

Las líneas de defensa frente al riesgo soberano y al ‘efecto contagio’ en los mercados

¿Qué papel puede y debe jugar la política monetaria?

José Manuel González-Páramo

**Miembro del Comité Ejecutivo y del Consejo de Gobierno
Banco Central Europeo**

**Fundación Antares Foro
Sevilla, 22 de marzo de 2012**

Esquema de la presentación

- 1. Introducción**
- 2. Las raíces de la crisis de deuda soberana**
- 3. Cómo se extendió la crisis de deuda soberana**
- 4. Las medidas adoptadas por el BCE**
- 5. ¿Han sido eficaces las medidas no convencionales del BCE?**
- 6. Conclusiones**

Las raíces de la crisis de deuda soberana

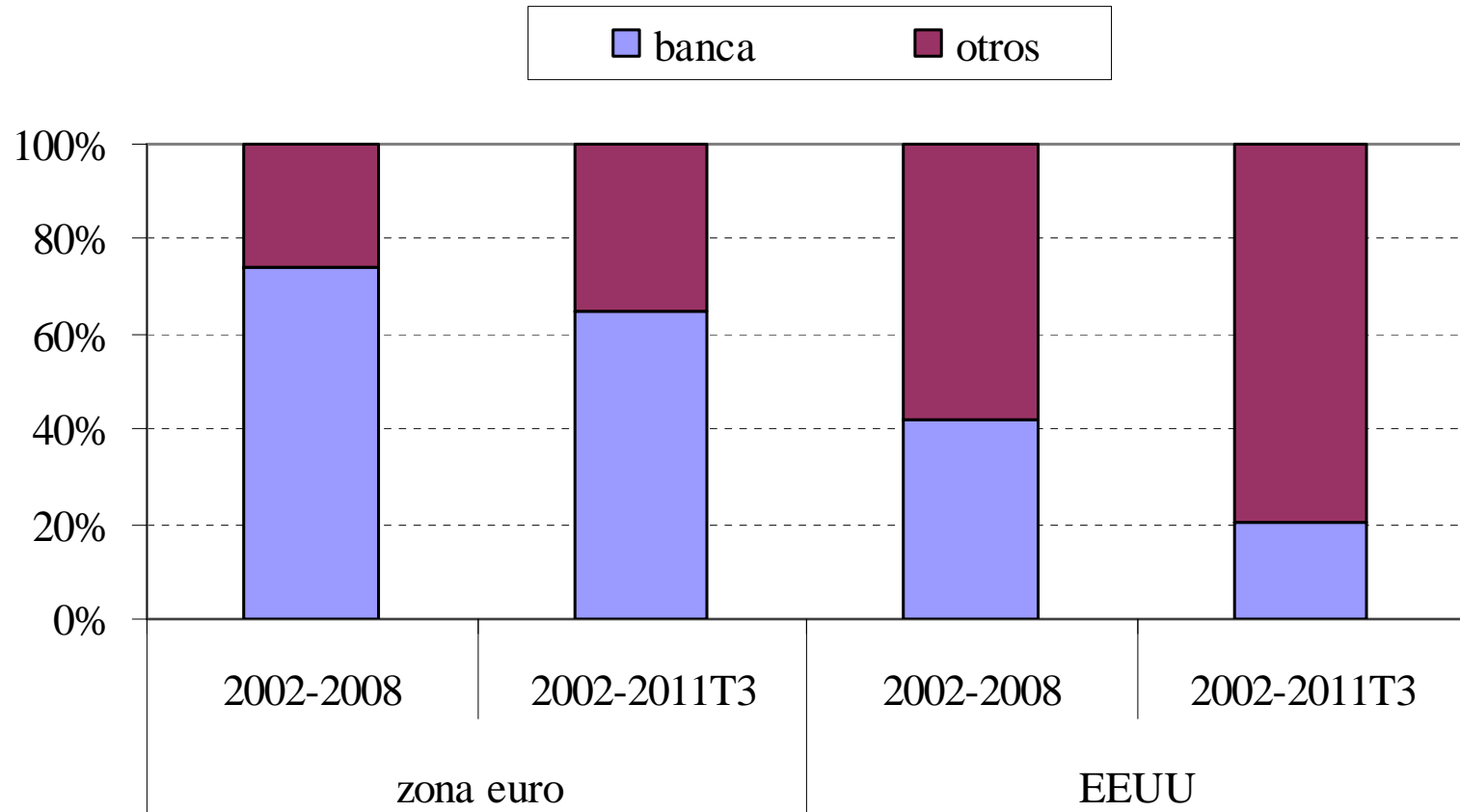
- **Excesos financieros en un marco macroprudencial débil o inexistente**
- **Vulnerabilidades fiscales, desequilibrios estructurales y débil gobierno económico**
- **¿Se han adoptado las medidas necesarias para corregir las causas fundamentales de la crisis?**

Cómo se extendió la crisis de deuda soberana

- **El papel de los bancos en la estructura financiera de la zona euro**
- **La interacción dinámica entre riesgo soberano y riesgo financiero**
- **Interrelaciones de los mercados soberanos de la zona euro**

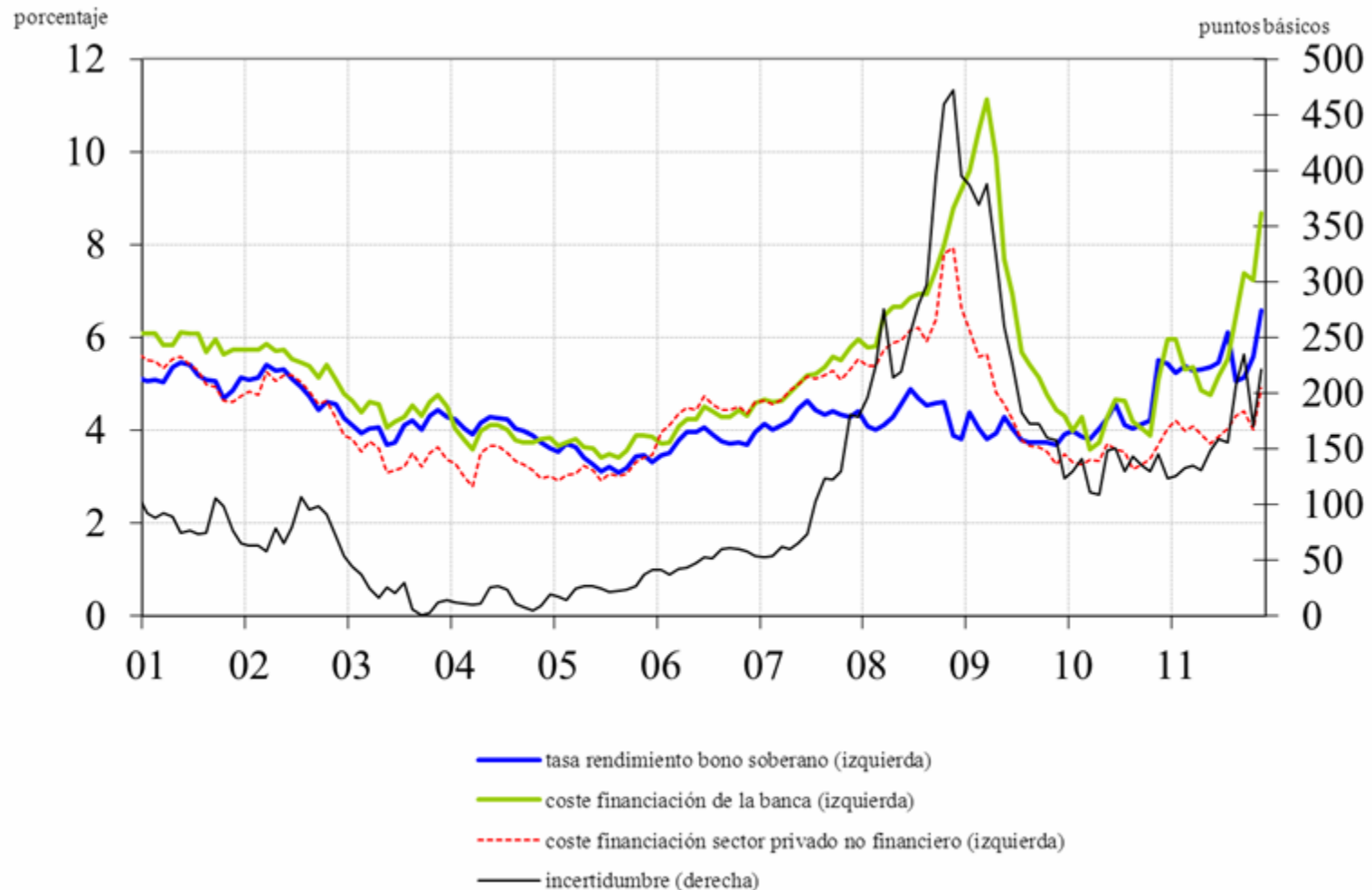
Fuentes de financiación de las empresas no financieras

(porcentajes sobre la financiación total)



Fuente: Eurostat, BCE, Reserva Federal Estadounidense.

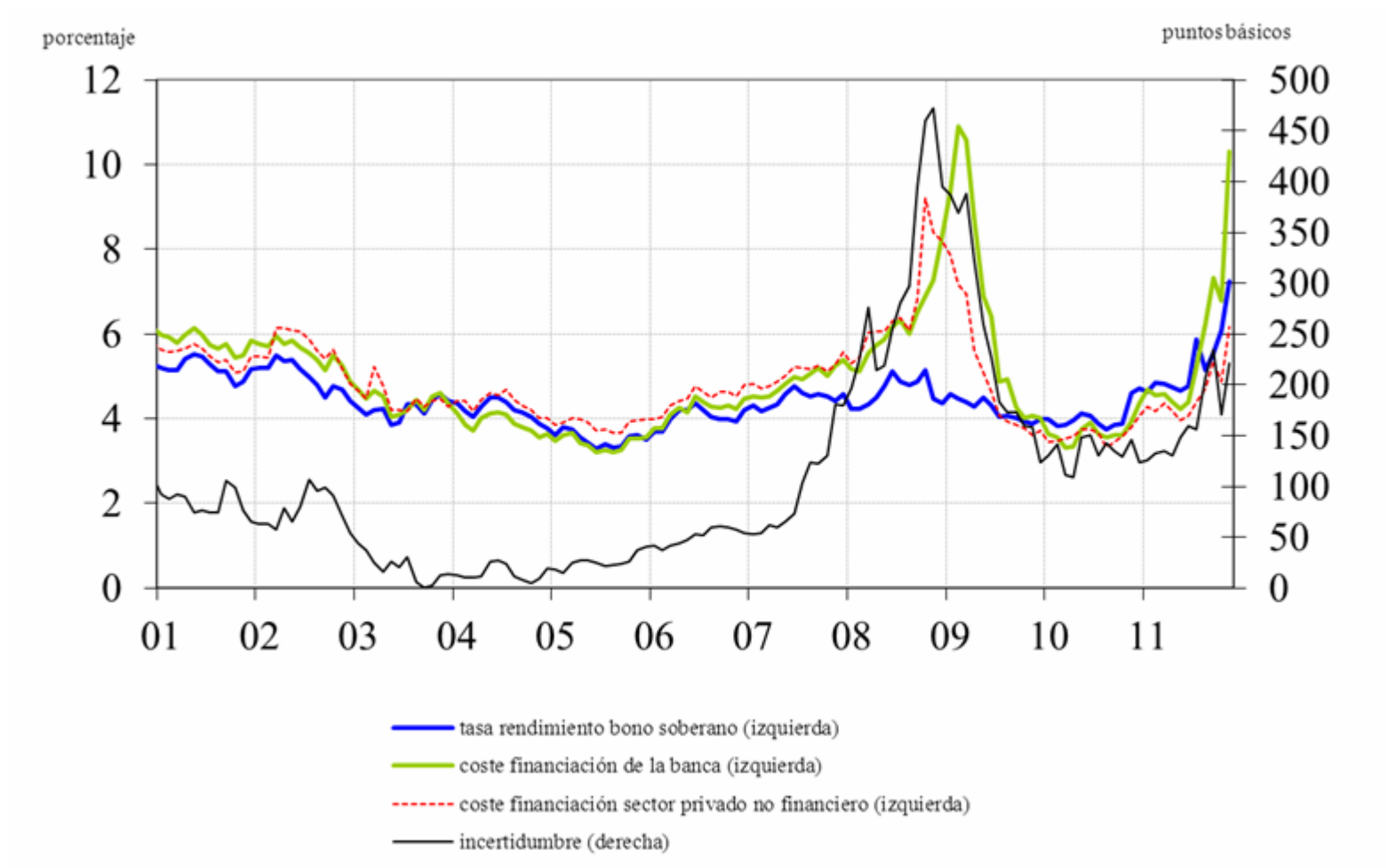
Rendimiento de bono soberano, incertidumbre y coste de financiación de la banca: el caso de España



Fuente: Thomson Reuters, Bloomberg, BCE., cálculos BCE

Nota: 'incertidumbre' se define como el diferencial de la tasa de rendimiento de bonos con categoría AA. emitidos por el sector privado estadounidense sobre instrumentos comparables emitidos por el Tesoro de EEUU

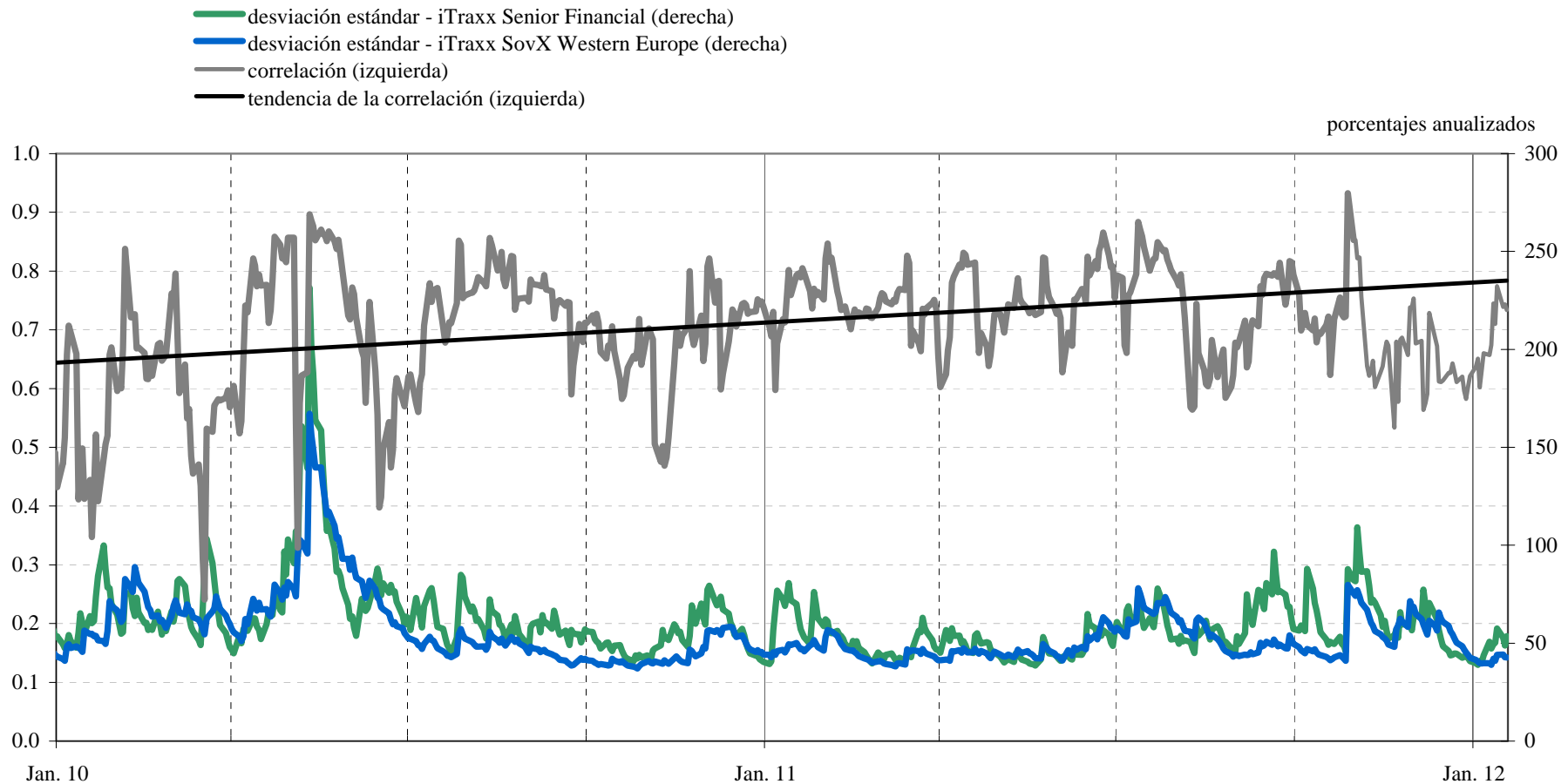
Rendimiento de bono soberano, incertidumbre y coste de financiación de la banca: el caso de Italia



Fuente: Thomson Reuters, Bloomberg, BCE, cálculos BCE.

Nota: 'incertidumbre' se define como el diferencial de la tasa de rendimiento de bonos con categoría AA, emitidos por el sector privado estadounidense sobre instrumentos comparables emitidos por el Tesoro de EEUU

Correlación entre la percepción del riesgo soberano y de la banca

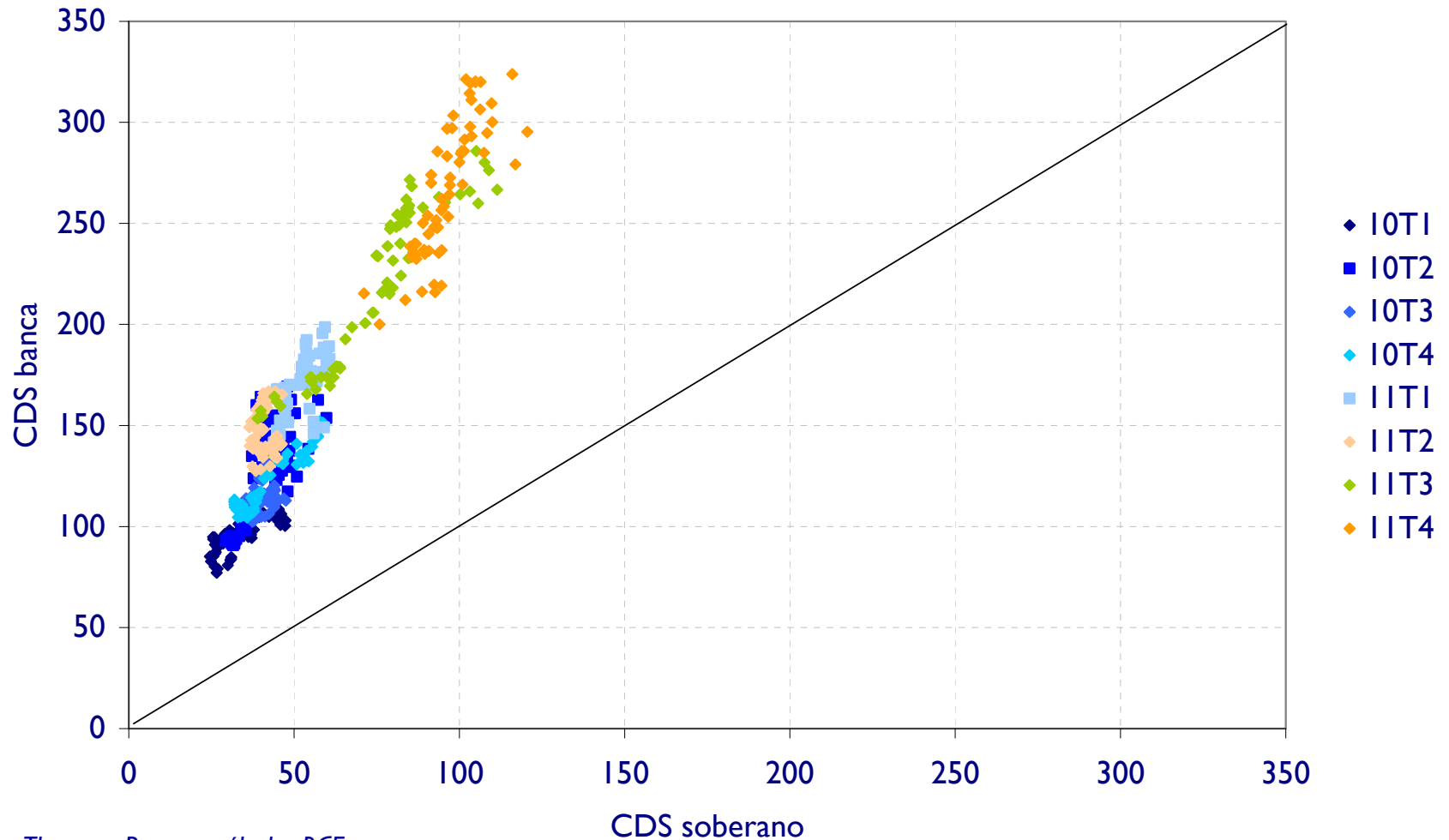


Nota: Los índices iTraxx son índices de Credit Default Swaps (swaps de incumplimiento crediticio) para entidades financieras y soberanos, respectivamente. Las volatilidades y correlaciones están extraídas de un modelo GARCH multivariable, estimadas con frecuencia diaria desde Octubre de 2009 a Enero de 2012, asumiendo una distribución multivariable t de student.

Fuente: Thomson Reuters, cálculos BCE

CDS a cinco años para la banca y el soberano en Alemania

(puntos básicos)

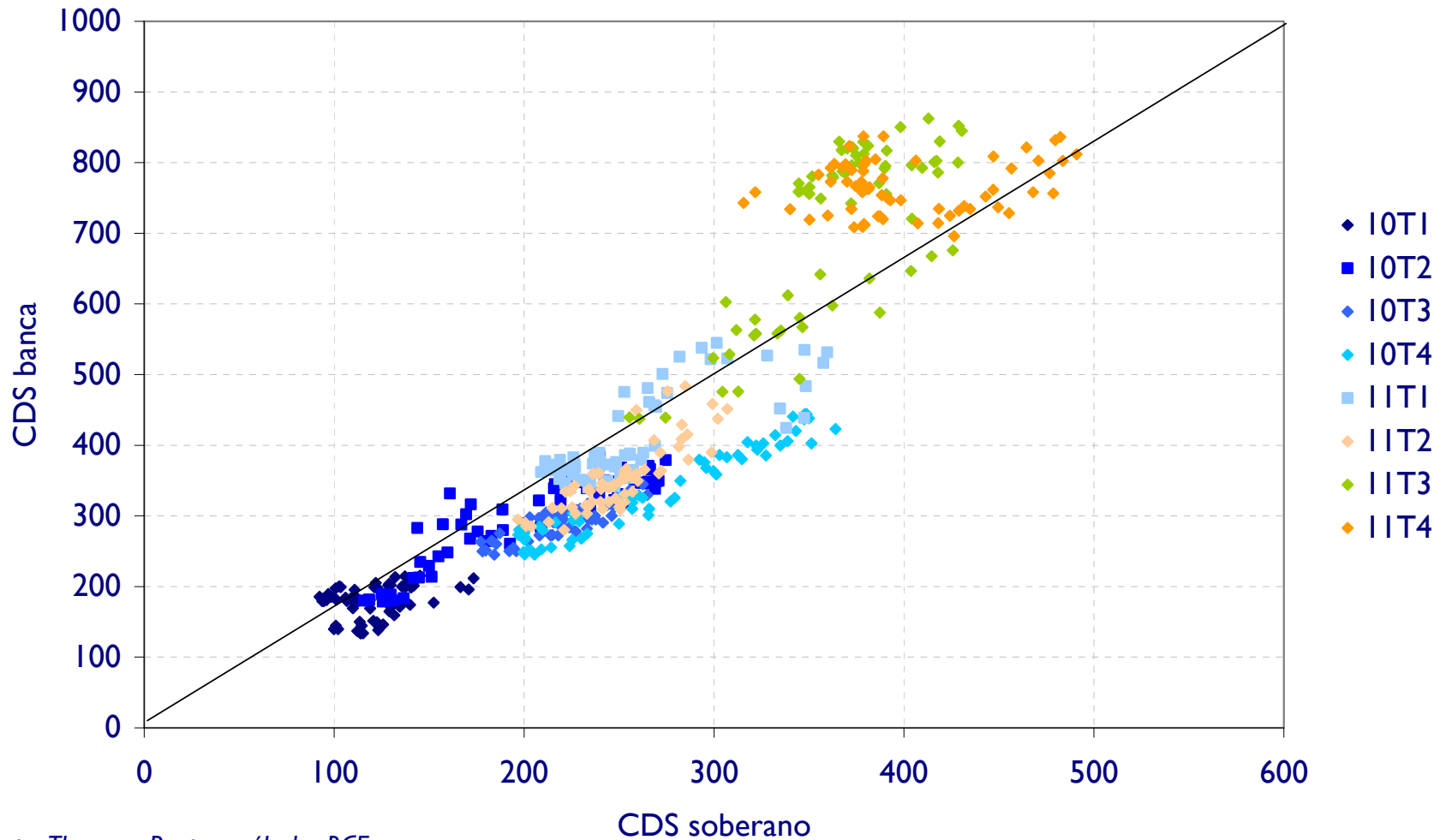


Fuente: Thomson Reuters, cálculos BCE

Nota: CDS son 'Credit Default Swaps', contratos bilaterales de incumplimiento crediticio negociados en el mercado de derivados

CDS a cinco años para la banca y el soberano en España

(puntos básicos)

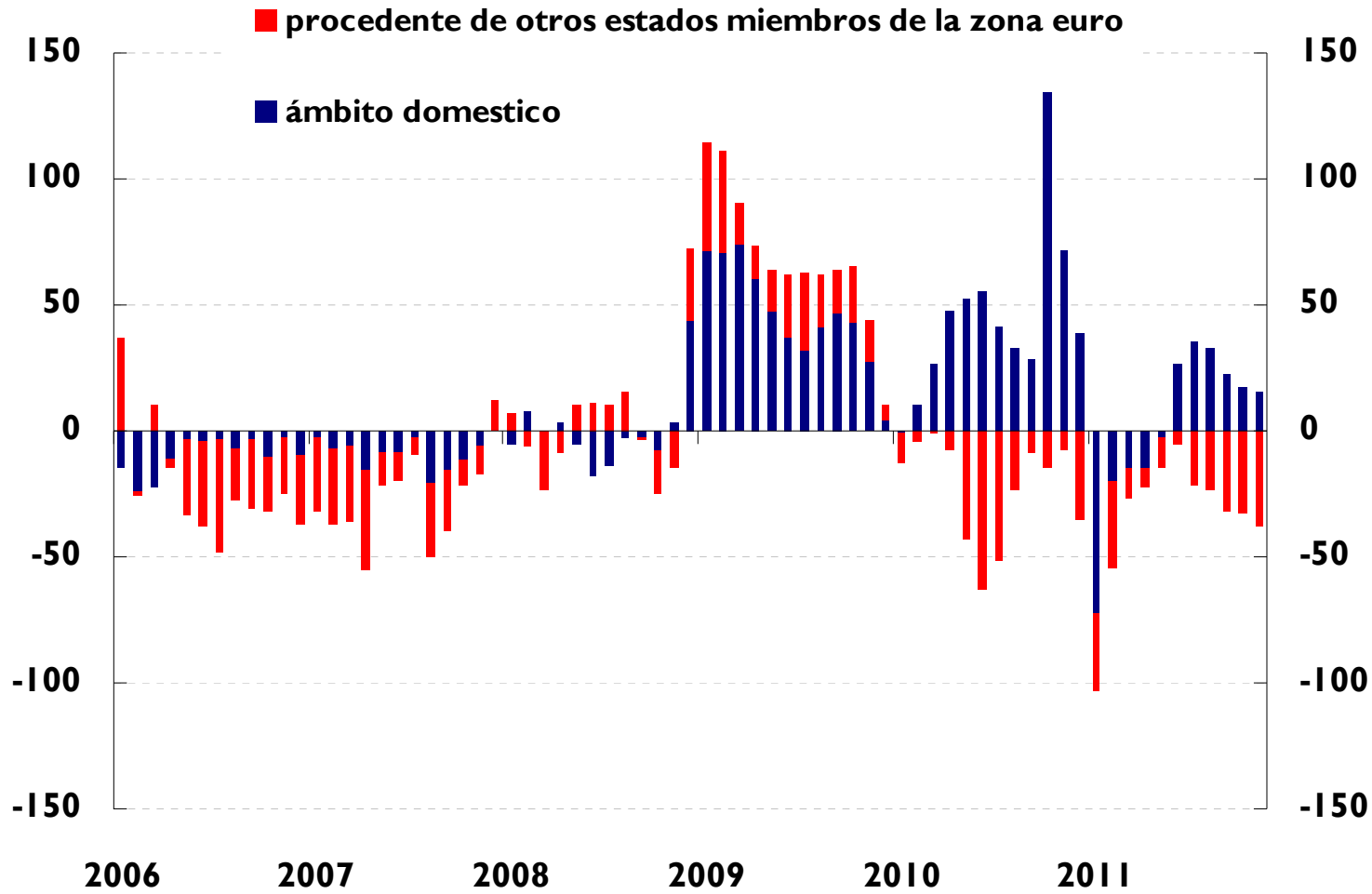


Fuente: Thomson Reuters, cálculos BCE

Nota: CDS son 'Credit Default Swaps', contratos bilaterales de incumplimiento crediticio negociados en el mercado de derivados

Compras de deuda del sector privado no financiero por parte de instituciones monetarias financieras

(flujos trimestrales, miles de millones de euros)

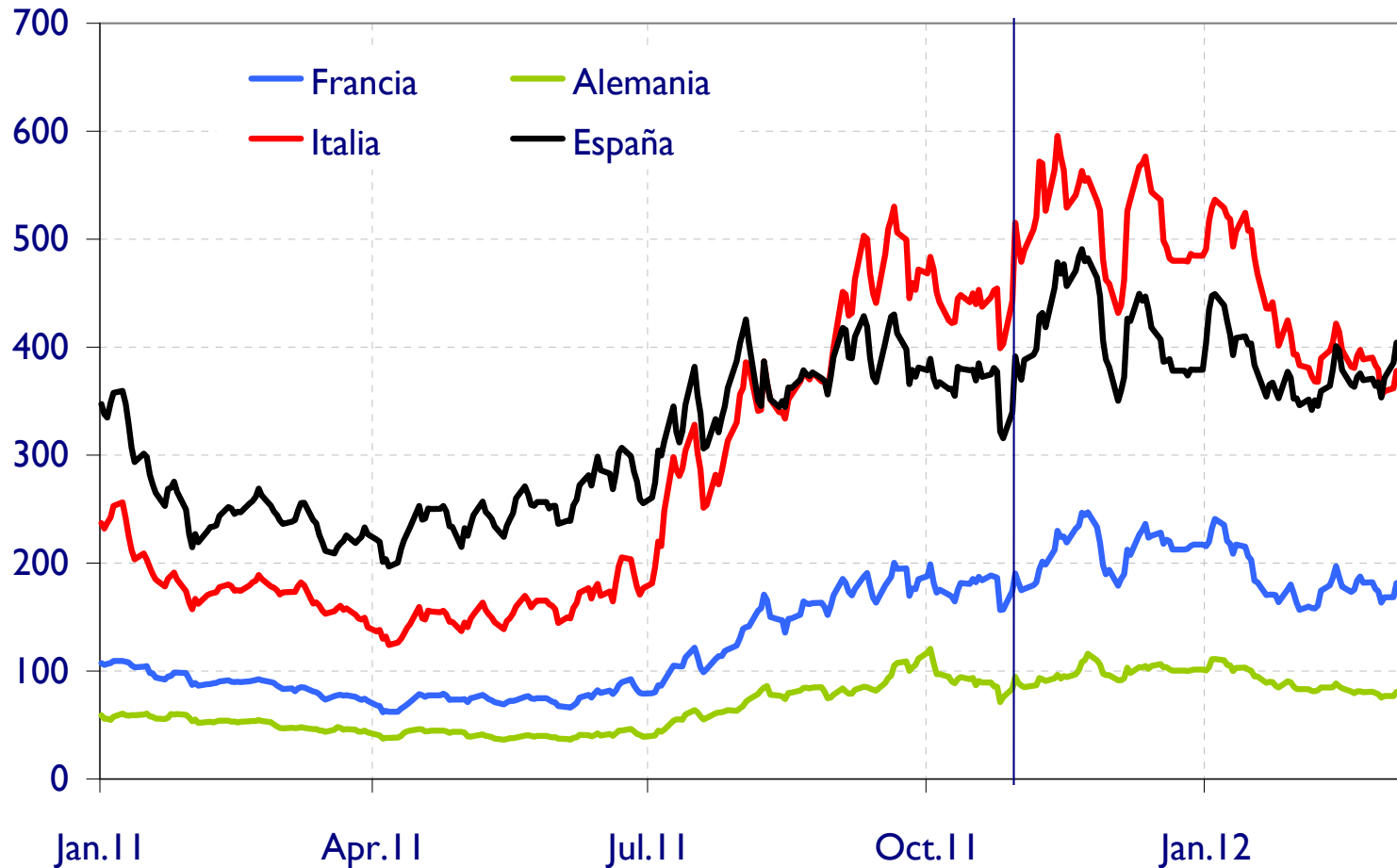


Fuente: BCE, cálculos BCE

Nota: 'instituciones monetarias financieras' excluye el Eurosistema

CDS soberanos a cinco años de algunas economías de la zona euro

(puntos básicos)



Fuente: Thomson Reuters

Nota: CDS son 'Credit Default Swaps', contratos bilaterales de incumplimiento crediticio negociados en el mercado de derivados

Las medidas adoptadas por el BCE

- **Política monetaria no convencional: principios**
 - mitigar los daños en los canales de transmisión de la política monetaria
 - abordar deficiencias específicas de funcionamiento de los mercados
 - carácter temporal
- **Política monetaria no convencional: práctica**
 - ampliar el periodo de vencimiento de las operaciones de refinanciación
 - tipo de interés fijo con adjudicación plena
 - adquisiciones en mercados secundarios (deuda pública y bonos garantizados)
 - políticas especiales en cuanto a activos de garantía

¿Han sido eficaces las medidas no convencionales del BCE?

- **Difícil de dibujar un escenario contrafactual**

No obstante:

- **Estabilidad al sistema bancario**
- **Clave para mitigar obstáculos en el mecanismo de transmisión de la política monetaria**
- **Evidencia empírica y de otra índole**

Conclusiones

- **Crisis de raíces comunes pero con consecuencias heterogéneas**
- **El banco central está en una posición privilegiada para afrontar problemas de liquidez, ancla de estabilidad con un mandato claro**
- **Los esfuerzos del BCE por restablecer el mecanismo de transmisión de la política monetaria no deben subestimarse**
- **Existen límites jurídicos y prácticos a las intervenciones del banco central**
- **Las soluciones duraderas a la crisis están en manos de los gobiernos**