

19.06.2015

Política monetaria y estabilidad financiera

Discurso basado en la intervención realizada en la clausura del seminario de la UIMP “El nuevo modelo económico”

Fernando Restoy
Subgobernador

Gracias Miguel Ángel por tu presentación. Un año más, es un verdadero placer participar en la clausura de este seminario organizado por la APIE en la UIMP.

Esta es la tercera ocasión en la que participo en este foro como Subgobernador del Banco de España. Desde la última vez, coincidirán conmigo en que uno de los desarrollos más relevantes en la zona del euro, además del inicio de la supervisión única y la crisis griega, ha sido la continuada relajación de la política monetaria. Los tipos de interés se han reducido hasta unos niveles no vistos con anterioridad y el BCE ha utilizado instrumentos poco convencionales aunque ya utilizados en otras jurisdicciones.

Estas medidas hay que entenderlas en un contexto de debilidad del crecimiento económico y de riesgos significativos de que la inflación se mantuviera en niveles no compatibles con la estabilidad de precios. De hecho, las acciones del BCE están siendo ya efectivas para sostener el crecimiento y reforzar el carácter estabilizador de su política.

Al mismo tiempo, es cierto que el mantenimiento indefinido de los tipos de interés en niveles muy reducidos –que ha llegado a alcanzar valores negativos en determinadas transacciones financieras- podría llegar a provocar algunos efectos indeseados sobre el funcionamiento de la economía y, eventualmente, generar algunos riesgos para la estabilidad financiera. Por ello, en un contexto de extrema laxitud monetaria, resulta pertinente vigilar de cerca sus efectos tanto sobre la economía real como sobre el sistema financiero.

Hoy quisiera profundizar en esta idea. Para ello, revisaré la evolución de la política monetaria de los principales bancos centrales en respuesta a la crisis financiera –con especial atención al BCE-, analizaré después sus efectos sobre las perspectivas económicas y financieras; y terminaré comentando algunos desafíos que esta política supone para el sistema financiero español.

1 La emergencia de políticas monetarias no convencionales

Durante los primeros compases de la crisis financiera global que puso fin a la etapa de la “Gran Moderación” y dio paso a la de la “Gran Recesión”, la reacción de los bancos centrales de las principales economías avanzadas fue considerablemente homogénea. Los primeros episodios de tensión se tradujeron en una rápida pérdida de confianza generalizada en la solidez de las entidades bancarias, que imposibilitó el adecuado funcionamiento de los mercados interbancarios. Se bloqueó así un canal vital en la redistribución de la liquidez entre las entidades bancarias.

Los bancos centrales de las principales economías desarrolladas tuvieron que adoptar medidas extraordinarias para combatir este bloqueo. El BCE fue pionero en su respuesta a estas disfunciones y muchas de sus iniciativas fueron seguidas luego por otras autoridades monetarias. Su actuación se materializó, en un primer momento, en inyecciones masivas de liquidez, atendiendo, a partir de octubre de 2008, de forma plena la demanda de fondos de las entidades en sus operaciones regulares, extendiendo el plazo de los préstamos para cubrir horizontes progresivamente más largos (se extendió

hasta 1 año en el verano de 2009), y facilitando el acceso a los préstamos del Eurosistema mediante la relajación de los requisitos de los activos de garantía exigidos.

De este modo, los bancos centrales terminaron satisfaciendo no las necesidades netas de liquidez del conjunto del sistema, como hacen en tiempos normales, sino, en gran medida, las necesidades brutas de fondos de cada entidad individual.

Conforme la crisis fue avanzando, la drástica contracción de la demanda mundial en que desembocaron las turbulencias financieras, la parálisis de los flujos de financiación y la aparición de los primeros síntomas de riesgos de deflación hicieron necesarias nuevas actuaciones por parte de las autoridades monetarias.

En el ámbito de la política monetaria convencional, los principales bancos centrales decidieron recortes de los tipos de interés oficiales, hasta situarlos en niveles mínimos históricos. En el caso del área del euro, en apenas siete meses, entre octubre de 2008 y mayo de 2009, los tipos de interés se redujeron en más de 300 puntos básicos, hasta situarse en el 1%.

Pero conforme los tipos de interés oficiales se fueron aproximando a cero, los bancos centrales hubieron de recurrir a otro tipo de herramientas, menos convencionales, para proporcionar el estímulo monetario que la gravedad de la situación requería.

Así, los bancos centrales recurrieron a programas de compras de activos a gran escala, programas que se fueron ampliando sucesivamente hasta que la recuperación económica dio muestras de solidez. Estas iniciativas, que habitualmente se conocen como programas de expansión cuantitativa (*quantitative easing*), persiguen, una vez agotado el margen de reducción de los tipos de interés a corto plazo, influir de manera más directa sobre la rentabilidad de instrumentos públicos o privados a medio y largo plazo, que resultan relevantes para las decisiones de gasto de los agentes.

Las medidas no convencionales se extendieron también al ámbito de la comunicación. Los bancos centrales comenzaron a emitir, con carácter regular, indicaciones explícitas sobre la evolución futura de los tipos de interés oficiales o sobre el resto de medidas no convencionales (*forward guidance*). El objetivo de estas orientaciones es afianzar las expectativas de los agentes y mejorar la traslación de las medidas adoptadas a los tipos de interés vigentes en otros mercados.

En el caso concreto del BCE, hasta mediados de 2014, los programas de compras de activos habían tenido un carácter más restrictivo que los de otros bancos centrales, tanto en lo relativo a su magnitud como en relación con la naturaleza de los activos que se adquirieron. De hecho, sus compras se dirigieron, principalmente, hacia valores privados, a menudo emitidos por los propios bancos o por fondos de titulización de activos bancarios.

En la segunda mitad de 2014, sin embargo, el debilitamiento de la demanda y la sucesión de sorpresas negativas sobre la evolución de los precios en el área comenzaron a trasladarse a las expectativas de inflación a medio plazo, que mostraron riesgos crecientes de desanclaje. En este escenario, claramente divergente del registrado en Estados Unidos o el Reino Unido en esos momentos, el BCE hubo de profundizar en el

tono expansivo de su política monetaria que, de este modo, se diferenciaba del mantenido por los bancos centrales de esos países.

Para ello, recortó una vez más los tipos de interés oficiales hasta situar el de las operaciones principales de financiación en su cota inferior efectiva e incluso, el de la facilidad de depósito, en territorio negativo. Asimismo, en junio de 2014, introdujo una nueva facilidad de financiación a más largo plazo (hasta cuatro años) condicionada a la concesión de préstamos al sector privado, e intensificó la estrategia de *forward guidance*, al anunciar en noviembre de ese mismo año su intención de expandir el tamaño del balance hasta los niveles máximos alcanzados en marzo de 2012.

Para conseguir este fin, el BCE extendió sus programas de compras de valores para incluir la adquisición de títulos emitidos por el sector público, medida que fue anunciada el 22 de enero de este año. Desde marzo, el BCE viene realizando compras de activos públicos y privados por un valor de unos 60 mm de euros mensuales, compras que el Consejo de Gobierno tiene la intención de prolongar al menos hasta septiembre de 2016 y, en cualquier caso, hasta que la inflación haya retornado a una senda consistente con el objetivo de inflación de medio plazo.

2 Los efectos macroeconómicos de las medidas no convencionales del BCE

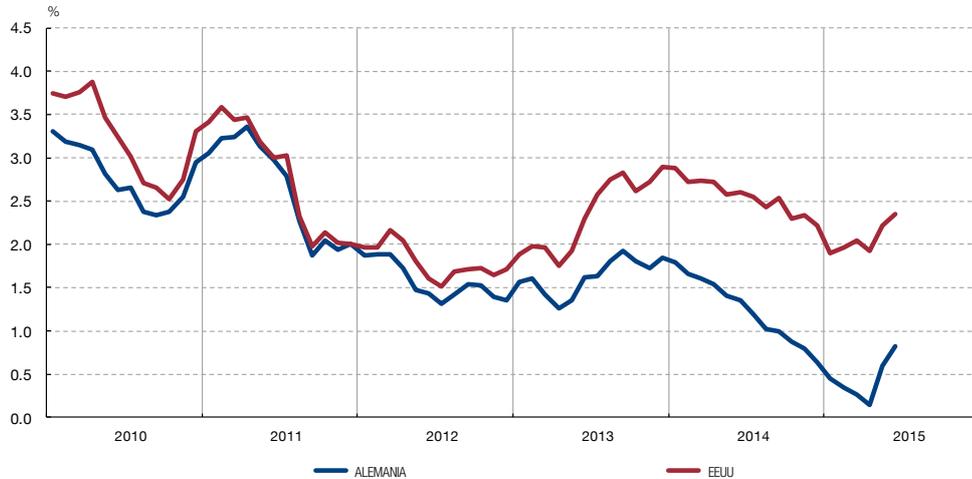
Los efectos de las medidas adoptadas por el BCE discurren a través de distintos canales. Aunque las más recientes no han tenido tiempo aún de desplegar todo su potencial, la evidencia disponible apunta a que varios de esos efectos se estarían comenzando a producir ya.

En primer lugar, los programas de compras de activos están ejerciendo un efecto directo sobre los precios de los valores adquiridos. Una de las primeras manifestaciones del programa de expansión cuantitativa del BCE fue la reducción de los tipos de la deuda pública a largo plazo y ello a pesar de que, a diferencia de lo sucedido en otras áreas, la puesta en marcha del *quantitative easing* en la zona del euro se produjo cuando dicho tipos estaban ya muy comprimidos en algunos de sus Estados miembros.

La rentabilidad de la deuda pública alemana, por ejemplo, reaccionó a la baja con una intensidad que pocos habían anticipado, alcanzando registros negativos para todos los plazos inferiores a 6 años. De hecho, la rentabilidad a 10 años llegó a situarse por debajo de 0,10%. En las últimas semanas, los tipos de interés a largo plazo se han situado en niveles más elevados, lo que resulta más acorde con la evolución previsible del crecimiento y la inflación en la zona del euro (véase gráfico 1).

Gráfico 1: Tipos de interés de la deuda soberana

TIPOS DE INTERÉS A 10 AÑOS

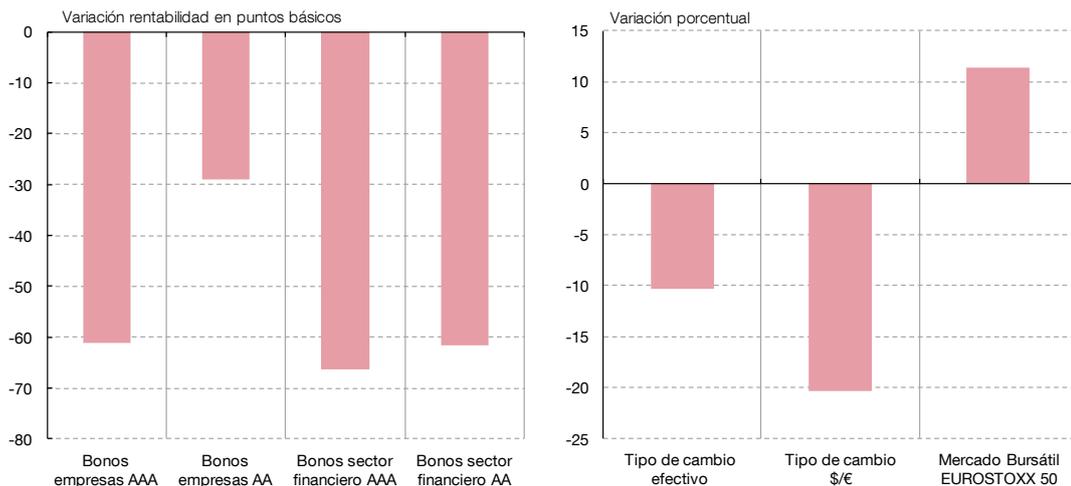


Fuente: Banco Central Europeo y Banco de España

Además del efecto directo sobre las rentabilidades a largo plazo de la deuda pública, los programas de compras de activos a gran escala activan un proceso de recomposición de las carteras del sector privado, de modo que las bajadas de tipos propician la revalorización de otros instrumentos, como los bonos corporativos o las acciones cotizadas, y la depreciación del tipo de cambio. Estos efectos son también visibles ya en el área del euro (véase gráfico 2).

Gráfico 2: Recomposición de carteras (precios de otros activos financieros)

CAMBIO EN LAS CONDICIONES FINANCIERAS DESDE MAYO DE 2014

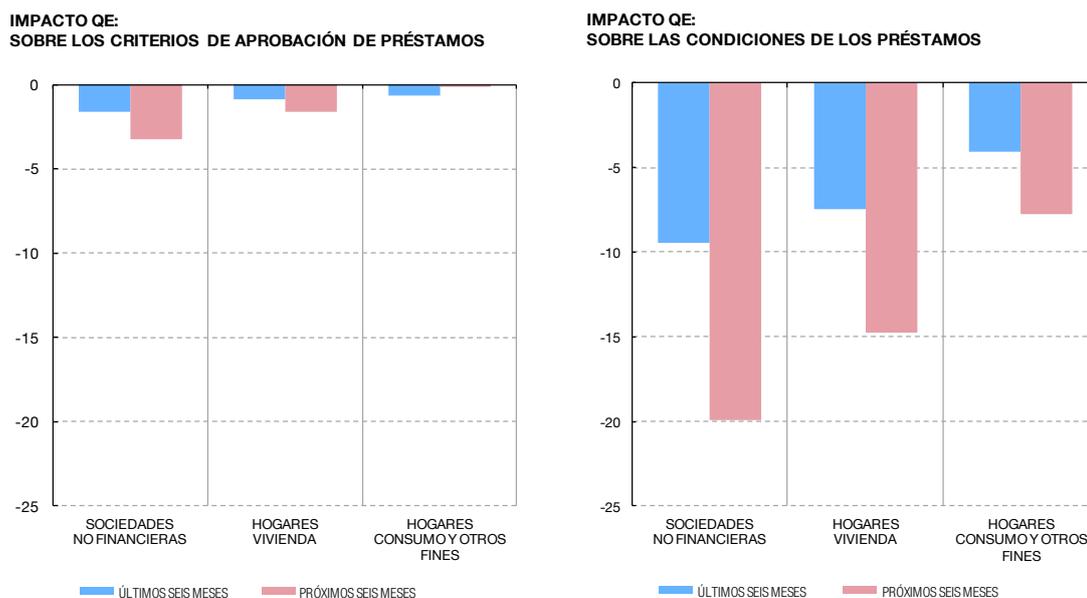


Fuente: Banco Central Europeo, Datastream y Banco de España

Variación entre mayo 2014 y junio 2015

Cuando las bajadas de tipos se extienden a las condiciones de financiación de los bancos, activan un canal crediticio que, en definitiva, se traduce en condiciones de financiación menos onerosas para los hogares y las empresas. La última ola de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios que regularmente realizan los bancos centrales del Eurozona para el seguimiento de las condiciones de oferta y de demanda de crédito en el área, muestra que, tanto en términos de precios como de cantidades, dichas condiciones están ya respondiendo positivamente al programa de compras de activos del BCE (véase gráfico 3).

Gráfico 3: Criterios de aprobación y condiciones de los préstamos



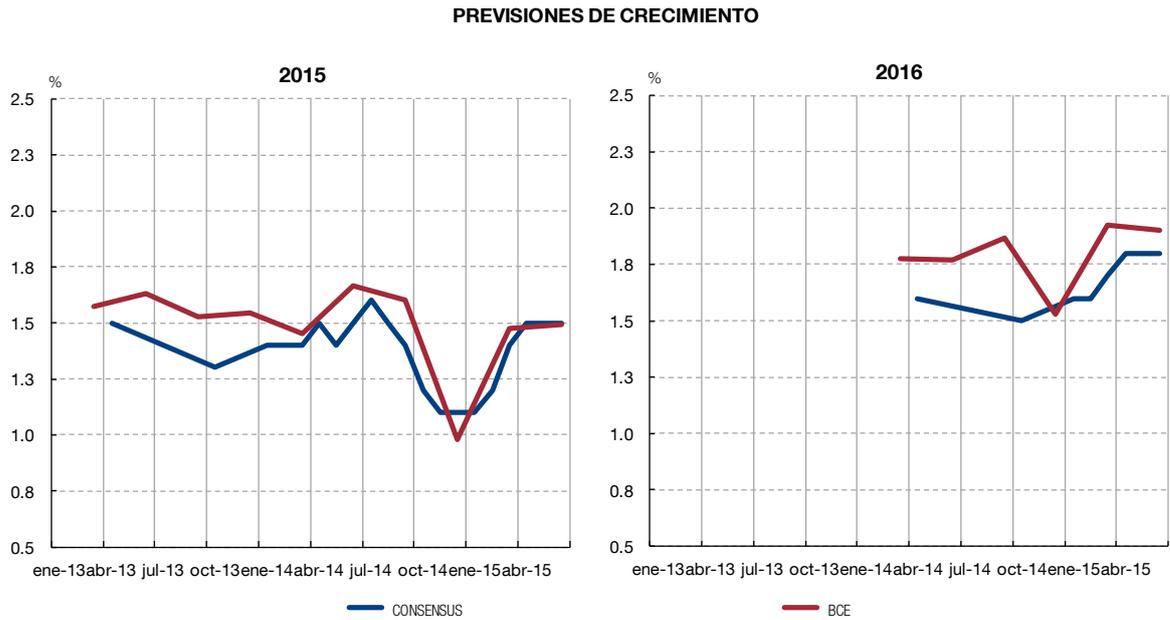
Fuente: Banco Central Europeo. Encuesta sobre Préstamos Bancarios, abril 2015.

Valores negativos reflejan relajación de criterios y condiciones en el periodo señalado

Todos estos efectos sobre los precios de los activos financieros y las condiciones de financiación de los agentes estimulan la actividad económica y las expectativas de inflación, si bien el grado de incertidumbre asociado a la calibración de estos estímulos es elevado, de acuerdo con la literatura empírica disponible.

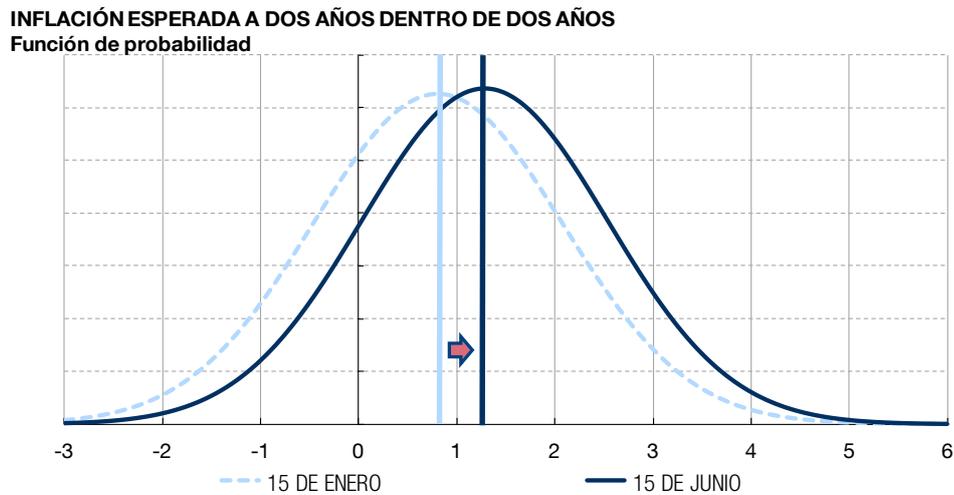
Desde que se anunció el programa en el área del euro, la mayoría de los organismos internacionales y analistas privados han revisado al alza de manera significativa sus previsiones de crecimiento (véase gráfico 4) y se ha frenado la tendencia decreciente de las expectativas de inflación a medio plazo, que han comenzado, de hecho, a repuntar (véase gráfico 5). Aunque todavía están algo lejos de la referencia del 2%, este cambio de tendencia resulta fundamental para moderar los tipos de interés reales a largo plazo y, de este modo, contribuir a una mayor expansión del gasto privado.

Gráfico 4: Previsiones de crecimiento en la zona del euro



Fuente: Consensus Forecast y BCE

Gráfico 5: Expectativas de inflación a medio plazo



Fuente: Reuters y elaboración propia

Función de probabilidad para las expectativas de inflación a dos años dentro de dos años estimada a partir de opciones y swaps de inflación

3 Implicaciones sobre la estabilidad financiera

Las actuaciones de política monetaria desplegadas, como cualquier otra actuación de política económica, tienen efectos también sobre variables distintas de aquellas sobre las que se desea influir.

Algunos trabajos recientes han analizado, por ejemplo, los potenciales efectos de los programas de compras de activos sobre la distribución de la renta y advierten de que, al

propiciar la revalorización de tales activos, estos programas tienden a mejorar la situación financiera de quienes mantienen en mayor medida estos instrumentos, que suelen coincidir, en general, con los agentes de mayor renta.

Creo, sin embargo, que es difícil extraer conclusiones sobre un tema de este calado sin adoptar una perspectiva suficientemente general. Los efectos directos sobre las carteras de los individuos no pueden valorarse sin atender también a los efectos finales de los programas sobre el crecimiento y la inflación y su distinta repercusión sobre cada grupo de hogares o sociedades. A título de ejemplo, la mayor inflación tenderá a beneficiar comparativamente más a los agentes más endeudados. En España, y en el caso de las familias, los problemas de sobreendeudamiento han afectado en gran medida precisamente a las de menor renta.

Me interesa aquí, sin embargo, centrar mi atención en los posibles efectos de las medidas expansivas de los bancos centrales sobre la estabilidad financiera. En primer lugar, debe tenerse presente que, en el medio plazo, la estabilidad económica y la estabilidad financiera resultan dos objetivos inseparables no siendo posible la una sin la otra. De hecho, las políticas de los bancos centrales, orientadas a la estabilidad de precios, favorecen el crecimiento sostenido que resulta esencial para asegurar la estabilidad del sistema financiero.

Otra cosa es que, en el corto plazo, puedan surgir, en ocasiones, efectos indeseados asociados a los instrumentos utilizados, como el ajuste de los tipos de interés, para perseguir el objetivo primordial de la política monetaria.

De hecho, en la literatura existe evidencia de que niveles de tipos de interés extremadamente reducidos como los vigentes tienden a incentivar procesos de búsqueda de rentabilidad por parte de inversores e intermediarios financieros que, en ese contexto, pueden derivar en una asunción excesiva de riesgos y una asignación ineficiente de los recursos.

Se ha argumentado también que los bajos tipos de interés tienden a retrasar los procesos de desapalancamiento y de saneamiento de los balances de las empresas, las familias y las entidades financieras sobreendeudadas.

Un período prolongado de condiciones monetarias y financieras muy laxas puede, por otro lado, generar burbujas en los precios de algunos activos tanto financieros como reales y, en particular, en los inmobiliarios.

Siguiendo con la lista, un entorno de bajos tipos de interés plantea también desafíos para algunos sectores financieros concretos como el de las compañías de seguros de vida y fondos de pensiones. Tal y como han ilustrado, por ejemplo, las pruebas de resistencia realizadas recientemente por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA), los bajos tipos de interés pueden generar desequilibrios entre la rentabilidad del activo, que depende del nivel de los tipos de interés, y el coste del pasivo cuando este está determinado por prestaciones predefinidas.

Por último, cuando los tipos de interés se sitúan no ya en niveles bajos sino, incluso, en territorio negativo, aparecen nuevos desafíos en términos de cambios en los usos de pago de los agentes y en la naturaleza misma del negocio bancario. En el límite, el efectivo, que

ofrece una rentabilidad nominal nula –sin tener en cuenta costes de movilización y almacenamiento– terminaría dominando a otros instrumentos financieros alternativos, si estos ofrecen de manera persistente rentabilidades significativamente inferiores a cero.

Ciertamente, todos estos potenciales riesgos para la estabilidad financiera requieren atención. Hoy por hoy, sin embargo, no existe evidencia de que puedan estar alcanzando un nivel significativo en la zona del euro. Esta es la conclusión a la que apunta, por ejemplo, el repaso de los indicadores de alerta temprana que regularmente elaboran el Banco Internacional de Pagos (BIS) y el FMI. Ni los precios de los activos inmobiliarios, ni el crecimiento del crédito ni, mucho menos, el dinamismo de la inversión muestran síntomas de desajuste. Las ratios de precios sobre beneficios ajustado de ciclo en los mercados bursátiles no muestran tampoco desviaciones relevantes con respecto a sus medias históricas.

La alerta de riesgo es especialmente reducida en el caso de España, donde la larga fase recesiva y los ajustes producidos en los precios de los activos inmobiliarios, en el endeudamiento privado y en la solvencia bancaria han reducido muy significativamente la probabilidad de reaparición de desequilibrios macro-financieros que puedan perturbar la estabilidad financiera en el corto plazo.

4 Las actuaciones requeridas

Con todo, las expectativas de que los tipos de interés se mantendrán en niveles reducidos durante algún tiempo aconsejan no solo permanecer vigilantes ante la evolución de estos riesgos sino, de manera preventiva, reflexionar ya sobre las actuaciones necesarias para, llegado el caso, paliarlos y minimizar su incidencia.

Desde esta perspectiva, es importante recordar, en primer lugar, que del hecho de que los bajos tipos de interés tengan su origen en la política monetaria no cabe deducir de manera inmediata que la respuesta ante una eventual materialización de algunos de esos riesgos para la estabilidad financiera deba ser necesariamente un cambio inmediato en la política del banco central. El BCE tiene un mandato, que es la consecución y el mantenimiento de la estabilidad de precios, y este mandato no es condicional.

En un contexto como el actual en el área del euro, el bajo nivel de las expectativas de inflación y el limitado dinamismo de la demanda agregada apoyan el mantenimiento, en el horizonte previsible, de una política monetaria expansiva.

Por lo tanto, la prevención de los riesgos derivados de la laxitud de las condiciones financieras exige el concurso de otros instrumentos de política económica, como las enmarcadas en el ámbito macroprudencial. Estas políticas tienen como objetivo afectar a las decisiones de los agentes - hogares, empresas e intermediarios financieros - con objeto de impedir que la aparición o el crecimiento de desequilibrios macroeconómicos puedan dañar la estabilidad del conjunto del sistema financiero.

La disponibilidad de herramientas de política macroprudencial a nivel nacional es especialmente relevante en las áreas monetarias, como la zona del euro, donde las

medidas de política monetaria destinadas a lograr la estabilidad de precios en el conjunto del área pueden generar desequilibrios macro-financieros en determinadas jurisdicciones.

En todo caso, la tarea no es sencilla. La política macroprudencial tiene un objetivo amplio y menos delimitado que el de otras áreas de la política económica. Así, mientras la política microprudencial persigue claramente asegurar la solvencia de las entidades financieras, el objetivo de la política macroprudencial abarca una doble dimensión: por una parte, busca reforzar la capacidad de los bancos para hacer frente a determinados desequilibrios macro-financieros, como pueden ser la generación de burbujas en los precios de los activos; por otra, persigue mitigar precisamente la generación de estos desequilibrios. La identificación del objetivo final es esencial a la hora de determinar los instrumentos a utilizar y evaluar correctamente su efectividad. Asimismo, dado su desarrollo aun reciente, resta trabajo por hacer para entender bien las interacciones entre la política macroprudencial y el resto de políticas económicas, ya sea monetaria, fiscal o microprudencial.

La normativa prudencial vigente incorpora un abanico importante de instrumentos que se pueden utilizar con un enfoque macroprudencial por parte tanto de las autoridades nacionales como de las europeas. Me refiero al colchón de capital contracíclico o al establecido para hacer frente a riesgos sistémicos. Asimismo, el reglamento europeo también ofrece la posibilidad de endurecer las ponderaciones de riesgo de determinadas exposiciones por motivos de estabilidad financiera, así como la introducción de determinados límites cuantitativos para evitar concentraciones de riesgo excesivas.

En España, la autoridad competente para activar los instrumentos disponibles de política macroprudencial en el ámbito bancario es, de acuerdo con la normativa, el Banco de España, que se encuentra en estos momentos diseñando, siguiendo la práctica de otros bancos centrales, un esquema analítico de evaluación regular de los eventuales riesgos para la estabilidad financiera que pudieran dar lugar a la activación de alguno de los instrumentos mencionados.

En todo caso, está todavía pendiente la creación, en línea con las recomendaciones de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB, en sus siglas en inglés) de un Consejo Macroprudencial que, contando con la participación de los Ministerios y agencias supervisoras involucradas, además de la del banco central, evalúe, desde una perspectiva más amplia, las perspectivas de mantenimiento de la estabilidad financiera y formule las recomendaciones pertinentes a los responsables de activar las medidas que se consideren apropiadas.

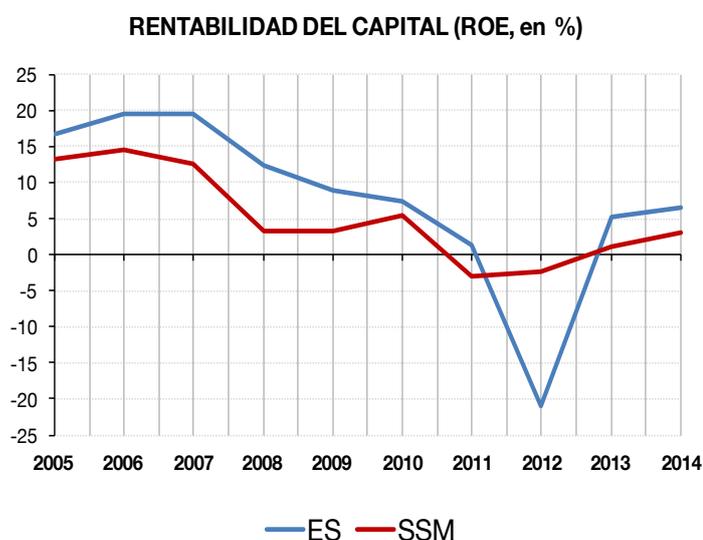
5 Un reto a corto plazo: la rentabilidad del negocio bancario

Con todo, uno de los desafíos más relevantes que genera en el corto plazo el mantenimiento de los bajos tipos de interés es el efecto directo que ello tiene sobre la rentabilidad del negocio bancario y, de este modo, sobre la capacidad de estas entidades para ejercer adecuadamente su actividad de intermediación de los flujos financieros de la economía.

En la medida en que existe una asimetría en la capacidad de trasladar la reducción de tipos de interés de mercado a las rúbricas de activo o de pasivo del negocio bancario, los márgenes financieros de las entidades tienden a disminuir apreciablemente cuando los tipos de mercado se reducen con la intensidad con la que lo han hecho en los últimos años. Este efecto agudiza el impacto negativo sobre los beneficios bancarios de la debilidad de la demanda de crédito, en un contexto caracterizado por la relativa atonía de las principales economías, a pesar de la mejoría reciente observada, y por el necesario proceso de desapalancamiento de familias y empresas.

De hecho, la rentabilidad media sobre capital del sector bancario de la zona del euro –que se había situado en niveles negativos en 2011 y 2012-, apenas superó el 0 en 2013. En 2014, la ligera recuperación del margen de intereses y las menores pérdidas por deterioros, derivados de la mejora cíclica, permitieron un cierto aumento de la rentabilidad media que, no obstante no fue suficiente para superar el 3%. Estas tasas se sitúan todavía muy por debajo de las registradas antes de la crisis, que alcanzaban en general valores de dos dígitos, cuando los beneficios más que doblaban los niveles actuales y el capital era un 30% inferior. Dado que el coste del capital podría situarse en el entorno del 10%, es evidente que la rentabilidad del negocio debe mejorar para asegurar su capacidad para atraer los fondos que requiere la expansión de la actividad crediticia y los nuevos requerimientos regulatorios.

Gráfico 6: Rentabilidad del capital (en %)



Fuente: Banco de España y SNL

En el caso del sector bancario español, es cierto que los resultados han sido en 2014 algo más favorables que la media, al registrar una rentabilidad del capital en torno al 6,5%. Ello es, en parte, la consecuencia de la mejora de los indicadores de eficiencia asociada a los esfuerzos de consolidación y reestructuración del sector de los últimos años. Pero no por ello hay margen para complacencia alguna por parte de las entidades bancarias españolas. De hecho, una parte importante de los beneficios obtenidos por el sector bancario en el último año derivan de operaciones financieras no recurrentes.

Naturalmente, los reducidos niveles de rentabilidad responden en gran medida, como se ha señalado, a factores cíclicos que, por su propia naturaleza, son transitorios. Además, si

bien los bajos tipos de interés tienen un impacto directo adverso sobre la rentabilidad, este efecto se ve compensando por su impacto expansivo sobre la economía real, la demanda de financiación y la calidad de los activos crediticios. Ahora bien, junto con los factores cíclicos parecen concurrir elementos de naturaleza más permanente que podrían justificar el mantenimiento en niveles reducidos de los márgenes de intereses por un periodo prolongado.

Por ejemplo, el nivel de los tipos de interés podría verse afectado por tendencias seculares como el envejecimiento de la población, la desaceleración de la productividad y la necesaria corrección del elevado endeudamiento que tiende a impulsar el ahorro y deprimir la inversión, lo que presiona a la baja sobre la trayectoria esperada de los tipos de interés reales a medio y largo plazo.

A ello, cabe añadir el endurecimiento de la regulación prudencial y los efectos de la introducción de la nueva normativa que pretende asegurar una elevada capacidad de absorción de pérdidas de la banca en caso de resolución. Todo ello generará, sin duda alguna, entidades más seguras y, desde luego, reducirá la probabilidad de aparición de crisis sistémicas y el coste asociado a las mismas. Al mismo tiempo, es evidente que tenderá a penalizar las actividades que conllevan mayores riesgos, que con frecuencia son más rentables, y a aumentar los costes de financiación mayorista de la banca en la medida en que se reduzca el subsidio público implícito tradicionalmente asociado a los pasivos bancarios de las entidades con relevancia sistémica.

Por todo ello, la restauración de niveles sostenibles de rentabilidad que aseguren la viabilidad del negocio a medio plazo puede requerir, según los casos, ajustes estratégicos relevantes por parte de las entidades. En este sentido, cabe apuntar al menos tres áreas que deben ser objeto de revisión.

En primer lugar, procede una reflexión sobre si la banca comercial puede seguir basando el grueso de la generación de ingresos en la brecha entre la remuneración del activo y la del pasivo. En el contexto actual, parece razonable esperar una mayor generación de valor en la prestación de servicios transaccionales o de gestión que pueda ser directamente retribuida con las comisiones correspondientes.

En segundo lugar, deben mantenerse los esfuerzos para la reducción de costes. En particular, el sector bancario español, a pesar de la reducción de los últimos años, se caracteriza por una densidad de oficinas muy superior a la media europea, consecuencia de un modelo de negocio que tradicionalmente ha primado la cercanía al cliente. El desarrollo de nuevas tecnologías debe permitir ganar eficiencia mediante la reducción de los puntos físicos de venta sin alterar, en lo sustancial, el modelo de proximidad vigente.

Por último, y considerando el actual contexto competitivo, parece lógico que las entidades contemplen en sus estrategias corporativas la posibilidad de acometer operaciones que permitan aprovechar mejor las economías de escala que puedan observarse a nivel nacional o europeo. En este sentido, el desarrollo de un marco europeo común para el ejercicio de la actividad bancaria, con la puesta en marcha del mecanismo único de supervisión y la progresiva desaparición de las barreras que hasta el momento dificultaban la integración de la industria a nivel europeo, suponen un nuevo ámbito de actuación a considerar por las entidades en la definición de sus estrategias.

Al mismo tiempo, aunque el grado de consolidación de la industria ha aumentado apreciablemente en los últimos años, pudiera existir todavía en España algún margen para la ejecución de operaciones corporativas que generen valor a los accionistas de las entidades involucradas y refuercen la eficiencia del conjunto del sector bancario.

6 Conclusiones

De este modo, y con ello concluyo, creo que las actuaciones recientes del Banco Central Europeo han resultado efectivas para contener los riesgos de que la zona del euro pudiera sumirse en un estado de atonía económica prolongada, potencialmente deflacionista.

Sin duda, al favorecer la preservación de la estabilidad económica, la política monetaria ha contribuido también al mantenimiento de la estabilidad financiera, pues aquella resulta esencial para asegurar la solidez de la situación patrimonial de familias, empresas e intermediarios.

Es cierto no obstante que la prolongación en el tiempo de tipos de interés extremadamente reducidos puede generar algunos efectos adversos. Aunque todavía estamos lejos de que estos efectos resulten preocupantes en nuestra economía, conviene asegurarnos de que disponemos de las herramientas de política económica precisas, como la política macroprudencial, para hacerles frente si fuera necesario. Del mismo modo, resulta preciso que los agentes más directamente afectados por los bajos tipos de interés, como las entidades financieras, ajusten, en lo necesario, sus estrategias de negocio para adaptarlas al nuevo entorno económico.