



## DECISIONES DEL CONSEJO DE GOBIERNO SOBRE MEDIDAS NO CONVENCIONALES

El 7 de mayo de 2009, el Consejo de Gobierno del BCE decidió reducir de nuevo el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y el de la facilidad marginal de crédito, hasta el 1% y el 1,75%, respectivamente, y mantener sin cambios, en el 0,25%, el tipo de interés de la facilidad de depósito. Esto supone que, desde octubre del 2008, los tipos de interés de las operaciones principales de financiación se han recortado un total de 325 puntos básicos. El 4 de junio de 2009, el Consejo de Gobierno acordó no modificar los tipos de interés oficiales del BCE.

Aparte de la reducción de los tipos de interés, el 7 de mayo el Consejo de Gobierno decidió también seguir con su política de apoyo al crédito. En consonancia con las operaciones llevadas a cabo desde octubre del 2008, y reconociendo el papel fundamental que el sistema bancario desempeña en la financiación de la economía de la zona del euro, el Eurosistema realizará operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a doce meses aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Además, el Consejo de Gobierno decidió admitir al Banco Europeo de Inversiones (BEI) como entidad de contrapartida en las operaciones de política monetaria del Eurosistema a partir del 8 de julio de 2009 en las mismas condiciones que las demás entidades de contrapartida. Por último, el Consejo de Gobierno acordó, en principio, que el Eurosistema adquirirá instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* denominados en euros y emitidos en la zona del euro. Tras la reunión mantenida el 4 de junio se anunciaron más detalles de esta medida.

### MEDIDAS NO CONVENCIONALES APLICADAS ENTRE OCTUBRE DEL 2008 Y MAYO DEL 2009

Desde la intensificación de la crisis financiera en septiembre del 2008, y en un contexto de presiones inflacionistas en rápido retroceso, el BCE ha introducido medidas de política monetaria y de gestión de la liquidez sin precedentes en cuanto a su naturaleza, ámbito de aplicación y magnitud.

Cuando comenzó la crisis financiera, el BCE introdujo medidas enérgicas de apoyo a la liquidez, con el fin de proteger el flujo de crédito a la eco-

nomía de la zona del euro y asegurar que las decisiones del Consejo de Gobierno sobre la orientación de la política monetaria repercutieran en la situación de los mercados monetarios y de crédito. En este contexto, un elemento clave fue la decisión adoptada por el Consejo de Gobierno en octubre del 2008 de incrementar la frecuencia y el volumen de sus operaciones de financiación a plazo más largo (con vencimiento hasta seis meses) y realizar todas las operaciones de suministro de liquidez mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Por otra parte, el BCE ofreció financiación en dólares estadounidenses y en francos suizos mediante *swaps* de divisas. Dado que estas modificaciones del marco operativo del BCE son importantes, pueden considerarse medidas no convencionales.

En conjunto, las citadas medidas no convencionales parecen haber desempeñado un papel crucial en mitigar el riesgo de liquidez y ofrecer apoyo financiero a la economía a través de las entidades de crédito.

En consecuencia, en los últimos meses se ha observado un notable descenso de los tipos de interés de los mercados monetarios a plazo y de los préstamos, que se han reducido incluso más rápidamente que el tipo de interés oficial. Así pues, las decisiones de política monetaria y las medidas de gestión de la liquidez adoptadas por el BCE han sido eficaces para evitar una grave contracción del crédito.

### AMPLIACIÓN DE LAS MEDIDAS NO CONVENCIONALES

En su reunión del 7 de mayo, el Consejo de Gobierno decidió ampliar las medidas no convencionales adoptadas anteriormente.

En primer lugar, el BCE realizará operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a doce meses y frecuencia trimestral. Esta medida tiene por objeto mejorar las posiciones de liquidez de las entidades de crédito en condiciones muy favorables y promover la reducción de los diferenciales presentes en la curva de tipos de interés por plazo de los mercados monetarios, al tiempo que animará a las entidades de crédito a mantener e incrementar el crédito que conceden a sus clientes,

lo que constituye un elemento fundamental del sistema financiero de la zona del euro. La medida adoptada está completamente en línea con las aplicadas desde octubre del 2008, ya que se llevará a cabo también a través de las entidades de crédito. Las operaciones en cuestión se realizarán mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. El tipo de interés de la primera de estas operaciones, que se anunciará el 23 de junio de 2009, será el tipo aplicado en ese momento a las operaciones principales de financiación. En las siguientes, el tipo de interés aplicado podrá ser el resultante de añadir un diferencial al tipo de las operaciones principales de financiación, dependiendo de las circunstancias del momento. Junto con las operaciones de financiación a plazo más largo existentes, la provisión de financiación, que en principio es ilimitada, debería contribuir a mantener los tipos de interés a doce meses de los mercados monetarios en niveles reducidos.

En segundo lugar, el Eurosistema comprará instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* denominados en euros y emitidos en la zona del euro. Esta medida pretende mejorar la liquidez del mercado de renta fija privada y fomentar una relajación adicional de las condiciones del crédito, dado que es probable que el proceso de desapalancamiento observado en el sector bancario, que se ha acelerado recientemente, continúe durante algún tiempo. Concretamente, las adquisiciones de instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* en los mercados primario y secundario deberían mejorar las condiciones de financiación de las instituciones financieras que emiten este tipo de valores en el mercado primario. Las adquisiciones de instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* en el mercado secundario contribuirán a mejorar la profundidad y la liquidez del mercado y seguirán estrechando los diferenciales de rendimientos de estos instrumentos con respecto a la deuda pública. Ello mejorará el perfil de riesgo de las entidades que tienen en sus carteras instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* y, por lo tanto, ayudará a estimular el crecimiento del crédito. Además, la adquisición de instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* favorecerá nuevas emisiones en el mercado primario y contribuirá a aumentar la actividad en el mercado secundario, que se ha mantenido estancada.

Lo anterior complementará y reforzará el apoyo del BCE al sistema bancario.

Los detalles sobre las adquisiciones de instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* se decidieron en la reunión del Consejo de Gobierno de 4 de junio de 2009. Las adquisiciones directas, por importe de 60 mm de euros, se realizarán en los mercados primario y secundario. Incluirán instrumentos que cumplan los requisitos de la Directiva sobre organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) e instrumentos estructurados y respaldados con activos que, aunque no cumplan los requisitos de la Directiva OICVM, se acepten como garantía en las operaciones de política monetaria y se considere que presentan salvaguardas similares a los instrumentos que sí los cumplen. El conjunto de este tipo de instrumentos incluirá exposiciones a entidades públicas y privadas, sujeto al cumplimiento de las restricciones estipuladas en el artículo 101 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea. El volumen mínimo de las emisiones admisibles será, por lo general, de 500 millones de euros y, en cualquier caso, no inferior a 100 millones de euros. La calificación mínima será, por lo general AA o equivalente, concedida por al menos una de las principales agencias de calificación (Fitch, Moody's, S&P o DBRS) y, en cualquier caso, no inferior a BBB-/Baa3 en el caso de instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* emitidos en la zona del euro por entidades de la zona. Las entidades de contrapartida de las operaciones de política monetaria y las aceptadas por los miembros del Eurosistema para la inversión de sus carteras denominadas en euros se aceptarán como contrapartidas para estas compras. Las adquisiciones se iniciarán en julio del 2009 y se espera que se hayan concluido, a más tardar, a finales de junio del 2010.

En tercer lugar, el BEI se convertirá en entidad contrapartida en las operaciones de política monetaria del Eurosistema con efectos a partir del 8 de Julio de 2009, en las mismas condiciones que cualquier otra contrapartida. Al ampliar el abanico de entidades de contrapartida admitidas en las operaciones del Eurosistema, el BCE ha complementado sus medidas para apoyar el crédito en la zona del euro. Esto reforzará la contribución del

BEI, una entidad de crédito europea clave que es particularmente activa en el préstamo a pequeñas y medianas empresas de la zona del euro.

### CONCLUSIONES

Todas las medidas no convencionales adoptadas por el Consejo de Gobierno tratan de mantener la estabilidad de precios en el medio plazo y garantizar que las expectativas de inflación se mantengan firmemente ancladas en línea con la estabilidad de

precios. Las medidas respaldan las condiciones de financiación por encima de lo que podría conseguirse mediante reducciones de los tipos de interés oficiales del BCE.

Como existen desfases en la transmisión de estas medidas y los canales de transmisión se han visto afectados de forma creciente por las tensiones existentes en el sector financiero, su efecto pleno sobre la economía llevará algún tiempo.



