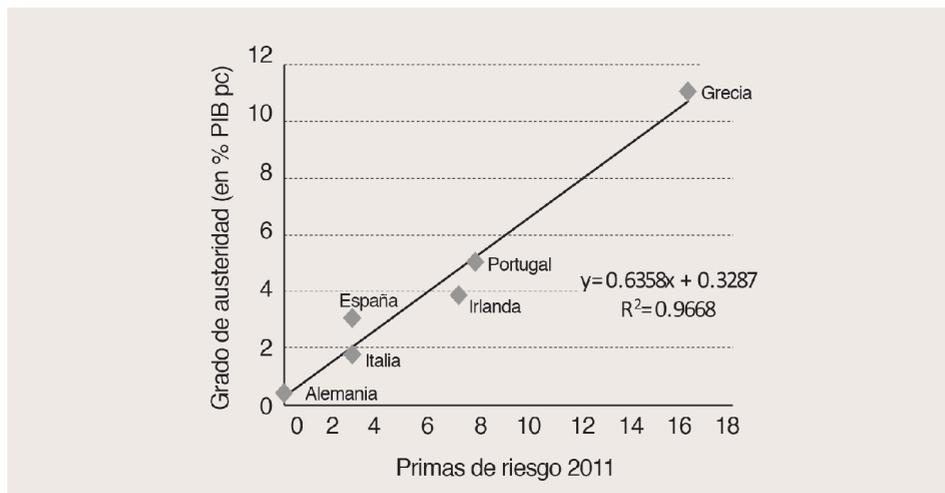
Unos resultados muy similares fueron obtenidos por De Grawe y Ji (2013), para una muestra más reducida de economías, las consideradas periféricas. Como puede observarse en el gráfico nº 11, existe una correlación cercana al 100% entre las primas de riesgo exigidas por los mercados en 2011, y las medidas de austeridad que en el año siguiente se vieron obligados a tomar cada uno de esos países.

Gráfico nº 10. EL AJUSTE FISCAL INDUCIDO POR LOS MERCADOS



Fuente: AFI basado en datos del FMI. Fiscal Monitor, Octubre 2012.

Gráfico nº 11. LAS MEDIDAS DE AUSTRERIDAD EN RESPUESTA A LAS PRIMAS DE RIESGO DE RIESGO



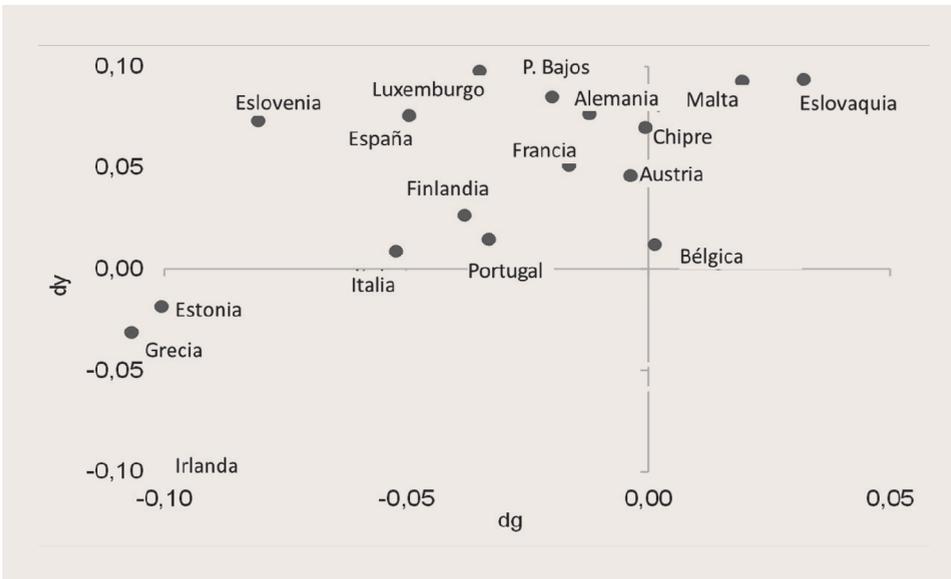
Fuente: AFI basado en De Grawe-Ji (2013) y datos de Datastream.

El problema de una excesiva austeridad inducida por los mercados es que la misma puede generar una espiral de acumulación de deuda pública, es decir, justamente lo que se pretendía corregir en primer lugar. Dicha espiral, y con ello la insostenibilidad de la deuda pública, se produce cuando el tipo de interés real a pagar por la deuda pública es superior al crecimiento real de la economía, entrando en la de-

nominada «trampa de la deuda». El propio Fondo Monetario Internacional, en su informe de seguimiento fiscal de marzo 2013 (Fiscal Monitor), reconoce que ese es el caso en todos los países europeos considerados «periféricos». En el caso concreto de España, y tomando 2012 como referencia, la diferencia entre el tipo de interés real y el crecimiento real de la economía era del 4%, un factor de acumulación de deuda extraordinariamente peligroso, ya que amplifica todavía más el factor depresivo de una excesiva austeridad.

Esa relación entre austeridad y recesión económica ha sido objeto de numerosos estudios empíricos tratando de estimar el denominado multiplicador fiscal, es decir la relación entre ajustes fiscales y subsiguientes variaciones en el PIB. Frente a una cierta percepción de que dicho multiplicador era cercano a cero, la evidencia más reciente permite concluir que se halla más cercano a la unidad, o incluso mayor. De hecho, el propio FMI (2012) concluye que ese multiplicador excede claramente a la unidad en momentos de crisis como el actual. Eso es lo que se desprende claramente de un reciente estudio empírico llevado a cabo por Shambaugh (2012), relacionando, para una amplia muestra de países europeos, las variaciones en el gasto público durante el periodo 2008-2011 (escala horizontal) con la variaciones contemporáneas en sus respectivos PIB (gráfico nº 12). La pendiente de la relación es 1,06, significativa al 99% de confianza, poniendo de manifiesto que recortes en gasto público producen efectos contractivos proporcionalmente superiores en el PIB.

Gráfico 12. LA RELACIÓN ENTRE LAS VARIACIONES DEL GASTO PÚBLICO Y DEL PIB (2008-2011)



Fuente: AFI basado en datos de FMI.

De hecho, Shambaugh (2012) lleva a cabo pruebas empíricas adicionales incorporando el ratio de bancarización (activos bancarios sobre el PIB) como variable explicativa adicional, en un modelo multivariante para explicar el multiplicador fiscal. Los resultados demuestran que el grado de bancarización afecta significativamente al multiplicador fiscal. El coeficiente estimado tiene signo negativo, indicando que los efectos adversos de la austeridad sobre el PIB son mayores cuando mayor es el peso de los activos bancarios sobre la economía.

En nuestra opinión, esos resultados estarían poniendo sobre la mesa el papel clave que los bancos deben desempeñar en el suministro de flujos financieros a la economía. Cuanto mayor sea el peso del canal bancario en dichos flujos, más dependiente será la economía de un anormal funcionamiento de los bancos en momentos de crisis, y por tanto mayor será el impacto adverso de recortes fiscales sobre el crecimiento de la economía.

En la sección siguiente analizamos cómo se está generalizando en Europa, y muy especialmente los países «periféricos», entre ellos España, esa tercera fase del círculo vicioso entre riesgos bancarios, riesgos soberanos, y crecimiento económico.

## 5. LOS BANCOS QUE NO DAN CRÉDITO... Y FRENAN LA RECUPERACIÓN

En la literatura sobre sistemas financieros, es suficientemente conocida la tradicional diferenciación entre aquellos en los que predomina una orientación hacia la intermediación bancaria (*banking oriented*) y aquellos con un mayor peso de los mercados financieros no intermediados (*market oriented*). Tradicionalmente se asimila los segundos a los países anglosajones (Estados Unidos y Reino Unido, fundamentalmente), mientras que en Europa continental domina el peso de los bancos en los sistemas financieros.

Esa percepción tradicional puede verse corroborada en el cuadro nº 3, que muestra algunos elementos estructurales del sistema financiero en Estados Unidos y en la Unión Europea. Ambas zonas geográficas tienen un tamaño económico (PIB) y demográfico bastante similar, pero muestran una clara diferencia en cuanto a la especialización de sus respectivos sistemas financieros, con una presencia bancaria muy superior en Europa que en USA. Concretamente, el sistema bancario europeo (medido por su volumen de activos, o por el peso de los mismos sobre el PIB) es casi tres veces el correspondiente a Estados Unidos; este, por el contrario, tiene una especialización mucho mayor en financiación directa a través de los mercados.

Con una estructura semejante, parece fuera de toda duda que Europa muestra una sensibilidad muy superior a la existente en Estados Unidos debido a un anormal funcionamiento del sistema bancario, en términos de concesión de crédito. Esas disfuncionalidades afectarían, en el caso europeo, al 75% de los flujos financieros de la economía, frente a tan sólo el 25% en el caso estadounidense.

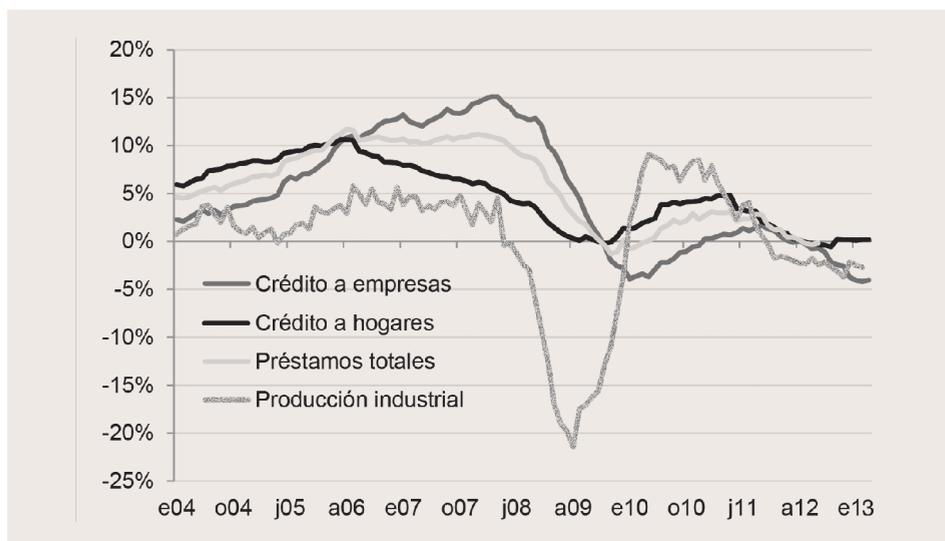
**Cuadro nº 3. LOS SISTEMAS FINANCIEROS DE UE y DE EE.UU. (datos de 2010)**

	UE	EEUU
Bancos (número)	6.450	6.840
Activos bancarios (10 <sup>12</sup> \$ = billones de dólares)	31,1	11,8
Activos bancarios /PIB	350%	120%
Flujos bancarios /financieros	74%	24%

Fuente: AFI en base a European Banking Federation data. EU Banking sector: Facts and Figures, Nov. 2010.

Y sin duda puede concluirse que se está produciendo un anormal funcionamiento en el sistema bancario europeo, especialmente en cuanto a financiación de empresas no financieras, como puede comprobarse en el gráfico nº 13. Casi cuatro años consecutivos arrastra ya el conjunto del sistema con tasas de variación negativas en el crédito a empresas no financieras. Ese comportamiento negativo del crédito a empresas no hace sino amplificar la caída de la producción industrial, variable con la que guarda una estrecha correlación.

**Gráfico nº 13. EL CRÉDITO BANCARIO EN EL ÁREA EURO (variación interanual)**



Fuente: AFI basado en datos del BCE.

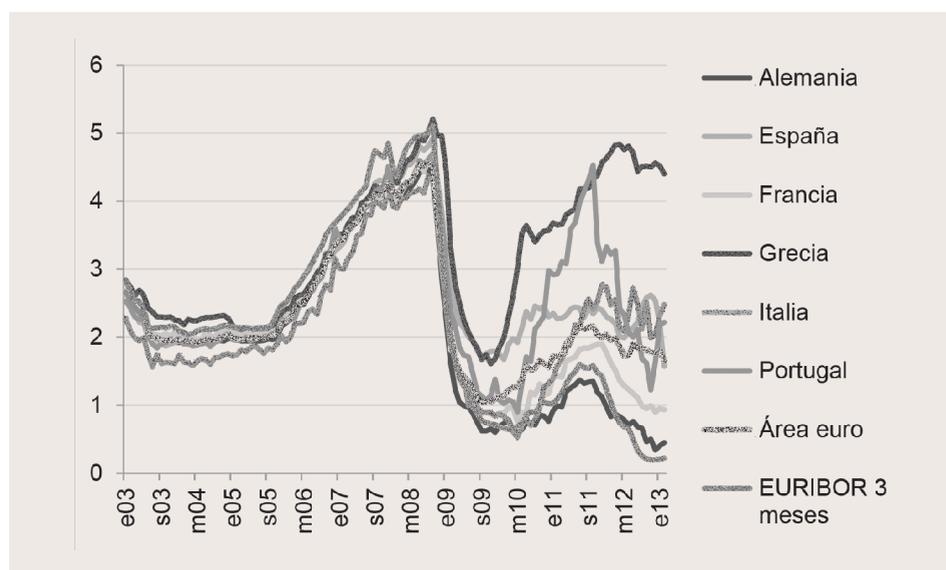
Pero más preocupante que el comportamiento agregado del crédito en Europa, y sin duda reflejo del principal problema bancario en dicho área, es la fragmentación que se ha venido produciendo entre sistemas bancarios de los diferentes países

que la integran. Una primera constatación de dicha fragmentación se produjo a mediados de 2011, cuando los mercados financieros mayoristas se cerraron para los bancos de varios países europeos, lo que provocó la mencionada actuación del BCE (LTRO, ver sección 3) suministrando liquidez a los bancos, que se tradujo en que dicha institución pasara a convertirse en la principal fuente de financiación para los sistemas bancarios de varios países europeos, entre ellos España (ver gráfico nº 5).

Pero no sólo en los mercados financieros mayoristas se produjo la fragmentación. Mucho más peligrosa iba a ser la contaminación (en términos de riesgo soberano actuando como «suelo» para los riesgos bancarios) que se iba a generalizar en el mercado de depósitos minoristas, sin duda alguna el corazón del negocio bancario tradicional. Esa fragmentación en el negocio bancario minorista tendría una doble repercusión, tanto en coste como en disponibilidad de depósitos para las entidades financieras.

En el primer caso, el gráfico nº 14 es suficientemente ilustrativo al respecto. El coste de los depósitos minoristas había sido históricamente muy homogéneo en toda Europa, con una variación que venía explicada fundamentalmente por la de los tipos del BCE, que actuaba como referencia para todos los sistemas bancarios de la eurozona. Sin embargo, desde principios de 2010 esa homogeneidad se rompe, dando paso a una extraordinaria divergencia entre países, con una banda de fluctuación de casi 4 puntos porcentuales.

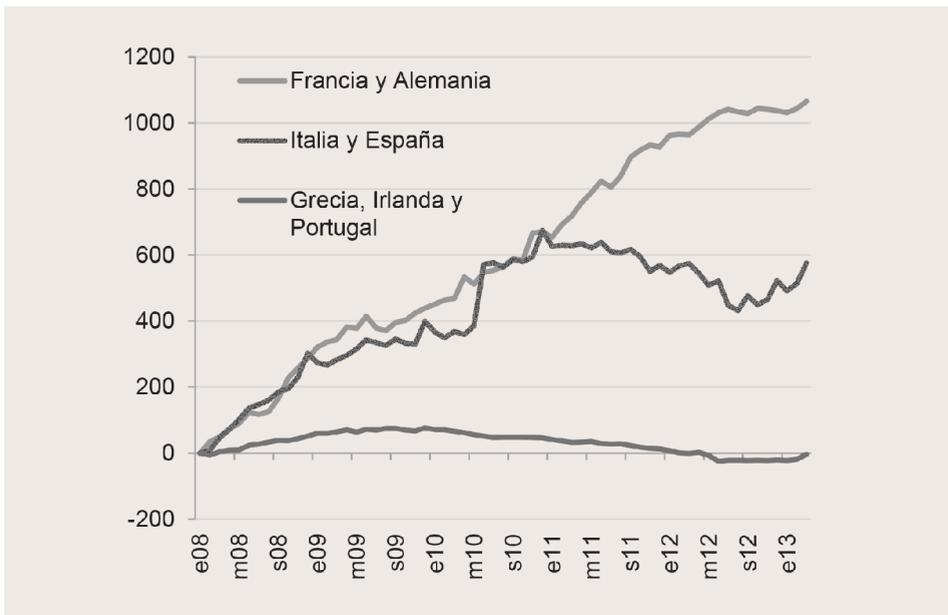
Gráfico nº 14. EL COSTE DE LOS DEPÓSITOS BANCARIOS POR PAÍSES (%)



Fuente: AFI basado en datos del BCE.

Pero, incluso esa extraordinaria divergencia en el coste de los depósitos es incapaz de frenar el otro efecto incluso más grave, cual es la diferente dinámica en la evolución de los saldos de depósitos con clientes (gráfico nº 15). Ya desde los primeros momentos de la crisis los países más débiles, Grecia, Portugal e Irlanda, mostraron dificultades para hacer crecer su base de depósitos bancarios, que sí lo hacía en el resto de países. Pero fue a mediados de 2011, cuando se aceleró el fenómeno de la fragmentación en el segmento de depósitos bancarios: junto a los tres países mencionados, dos grandes, como España e Italia, comenzaron también a sufrir una incapacidad para crecer en depósitos (de hecho, experimentaron caídas moderadas), a la vez que países como Alemania y Francia registraban importantes crecimientos en su base de depósitos bancarios. Una divergencia tal en la evolución de los depósitos bancarios supuso una clara ruptura de la integración financiera en la eurozona, al tiempo que dificultó extraordinariamente la transmisión de los impulsos monetarios hacia el conjunto de las economías europeas.

Gráfico nº 15. **LA VARIACIÓN ACUMULADA DE DEPÓSITOS BANCARIOS DESDE ENERO DE 2008**

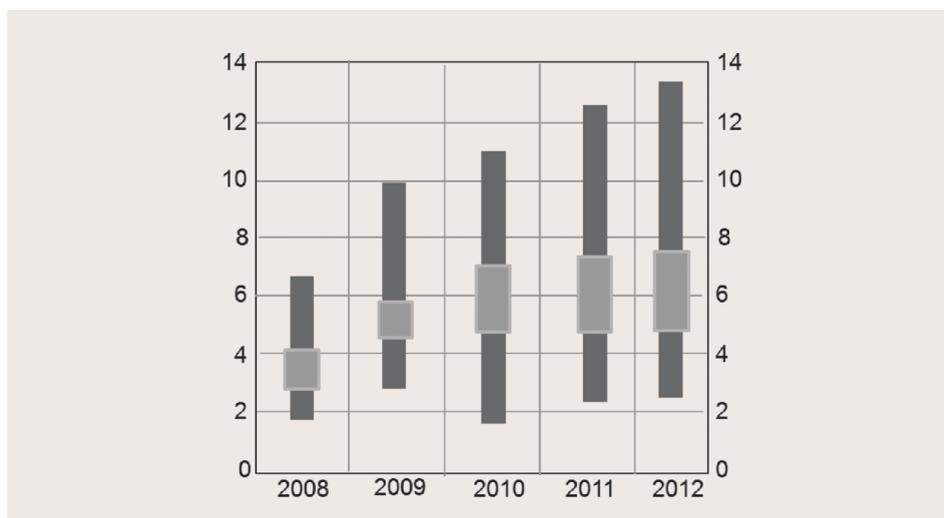


Fuente: AFI basado en datos del BCE.

De hecho, esa incapacidad del sistema bancario para actuar como correa de transmisión de los impulsos monetarios se iba a ver también afectada por otro elemento de fragmentación bancaria en el seno del área euro, cual es la diferente dinámica en el deterioro de los balances bancarios. El gráfico nº 16 es suficientemente

ilustrativo al respecto. En él se presenta la evolución del ratio de activos dudosos para una muestra de bancos grandes y complejos en el área euro («*large and complex banking group*»), en una tarea de seguimiento de dicho grupo de entidades que viene realizando de forma sistemática el BCE. El ratio de créditos dudosos (*dudosidad*) ha continuado creciendo ininterrumpidamente desde el inicio de la crisis, si bien el ritmo de deterioro se ha ralentizado. Pero mucho más relevante que el comportamiento medio, es la fuerte divergencia que se ha producido entre los bancos de la muestra, que refleja una dinámica de deterioro de activos también extraordinariamente heterogénea entre países, y poco apropiada para actuar como correa de transmisión monetaria en una zona que pretende alcanzar una plena integración financiera.

Gráfico nº 16. **LOS PRÉSTAMOS DUDOSOS EN EL ÁREA EURO**  
(% media, máximo, mínimo, y rango intercuartil)



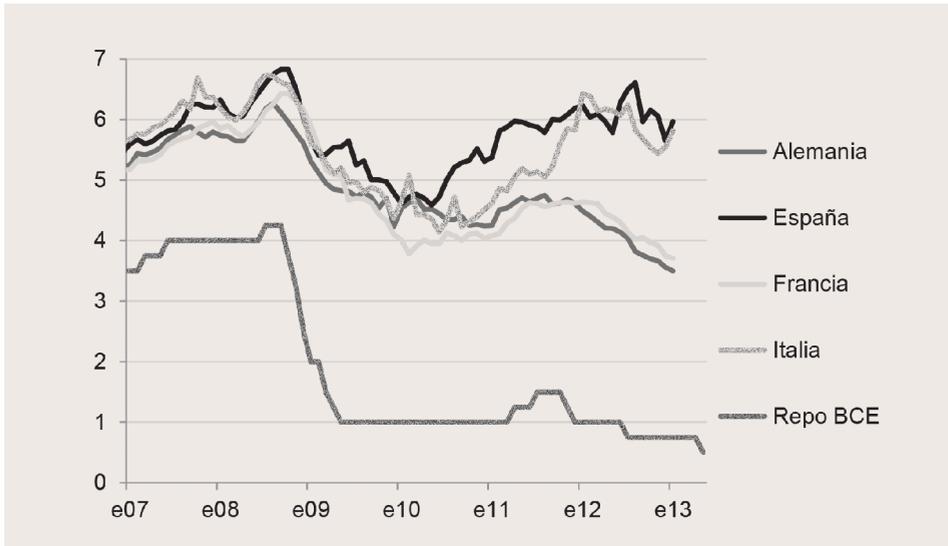
Fuentes: AFI basado en datos del BCE. «Financial Stability Review», Diciembre 2012.

Unas divergencias tan acusadas entre sistemas bancarios europeos, tanto en lo referente a su base de financiación estructural (depósitos), como en la calidad de sus activos, constituyen el germen para que la eurozona sufra también una peligrosa fragmentación en cuanto a la capacidad de suministrar financiación a las empresas, lo cual es más grave dada la casi inexistencia de otras fuentes de financiación no bancaria.

Eso es lo que se pone de manifiesto al analizar las condiciones de financiación empresarial por países (gráfico nº 17). Las sucesivas reducciones de tipos de interés llevados a cabo por el BCE desde el inicio de la crisis han tenido una traslación paralela en el coste de los nuevos créditos concedidos a empresas no financieras en Ale-

mania y Francia. Pero nada de eso ha ocurrido en España o Italia, donde el escaso nuevo crédito que es concedido a las empresas (el flujo de nuevas concesiones ha caído en más de un 50%) comporta unos tipos de interés que exceden entre 1,5% y 2% a los de las empresas alemanas o francesas. Es evidente que una situación similar no constituye un ejemplo representativo de sistema financiero integrado, y desde luego no es el mejor caldo de cultivo para la necesaria inversión empresarial en que debe descansar la recuperación económica en países como España e Italia.

Gráfico nº 17. **COSTE DE PRÉSTAMOS BANCARIOS A EMPRESAS NO FINANCIERAS (plazo 1-5 años, importe hasta 1 millón de euros), (%)**

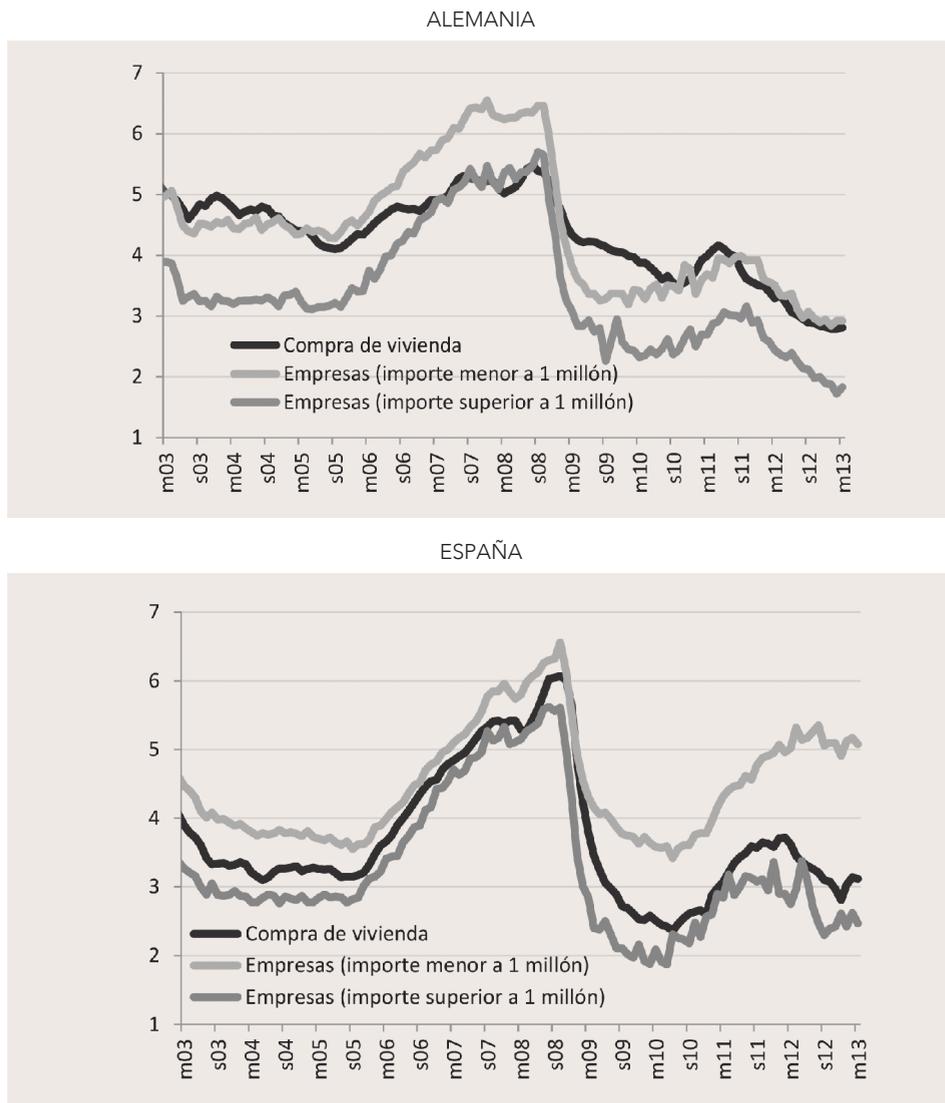


Fuente: AFI basado en datos del BCE.

De hecho, la conclusión en términos de fragmentación financiera, y racionamiento crediticio, es incluso más si se analiza el comportamiento financiero en función del tamaño empresarial, aproximado por el volumen medio de las operaciones de crédito concedidas. En este sentido, el gráfico nº 18 ilustra los tipos medios de concesión, en España y en Alemania, para préstamos a empresas, distinguiendo entre inferiores o superiores a un millón de euros. A modo de contraste, se presenta también el tipo medio de concesión, en ambos países, en préstamos a familias para la adquisición de vivienda. Todos los datos proceden de la recopilación que mensualmente realiza el BCE de las operaciones de concesión por países. Las conclusiones que pueden obtenerse del gráfico son decepcionantes en términos de fragmentación y racionamiento financiero: si bien cabía esperar un mayor coste financiero para pymes que para empresas de mayor dimensión, y esa diferencia se ha mantenido razonablemente estable en el caso alemán, en España se ha producido una clara

segmentación entre uno y otro tipo de empresas, siendo las pymes especialmente penalizadas frente a las de mayor dimensión, o incluso frente a la financiación hipotecaria. Dada la extraordinaria importancia que las pymes tienen en el tejido productivo español, es obvio que corregir la segmentación y racionamiento financiero que actualmente sufren dicho tipo de empresas pasa a ser una necesidad ineludible para recuperar la senda de crecimiento en nuestro país.

Gráfico nº 18. EL COSTE DE PRÉSTAMOS BANCARIOS A EMPRESAS (POR TAMAÑO) Y HOGARES: ALEMANIA FRENTE A ESPAÑA (%)



Fuente: AFI basado en datos del BCE.

## 6. LA NECESIDAD DE ROMPER EL CÍRCULO VICIOSO

Del análisis anterior cabe deducir tres grandes conclusiones. La de mayor alcance estratégico es la relativa a la concreción del horizonte de unión bancaria, al menos en el seno de la eurozona. La existencia de una supervisión única y, muy especialmente, la disposición de mecanismos de resolución igualmente comunes son condiciones para atenuar el riesgo todavía presente en algunos sistemas bancarios del área monetaria común. Junto a ello, la disposición de un sistema de mutualización de garantías sobre los depósitos bancarios se presenta como una condición adicional para reducir la fragmentación financiera hoy dominante en la eurozona.

Mientras la supervisión única, a cargo del BCE, está pendiente de formalizarse definitivamente en breve y podrá ser una realidad en el plazo de un año aproximadamente, el mecanismo único de resolución está, en estos momentos, sujeto a incertidumbres derivadas, además de la definición de la autoridad de la que dependería, de la necesidad de que exista un respaldo financiero mutuo por parte de los Estados implicados en última instancia, una circunstancia que, según algunos de estos Estados, exigiría un cambio en los Tratados, con todas las complicaciones que ello lleva consigo. Algo parecido podría decirse de un sistema de garantía de depósitos común, que ni siquiera aparece mencionado siempre entre los elementos de la unión bancaria.

Decisiones urgentes son las otras dos, tendentes a eliminar los problemas de transmisión de la política monetaria del BCE: a procurar, ante todo, que llegue financiación a las empresas, especialmente a las de pequeña y mediana dimensión, con menor capacidad de apelación directa a los mercados. Para ello, es necesario arbitrar mecanismos institucionales que no sean necesariamente intermediados por los sistemas bancarios.

Por último, el BCE, en nuestra opinión, debe ser más activo en la compra directa de deuda pública, de la misma forma que lo hace la Reserva Federal, en lugar de utilizar a los bancos como canal prioritario de la financiación de la deuda soberana. En estos momentos, los Tratados no permiten dicha financiación a través del mercado primario, motivo por el cual el BCE sólo ha intervenido en el mercado secundario.

Si se desea, podrían cambiarse los Tratados a tal fin, pero, aparte de la dificultad de obtener un consenso en este terreno, tal vez fuera mejor, a la luz de la experiencia de esta crisis y de los objetivos o misiones atribuidos a otros bancos centrales, como la FED, replantearse si tiene sentido la prioridad absoluta asignada a la estabilidad de precios para el BCE, máxime ante un entorno, como es el actual, donde este objetivo no corre riesgos significativos y sí lo hace el crecimiento económico, con todas sus implicaciones para el empleo y el bienestar social.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- DE GRAUWE, P.; JI, Y. (2013): «Panic-driven austerity in the Eurozone and its implications», *VoxEu.org*, February, 21th.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (FMI) (2012): *World Economic Outlook (WEO). Coping with High Debt and Sluggish Growth*, October.
- (2013): *Fiscal Monitor. Fiscal Adjustment in an Uncertain World*. Washington, April.
- SHAMBAUGH, J. C. (2012): «The Euro's Three Crises», *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring, March 12<sup>th</sup>.