

BANCOS CENTRALES

Transmisión de la política monetaria en la zona euro, seguimiento a través de un indicador sintético

María Martínez / Juan Navarro

La transmisión de la política monetaria es un elemento clave que el BCE monitoriza para evaluar cómo las políticas monetarias puestas en marcha están teniendo traslado en la economía real. El correcto funcionamiento de este mecanismo, es una condición necesaria para alcanzar el objetivo último del BCE, la estabilidad de precios.

El marco: ruptura del mecanismo de transmisión monetaria

La crisis financiera trajo consigo un deterioro considerable del mecanismo de transmisión de política monetaria, y el BCE ha decidido afrontar el reto que supone su reparación, poniendo en marcha una serie de medidas, así como lo ha hecho para corregir otro tipo de contingencias¹ - tal y como se explicaba dos notas previas (véase²)-, que ponían en peligro la consecución del objetivo de la autoridad monetaria. Esta nota se centra en la ruptura de la transmisión de la política monetaria como consecuencia, entre otros motivos, de la fragmentación financiera en la región.

Para el BCE, a diferencia de otros bancos centrales, ésta ha sido una contingencia muy particular que ha tenido que afrontar en los últimos años. A la crisis financiera internacional, se superpuso la crisis de deuda soberana (que retroalimentó el riesgo bancario), y ha tenido un fuerte impacto en la zona euro como conjunto, pero sus efectos adversos han sido de diferente magnitud dada la significativa heterogeneidad entre sus miembros. En particular, la crisis de deuda soberana en el área euro provocó un aumento de la fragmentación financiera dentro de la región, poniendo en evidencia una gran diferenciación en los mercados de financiación atendiendo a su origen geográfico. En los momentos de máxima tensión de la crisis de deuda soberana se llegó a cuestionar la viabilidad del euro, con los consiguientes temores de ruptura, lo que alimentó la salida de capitales desde los países periféricos hacia los países del núcleo de la zona euro. Como resultado de ello, las condiciones de financiación para los emisores de deuda (soberana, como los tesoros, y privada, como los bancos y el sector corporativo) se deterioraron considerablemente y de manera desigual dentro de la región. Esta heterogeneidad geográfica se magnificó por la retroalimentación del círculo vicioso riesgo soberano-bancario. En este entorno, los bancos de los países periféricos encontraron serias dificultades para financiarse en los mercados, tanto en mayoristas como en los minoristas, mientras los países centrales lograban emitir deuda bancaria con rendimientos atractivos a la vez que recibían depósitos de países periféricos. Reflejo de la alta divergencia en las condiciones de financiación bancaria fue la creciente dispersión entre los tipos de interés aplicados por las instituciones financieras de la zona euro en los préstamos minoristas. Concretamente, los costes de financiación de las

¹ El 24 de abril de 2014, el presidente del BCE, Mario Draghi, en un discurso (véase), aclaró la función de reacción del BCE señalando a tres contingencias contra las cuales el Banco Central debería actuar, y el tipo de herramientas que se utilizarían para hacer frente a cada una de esas contingencias.

² Perspectivas de inflación en la zona euro, seguimiento a partir de indicadores sintéticos (véase) y condiciones financieras en la zona euro, seguimiento a través de un indicador sintético (véase).

entidades bancarias se mantuvieron persistentemente altos en algunos países a pesar de los recortes de tipos del BCE, lo que a su vez se traducían en condiciones de financiación comparativamente adversas para hogares y empresas en estos países. En definitiva, unos mercados segmentados/fragmentados que impedían la normal transmisión de la política monetaria y, por tanto, la consecución del objetivo del banco central. Así, para atajar esta situación extrema, en el verano de 2012, se aprobó el lanzamiento de la unión bancaria³, lo que allanó el camino para que el BCE adoptase el programa de compra de bonos soberanos (OMT en sus siglas en inglés), eliminando así, el riesgo de ruptura del euro.

En este contexto, se ha construido un indicador a partir de distintas variables para evaluar el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria en la zona euro. Dicho indicador nos permitirá extraer conclusiones en relación a la necesidad o no de que el BCE adopte medidas adicionales o, en su momento, se plantee su retirada, y por tanto, permitirá anticipar cambios en la orientación de política monetaria.

El indicador: indicador sintético para la transmisión de la política monetaria

En el transcurso de la crisis financiera, la política monetaria ha tenido, y sigue teniendo, un papel fundamental, persiguiendo entre otros objetivos la reparación del mecanismo de transmisión de la política monetaria, que se ha visto deteriorado, tal y como se ha comentado previamente, en gran medida gracias a la creciente fragmentación de los mercados financieros. Para ello, además de la política monetaria estándar, el BCE ha recurrido también a una serie de medidas no convencionales. Desde el inicio de la crisis, y en particular, con el papel de prestamista en última instancia a través de (i) las inyecciones de liquidez a 3 años (LTROs, *Long-term refinancing operations*) para redirigir el crédito hacia aquellos segmentos donde la intermediación financiera había dejado de funcionar y, especialmente, con (ii) el anuncio del OMT, el banco central ha conseguido mejorar la transmisión de la política monetaria mediante la eliminación del riesgo de ruptura del euro, y así, en cierta medida, la fragmentación financiera en la región. Desde el anuncio de este programa a mediados de 2012, la fragmentación en los mercados financieros se redujo significativamente; sin embargo, la dispersión entre tipos de interés aplicados por las distintas entidades seguía siendo muy alta, y por tanto, a pesar de estas mejoras, la transmisión de la política monetaria en los mercados más afectados por la crisis siguió siendo muy reducida.

Por tanto, en un intento de seguir mejorando el mecanismo de transmisión, desde mediados de 2014 el BCE ha puesto en marcha una serie de medidas adicionales: i) introdujo las TLTRO (*Targeted Long Term Refinancing Operations*) e ii) inició el programa de compras de ABS (*asset backed securities*) y el tercer programa de *covered bonds*. Con estas medidas los tipos de interés de las operaciones crédito se han reducido sustancialmente en los países periféricos convergiendo a los tipos de las economías centrales. Además, las entidades de estos países han vuelto a encontrar financiación en los mercados mayoristas con condiciones similares al periodo previo a la crisis de deuda. A partir del indicador construido (gráfico 1) se comprueba que, el mecanismo de transmisión de política monetaria que estaba prácticamente roto tras la crisis de deuda, ha mejorado significativamente en el último año y medio aunque no se puede decir que esté reparado completamente.

³ BBVA Research. 14/32 Documento de Trabajo. Una unión bancaria para Europa: haciendo de la necesidad virtud ([véase](#))

Gráfico 1

Indicador sintético para monitorizar la transmisión de la política monetaria*.

Desviaciones estándar respecto a la media



Valores por encima de cero: deterioro del mecanismo de transmisión de la política monetaria
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Anexo: Construcción del indicador

Estos indicadores se construyen utilizando análisis de componentes principales, un método estadístico que analiza los factores responsables de la co-circulación de varias variables. Suponemos que existe un factor principal que influye en esta co-movimiento, y mediante la extracción de este factor (el primer componente principal) se crea un índice.

Para combinar estas diversas variables se calcula el Z-score de cada una, y luego el primer componente principal de estos Z-score (datos desde enero de 2004 para todas las variables).

Las variables incluidas en el indicador:

- Diferencial de los tipos de interés de la zona euro aplicados a operaciones de entre 1 y 5 años con una cuantía inferior al 1 millón de euros *versus* el tipo de referencia del BCE (datos mensuales)
- Coeficiente de variación de los tipos de interés de Alemania, Francia, España e Italia aplicados a operaciones de entre 1 y 5 años con una cuantía inferior al 1 millón de euros. (datos mensuales)

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.