

ARTÍCULOS

LA ORIENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE DURANTE LA CRISIS FINANCIERA



La valoración que realiza el BCE de su orientación de la política monetaria es fundamental para preparar sus decisiones de política monetaria. Dicha valoración trata de determinar si la política monetaria está contribuyendo a la evolución económica, financiera y monetaria de forma que preserve la estabilidad de precios a medio plazo, y es una de las importantes fuentes de información que el Consejo de Gobierno del BCE considera al tomar sus decisiones de política monetaria.

La respuesta del BCE a la intensificación de la crisis financiera en el otoño de 2008 constituye un buen ejemplo de este proceso, que abarca desde la valoración de la orientación de la política monetaria hasta la decisión de ajustarla, seguido por la señalización y la aplicación de la orientación adecuada. La estrategia de política monetaria del BCE, de carácter general y centrada en el medio plazo, ha servido de guía en la formulación y en la aplicación de la orientación de la política monetaria durante la crisis. Concretamente, el objetivo de mantener la estabilidad de precios a medio plazo ha hecho necesario reducir con rapidez los tipos de interés oficiales del BCE y adoptar medidas no convencionales para asegurar su transmisión efectiva a la economía, con el objeto de hacer frente a la crisis financiera y amortiguar su impacto sobre la economía real. Por consiguiente, el BCE ha puesto en práctica una política de apoyo reforzado al crédito. Estas medidas excepcionales son temporales y se retirarán progresivamente, en el momento que se estime oportuno, cuando las condiciones financieras mejoren o en caso de que dichas medidas comiencen a plantear riesgos para el objetivo prioritario del BCE de mantener la estabilidad de precios.

I INTRODUCCIÓN

Las buenas decisiones se basan en una información exhaustiva, en un análisis adecuado y en un criterio apropiado. Las decisiones de los bancos centrales se basan en la valoración de su orientación de la política monetaria. Esta orientación puede definirse como la contribución que la política monetaria realiza a la evolución económica, financiera y monetaria. Las acciones de política monetaria afectan a la fijación de los tipos de interés de mercado y a los precios de la economía a través de diversos canales, influyendo con ello en la actividad económica y en la inflación en un proceso conocido como «transmisión de la política monetaria». Por consiguiente, la valoración de la orientación de la política monetaria puede definirse como el proceso que tiene por objeto determinar si la contribución de las medidas de política monetaria es adecuada considerando los objetivos del banco central, y sobre la base de esta valoración calibra sus acciones un banco central.

En el caso del BCE, el objetivo primordial, según establece el Tratado sobre el Funcionamiento de la Unión Europea, es mantener la estabilidad de precios. Por consiguiente, el Consejo de Gobierno del BCE analiza si el impacto que la política moneta-

ria está teniendo sobre la economía y, en última instancia, sobre la estabilidad de precios —es decir, su orientación de la política monetaria— es adecuado para lograr su objetivo primordial, teniendo en cuenta todos los factores que afectan a las perspectivas de inflación a medio plazo. Es posible que la orientación considerada apropiada en la reunión previa en la que se toman las decisiones de política monetaria requiera un ajuste si se recibe nueva información. A continuación, el Consejo de Gobierno toma una decisión sobre el rumbo de la política monetaria para que la orientación se ajuste al objetivo de estabilidad de precios.

La gravedad de la crisis financiera a partir del otoño de 2008 y su propagación a la economía real, junto con los elevados niveles de incertidumbre resultantes, han dificultado tanto la valoración de los riesgos para la estabilidad de precios como la forma en que la política monetaria puede influir en la economía de la zona del euro con el fin de asegurar la estabilidad de precios. En tales circunstancias, el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo ha hecho necesario reducir con rapidez los tipos de interés oficiales del BCE e introducir medidas temporales para garantizar su transmisión efectiva a la economía, con el fin de

hacer frente a la crisis financiera y amortiguar su impacto sobre la economía real. Como las condiciones económicas y financieras han mejorado, no todas las medidas excepcionales adoptadas se necesitan en la misma medida que en el pasado y, de hecho, continuar aplicándolas podría incluso tener efectos económicos y financieros adversos.

En este contexto, en el presente artículo se describe el modo en que el BCE ha llevado a cabo la valoración, la señalización y la aplicación de la orientación de la política monetaria durante la reciente crisis financiera. En la sección 2 se presenta la valoración que realiza el BCE de la orientación de la política monetaria en épocas normales, y en la sección 3 se muestra cómo la crisis financiera ha dificultado la valoración de dicha orientación, así como la señalización y la aplicación de la orientación deseada. En la sección 4 se considera la necesidad de retirar gradualmente, y cuando se estime oportuno, las medidas extraordinarias adoptadas en respuesta a la crisis en el marco de la valoración de la orientación de la política monetaria, y en la sección 5 se presentan las conclusiones.

2 LA ORIENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN ÉPOCAS NORMALES

2.1 LAS DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE SE BASAN EN LA VALORACIÓN DE SU ORIENTACIÓN

Dado que la orientación de la política monetaria se define como la contribución que la política monetaria realiza a la evolución económica, financiera y monetaria, la valoración de dicha orientación supone considerar si esta contribución es acorde con el objetivo del banco central. Por consiguiente, en el caso del BCE, esta valoración conlleva dos elementos: i) el establecimiento de un criterio sobre las perspectivas de inflación a medio plazo, y en particular sobre los riesgos para la estabilidad de precios, y ii) la identificación de la contribución que la política monetaria (es decir, su orientación actual y, dados los desfases que se producen en la transmisión, su orientación pasada) realiza a la economía de la zona del euro y al mantenimiento de la estabilidad de precios.

Valorar la orientación de la política monetaria en tiempo real es siempre un ejercicio complejo, ya que se debe tener en cuenta la incertidumbre existente en torno a la situación económica actual y futura y al funcionamiento de la economía, incluida la transmisión de la propia política monetaria. Dada la incertidumbre a la que están sometidas dichas valoraciones cuando se realizan en tiempo real, el análisis debe ser general y de carácter prospectivo, e incluir toda la información relevante para formarse una opinión sobre los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo, incluida la influencia potencial de la política monetaria. La estrategia de política monetaria del BCE asegura que la valoración de la orientación de dicha política es de carácter general y se centra en el medio plazo. En concreto, la estrategia tiene una estructura basada en dos pilares —que comprende un análisis económico y un análisis monetario— que proporciona dos perspectivas complementarias sobre la evolución de los precios¹. El Consejo de Gobierno toma una decisión sobre la orientación adecuada de la política monetaria contrastando las indicaciones sobre los riesgos para la estabilidad de precios procedentes del análisis económico con las obtenidas del análisis monetario. Al realizar este contraste se consideran todos los aspectos complementarios existentes entre los dos pilares. De este modo, la valoración de la orientación de la política monetaria tiene en cuenta una amplia variedad de datos económicos, financieros y monetarios utilizando diversos modelos y análisis. También es esencial un elemento de juicio basado en la experiencia adquirida.

Esta valoración general y centrada en el medio plazo de la orientación de la política monetaria asegura la solidez de las decisiones de política monetaria, ya que reduce el riesgo de cometer errores como consecuencia de una dependencia excesiva de una sola predicción o modelo, o de indicadores sintéticos de la orientación de la política monetaria (como los obtenidos a partir de las tasas naturales de interés, de las reglas de Taylor y de los indicadores de las condiciones monetarias y financieras). El enfoque adoptado por el Conse-

¹ Véase el capítulo 3 de la edición especial del Boletín Mensual (titulada «10.º Aniversario del BCE»), publicada en mayo de 2008.

jo de Gobierno garantiza que toda la información relevante para valorar la evolución futura de los precios se utiliza de manera coherente y eficiente, facilitando el proceso de toma de decisiones y su comunicación.

2.2 SEÑALIZACIÓN Y APLICACIÓN DE LA ORIENTACIÓN DESEADA

Para conseguir que la orientación de la política monetaria sea adecuada para el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo, en primer lugar, el Consejo de Gobierno fija los tipos de interés oficiales del BCE. En circunstancias normales, los tipos oficiales son el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito, que forman una banda en torno al tipo mínimo de puja. A continuación, el Eurosistema controla que los tipos de interés a corto plazo de mercado permanezcan dentro de esta banda, normalmente en torno al tipo mínimo de puja, a través de sus operaciones de política monetaria. La transmisión de la política monetaria a la economía se inicia con estos tipos a corto plazo y, en última instancia, influye en la evolución de los precios. La estrategia de comunicación del BCE sirve de apoyo a la señalización y a la consecución de la orientación deseada.

SEPARACIÓN ENTRE DECISIONES Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA

El principio fundamental en el que se sustenta el marco operativo del Eurosistema para la aplicación de la orientación de la política monetaria es el concepto de eficiencia operativa. El marco operativo respalda el cumplimiento, por parte de la política monetaria, del mandato del BCE de mantener la estabilidad de precios facilitando que las decisiones de política monetaria se transmitan a los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario con la mayor rapidez y precisión posibles. Esto hace que exista una línea divisoria entre las decisiones de política monetaria y la aplicación de la orientación pretendida a través de las operaciones de política monetaria. De conformidad con el mandato del BCE, las decisiones de política monetaria se orientan hacia el mantenimiento de la

estabilidad de precios (e incluyen, en particular, la fijación de los tipos de interés oficiales del BCE que señalan la orientación de la política monetaria). Tras la adopción de las decisiones de política monetaria, las operaciones de política monetaria mantienen los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario en niveles acordes con el nivel establecido por las citadas decisiones. En épocas normales, el principio de separación exige que el índice medio del tipo del euro a un día (EONIA) se mantenga muy próximo al tipo de interés de las operaciones principales de financiación. En circunstancias excepcionales, cuando los diferenciales del mercado monetario [esto es, los diferenciales entre el tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (EURIBOR) y los tipos de los *swaps* del EONIA] se situaron en niveles anormalmente elevados, el Consejo de Gobierno decidió adoptar un enfoque consistente en aplicar un tipo de interés fijo con adjudicación plena en todas las operaciones de financiación, lo que ha contribuido a compensar las anomalías observadas en los diferenciales de los tipos de interés del mercado monetario y a que el EONIA haya fluctuado en niveles más próximos al tipo de interés de la facilidad de depósito (véase sección 3).

APLICACIÓN Y TRANSMISIÓN

La aplicación de la orientación de la política monetaria se lleva a cabo a través del marco operativo del Eurosistema. Las operaciones de política monetaria señalan el inicio del proceso de transmisión de la orientación de la política monetaria mediante el control del coste marginal de financiación de las entidades de crédito. En general, el Eurosistema lo hace asignando un volumen de liquidez que permite que las entidades de crédito de la zona del euro satisfagan sus necesidades de liquidez a un precio acorde con los tipos de interés oficiales fijados por los responsables de la política monetaria. Estas necesidades de liquidez comprenden la liquidez necesaria para cumplir las exigencias de reservas que el BCE impone a las entidades, así como las derivadas de cambios en factores en los que el Eurosistema no puede influir directamente, los denominados «factores autónomos» (por ejemplo, los billetes en circulación y los depósitos que las Administraciones Pú-

blicas mantienen en el Eurosistema). Más concretamente, el BCE suele ejecutar sus operaciones principales de financiación mediante procedimientos de subasta a tipo de interés variable en los que se aplica el tipo mínimo de puja.

Normalmente, los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario, como el EONIA, se controlan de forma que se mantengan en niveles acordes con el tipo mínimo de puja, tras la adjudicación de un volumen de liquidez en las operaciones principales de financiación que permite a las entidades de crédito cumplir sin problemas sus exigencias de reservas durante un período de mantenimiento (aproximadamente, un mes). El importe adjudicado en las operaciones principales de financiación tiene en cuenta no solo las necesidades de liquidez resultantes de los «factores autónomos», sino también la liquidez proporcionada a través de otras operaciones, generalmente las operaciones de financiación a plazo más largo. Los tipos de interés de las facilidades permanentes del BCE limitan de manera efectiva el grado de variación de los tipos de interés a un día: la facilidad marginal de crédito permite que las entidades de crédito reciban liquidez a un día del BCE, mientras que la facilidad de depósito les permite depositar a un día la liquidez sobrante².

La transmisión de la política monetaria a la economía real comienza con los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario y, en última instancia, influye en la evolución de los precios. De este modo, las variaciones de los tipos de interés del mercado monetario se transmiten a los tipos de interés que las entidades de crédito aplican a los préstamos y créditos. Esto afecta a variables como el dinero, el crecimiento del crédito y el precio de los activos. Estos, a su vez, junto con factores externos, provocan modificaciones en la oferta y la demanda macroeconómicas y, por último, cambios en la inflación.

LA COMUNICACIÓN DEL BCE DE LA ORIENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

La política de comunicación del BCE constituye un elemento fundamental de la transmisión de la política monetaria. La transparencia del BCE en sus comunicaciones contribuye a una aplicación efectiva y eficaz de la orientación de la política monetaria.

En primer lugar, explicar la valoración de la orientación de la política monetaria en la que se sustentan las decisiones contribuye a que el público en general y los mercados conozcan y comprendan las decisiones de política monetaria del BCE. A este respecto, la estructura basada en dos pilares utilizada para realizar la valoración proporciona un marco sistemático no solo para el proceso interno de toma de decisiones (como se ha indicado anteriormente), sino también para la comunicación externa con el público. La utilización del mismo marco en el ámbito interno y en el externo ha ayudado al BCE a asegurar que su política monetaria siga siendo coherente, creíble y efectiva.

Un segundo aspecto relacionado es que una buena comunicación ayuda a los agentes privados a comprender la contribución que la política monetaria pretende hacer a la evolución económica y de los precios a lo largo del tiempo. Ciertamente, en la medida en que la comunicación ayuda a los mercados a entender mejor las respuestas de la política monetaria a la evolución y a las perturbaciones económicas, también contribuye a anticipar la orientación general de la política monetaria a medio plazo. Esta orientación implícita ayuda a reforzar la previsibilidad de la evolución de la política monetaria en el tiempo e influye en las expectativas sobre la trayectoria futura de los tipos de interés, aumentando con ello la efectividad de la política monetaria.

En tercer lugar, una comunicación creíble del firme compromiso que el BCE mantiene con su objetivo sirve para anclar las expectativas de inflación, facilitando con ello la ejecución de la política monetaria³. La disposición del BCE a actuar (su «actitud creíble de alerta»), su enfoque firme y

2 La aplicación de la política monetaria en épocas normales y en las diversas fases de la crisis se describe con detalle en el artículo titulado «La aplicación de la política monetaria desde agosto del 2007», publicado en el Boletín Mensual de julio de 2009.

3 Al mismo tiempo, este anclaje minimiza los costes de las relaciones contractuales (reduciendo las primas de riesgo de inflación). En líneas más generales, al proporcionar un ancla de estabilidad en un mundo de fluctuaciones económicas, el BCE debería influir positivamente en la confianza de los agentes económicos en épocas de incertidumbre, lo que posiblemente facilitaría también una corrección más rápida y sostenible de las fases de desaceleración económica. Por tanto, este anclaje de las expectativas de inflación propicia un entorno que conduce a un crecimiento económico sostenible y al empleo en la zona del euro.

su comunicación facilitan una utilización eficiente de su instrumento de tipos de interés.

En general, la comunicación explica los criterios en los que se basan las decisiones de política monetaria, orienta las expectativas en consonancia con la valoración del banco central y ayuda a anclar dichas expectativas en niveles acordes con la estabilidad de precios. Por tanto, la comunicación del BCE es fundamental para la aplicación de la orientación deseada, ya que contribuye a que los conocimientos y las expectativas del público y de los mercados se ajusten a esta orientación deseada y al objetivo final de estabilidad de precios.

3 LA ORIENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DURANTE LA CRISIS RECIENTE

La crisis financiera ha complicado la valoración que se realiza para determinar una orientación de la política monetaria que sea adecuada para el mantenimiento de la estabilidad de precios y para la señalización y la aplicación de dicha orientación⁴.

3.1 LA VALORACIÓN DE LA ORIENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DURANTE LA CRISIS

VALORACIÓN EN UN ENTORNO DE MAYOR INCERTIDUMBRE

La valoración de la orientación de la política monetaria es ya una tarea compleja en épocas normales, y resulta aún más difícil cuando la situación económica cambia con rapidez y existe un grado elevado de incertidumbre. Cuando comenzaron las turbulencias financieras, y especialmente cuando se intensificaron tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, la valoración de la orientación de la política monetaria tuvo que realizarse en un entorno de mayor incertidumbre. Como las circunstancias eran excepcionales, las regularidades observadas en épocas normales no pudieron utilizarse para interpretar la evolución de muchas variables económicas y financieras. Esto hizo que los modelos y las proyecciones tradicionales basados en esas regularidades fueran menos fiables que en el pasado⁵. La incertidumbre existente estaba rela-

cionada tanto con la naturaleza de las perturbaciones que afectaban a la economía de la zona del euro como con el funcionamiento de la propia economía. Cabe destacar que resultó difícil valorar en tiempo real la naturaleza y el alcance de la evolución financiera y su propagación a la economía real. Como la confianza se estaba desvaneciendo en el mercado interbancario y el mercado monetario funcionaba mal, la transmisión de la política monetaria se vio alterada. Ciertamente, en la zona del euro la primera fase del proceso de transmisión se sustenta, en gran medida, en la intermediación en el sector bancario y, en consecuencia, resultó más difícil calibrar los dos elementos primordiales de la valoración de la orientación, como se describe en la sección 2.1, concretamente: i) las perspectivas de estabilidad de precios a medio plazo, y ii) la contribución que, en última instancia, la política monetaria hace a esas perspectivas.

EL ENFOQUE GENERAL HA SIDO ESPECIALMENTE ÚTIL PARA EL BCE

Las ventajas del enfoque general basado en dos pilares que utiliza el BCE para realizar la valoración de la orientación de la política monetaria han sido especialmente evidentes durante la crisis financiera. Para asegurar una respuesta adecuada de la política monetaria, es fundamental mirar más allá de la volatilidad de los datos económicos y financieros y comprender la evolución subyacente. En ese contexto de mayor incertidumbre, el enfoque general que aplica el BCE en su estrategia de política monetaria ha permitido a los responsables de dicha política obtener una imagen más exhaustiva y adecuada de la evolución subyacente y de los riesgos para la estabilidad de precios asociados a dicha evolución. En concreto, el análisis económico ha ayudado al BCE a comprender el impacto que factores externos [por ejemplo, la evolución de los precios del petróleo y de segmentos específicos de mercado, como el mercado estadounidense de hipotecas de alto riesgo (*subprime*)] tienen en la eco-

4 Para más detalles sobre la información que se presenta en esta sección, véanse los discursos pronunciados por el presidente del BCE el 13 de julio de 2009 en Múnich, el 22 de agosto de 2009 en Jackson Hole y el 4 de septiembre de 2009 en Fráncfort del Meno.

5 Véase el artículo titulado «La última recesión en la zona del euro en un contexto histórico», en el Boletín Mensual de noviembre de 2009.

nomía de la zona del euro, así como los vínculos entre el ámbito financiero y la economía real. El análisis económico también ha ayudado al BCE a comprender y a anticipar la inversión de la tendencia inflacionista asociada a acusados aumentos previos de los precios de la energía, lo que ha evitado que cualquier posibilidad de desinflación observada en 2009 se confundiera con deflación y desencadenara reacciones políticas inadecuadas. El análisis monetario ha contribuido a mantener una perspectiva de medio plazo, dado el vínculo fundamental existente entre el dinero y la inflación en horizontes temporales a más largo plazo, así como a comprender mejor la evolución de los agregados monetarios, los balances de las entidades de crédito, los mercados monetarios, los precios de los activos y los flujos de crédito, que han sido de crucial interés, dado el origen financiero de la desaceleración económica⁶.

A su vez, la percepción de la evolución subyacente que se incluye en la valoración de la orientación de la política monetaria que realiza el BCE ha constituido la base de las decisiones sobre los tipos de interés y de las medidas no convencionales adoptadas. Se ha de observar que las medidas de política monetaria se han adoptado una vez comprendidas las distorsiones que afectan al mecanismo de transmisión e identificados los canales a través de los cuales las turbulencias financieras podrían propagarse a la economía real, con el fin de contener estos efectos de contagio y los riesgos a medio plazo para la estabilidad de precios asociados.

3.2 LA RESPUESTA DE LA POLÍTICA MONETARIA

En las excepcionales circunstancias generadas por la crisis financiera, la señalización y la aplicación por parte del BCE de su orientación de la política monetaria han supuesto no solo tomar decisiones sobre los tipos de interés, sino también adoptar medidas no convencionales.

Al iniciarse las turbulencias financieras, cuando el acceso a la liquidez en los mercados monetarios se vio seriamente dificultado en agosto de 2007, el Eurosistema reaccionó con rapidez para asegurar que esa situación no desembocaba en una crisis fi-

nanciera sistémica grave. Esta reacción consistió, principalmente, en la modificación del calendario y del plazo de vencimiento de sus operaciones de inyección de liquidez, con el fin de satisfacer las necesidades de financiación de las entidades de crédito. Además, proporcionó liquidez en divisas. Tras la quiebra de Lehman Brothers, las turbulencias se intensificaron y se convirtieron en una crisis financiera que se propagó con rapidez al sistema financiero mundial y provocó una fuerte desaceleración económica en la zona del euro, lo que generó presiones inflacionistas moderadas. En respuesta a estas circunstancias, el Consejo de Gobierno adoptó una serie de medidas convencionales y otras no convencionales. En consecuencia, ante los cambios producidos en la valoración de los riesgos para la estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno redujo 325 puntos básicos, hasta el 1%, los tipos de interés oficiales del BCE, un nivel no registrado en los países de la zona al menos desde la Segunda Guerra Mundial.

Dado que el funcionamiento del sistema financiero, y en particular del mercado monetario, se vio seriamente dificultado, el Consejo de Gobierno adoptó una serie de medidas no convencionales para evitar una crisis sistémica de liquidez en el sistema financiero de la zona del euro, respaldar la transmisión de sus decisiones sobre tipos de interés y potenciar el flujo de crédito a los hogares y a las empresas.

APOYO REFORZADO AL CRÉDITO

El «apoyo reforzado al crédito» del BCE ha consistido en la adopción de medidas no convencionales que respaldan las condiciones financieras y los flujos de crédito más allá de lo que se habría logrado únicamente mediante recortes de los tipos de interés oficiales del BCE.

Este enfoque se ha adaptado específicamente a la estructura financiera de la economía de la zona del euro y a las circunstancias concretas de la crisis financiera global. Se ha centrado en las entidades de crédito, dado que son la principal fuente de financiación de la economía real en la zona del euro. Ciertamente, la mayor parte de la financiación externa de

⁶ Véase el artículo titulado «El análisis monetario en un entorno de turbulencias financieras», en el Boletín Mensual de noviembre de 2009.

las sociedades no financieras procede del sector bancario. Este sector es especialmente importante a la hora de proporcionar financiación a las pequeñas y medianas empresas, que, a su vez, desempeñan un papel esencial en la economía de la zona. En cuanto a las circunstancias específicas de la crisis, dos factores han sido especialmente relevantes. En primer lugar, dado el riesgo sistémico de liquidez que ha planteado la crisis, las medidas se han centrado en asegurar que las entidades de crédito tengan acceso sin restricciones a la liquidez proporcionada por el banco central en estas circunstancias excepcionales. En segundo lugar, dado que el acceso de las entidades de la zona del euro a los mercados interbancarios de divisas se vio seriamente obstaculizado, el BCE decidió proporcionar liquidez en dólares estadounidenses al sector bancario de la zona a cambio de activos de garantía denominados en euros. Esta medida se ha respaldado en el acuerdo de líneas *swap* establecido con la Reserva Federal de Estados Unidos⁷. Más concretamente, el apoyo reforzado al crédito incluye cinco medidas:

1. El suministro de liquidez ilimitada a las entidades de crédito de la zona del euro a un tipo de interés fijo en todas las operaciones de financiación, previa entrega de activos de garantía adecuados.
2. La prolongación del plazo máximo de vencimiento de las operaciones de financiación, de tres meses antes de la crisis a un año.
3. La ampliación de la lista de activos aceptados como garantía.
4. La provisión de liquidez en divisas (principalmente, dólares estadounidenses).
5. La realización de adquisiciones directas en el mercado de bonos garantizados (*covered bonds*).

Estas medidas se centran en el sector bancario. Las cuatro primeras están relacionadas con el suministro de liquidez en euros y en divisas, mientras que la decisión de adquirir directamente bonos garantizados se adoptó para apoyar a este segmento de mercado, ya que es un mercado fi-

nanciero muy importante en Europa y una de las principales fuentes de financiación de las entidades de crédito. Esta medida ha fomentado las emisiones en los mercados primarios y ha reducido los diferenciales especialmente elevados registrados en este mercado.

Estas medidas de apoyo reforzado al crédito representan el enfoque no convencional adoptado por el BCE en la formulación de la política monetaria en el contexto de la reciente crisis financiera, y no pueden compararse con las medidas de «relajación crediticia» adoptadas por la Reserva Federal de Estados Unidos ni con la «política de relajación cuantitativa» aplicada por el Banco de Japón y el Banco de Inglaterra. Los principales bancos centrales del mundo están unidos en cuanto al objetivo, pero actúan en economías y en entornos institucionales que son muy diferentes. En Estados Unidos, por ejemplo, la principal fuente de financiación externa de las empresas la constituyen los mercados financieros, y no las entidades de crédito, lo que explica por qué las medidas se centran mucho más en las adquisiciones directas en los mercados financieros. Además, las diferencias en los mecanismos institucionales pueden tener un impacto sobre los marcos operativos de los bancos centrales.

DEBILITAMIENTO TEMPORAL DEL ESTRECHO VÍNCULO EXISTENTE ENTRE LA POLÍTICA MONETARIA Y LOS TIPOS DE INTERÉS DE MERCADO

En estas excepcionales circunstancias, la señalización de la orientación de la política monetaria se ha tornado más difícil. La estrecha relación que suele existir entre el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos del mercado monetario ha adquirido un cariz diferente y más complejo. La decisión de aplicar un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones de financiación (en lugar de proporcionar liquidez a través de subastas competitivas) y de ampliar a un año el plazo máximo de vencimiento de las operaciones durante un plazo transitorio pero prolongado ha sido necesaria para mitigar los efectos del defi-

7 El BCE también ha establecido acuerdos de líneas *swap* para francos suizos y coronas suecas.

ciente funcionamiento del mercado monetario. La fuerte demanda de liquidez de los participantes en el mercado, atendida plenamente por el Eurosistema, ha hecho que los tipos de interés a un día del mercado monetario hayan caído bastante por debajo del tipo de las operaciones principales de financiación y se hayan situado relativamente próximos al tipo de interés de la facilidad de depósito. A este respecto, las medidas no convencionales han hecho que, temporalmente, la relación entre las decisiones de política monetaria y las operaciones de política monetaria sea diferente. En estas circunstancias extraordinarias, el nuevo nivel del tipo a un día del mercado monetario se consideró aceptable como un medio para ayudar a contrarrestar el deficiente funcionamiento del mercado monetario, y en particular los anormalmente elevados diferenciales de los tipos del mercado monetario a plazo. En este contexto, el tipo de interés de la facilidad de depósito ha desempeñado un papel más importante que en el pasado con respecto al EONIA y a otros tipos de interés a muy corto plazo del mercado monetario.

UNA ORIENTACIÓN CENTRADA EN LA ESTABILIDAD DE PRECIOS

La respuesta de la política monetaria a la crisis financiera se ha centrado en la consecución del objetivo de estabilidad de precios del BCE. El firme anclaje de las expectativas de inflación a medio plazo es fundamental para fomentar un crecimiento sostenible y el empleo, y contribuir a la estabilidad financiera.

Las acciones del BCE han contribuido a facilitar el acceso del sector bancario a la liquidez y la recuperación de la economía de la zona del euro, permitiendo aplicar una orientación de la política monetaria adecuada para mantener la estabilidad de precios a medio plazo. Las medidas adoptadas en respuesta a la intensificación de la crisis financiera han contribuido a la normalización de las condiciones económicas y financieras. En concreto, las medidas aplicadas por el Eurosistema han apoyado los flujos de crédito a la economía a través tanto de factores de oferta (principalmente, aliviando las presiones de financiación del sector bancario) como de demanda (como consecuencia

de los niveles muy reducidos de los tipos de interés). Además, al recalcar su firme compromiso con la estabilidad de precios, así como su disposición a actuar y obrar en consecuencia, el BCE se ha presentado a sí mismo como un ancla de estabilidad en épocas de mayor incertidumbre, lo que ha sido fundamental para fomentar la confianza en el entorno de acusada debilidad de la actividad económica previsto a corto plazo. Durante la crisis, las expectativas de inflación a medio y a largo plazo en la zona del euro han permanecido firmemente ancladas en niveles acordes con la definición de estabilidad de precios del Consejo de Gobierno, y las tasas de inflación se han mantenido por debajo del 2%, pero próximas a esa cifra, en el medio plazo.

4 RETIRADA DE LAS MEDIDAS NO CONVENCIONALES

El objetivo primordial del mantenimiento de la estabilidad de precios, que ha llevado a que la política monetaria se aplique a través de medidas convencionales y no convencionales en respuesta a las moderadas presiones inflacionistas observadas durante la crisis financiera, también significa que el retorno a un marco de política monetaria más normal es un objetivo natural.

Todas las medidas no convencionales adoptadas se han diseñado con la idea de que se retirarán. La mayor parte de ellas se eliminarán naturalmente si no se adopta una decisión explícita de prolongarlas. Además, el BCE tiene la capacidad de actuar cuando lo considere necesario. Concretamente, el elevado grado de independencia institucional del BCE significa que carece de limitaciones en su capacidad para poner en práctica las decisiones adecuadas, y el marco operativo incorpora la flexibilidad necesaria para ello. En parte como consecuencia de las medidas tomadas por el BCE, las condiciones financieras se han estabilizado y posteriormente han mejorado. Las excepcionales circunstancias que llevaron al Consejo de Gobierno a adoptar las medidas no convencionales desaparecerán progresivamente, y las medidas extraordinarias de liquidez no se necesitarán en la misma medida que en el pasado.

En consecuencia, en su reunión del 3 de diciembre de 2009, el Consejo de Gobierno decidió iniciar la retirada gradual de las medidas no convencionales que ya no se consideren necesarias a partir del primer trimestre de 2010, mientras que algunas continuarán aplicándose. Concretamente, se reducirán gradualmente el número y la frecuencia de las operaciones de financiación a plazo más largo. La última operación a un año se realizó en diciembre de 2009, la última operación a seis meses se llevará a cabo en marzo de 2010, y el número de operaciones a tres meses se reducirá a partir del primer trimestre de 2010.

La decisión de iniciar la retirada gradual de estas medidas se debe, como se ha indicado, a las mejoras observadas en las condiciones financieras. Los mercados monetarios están funcionando mejor, y las anteriores reducciones de los tipos de interés oficiales del BCE están quedando reflejadas, de manera creciente, en los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios otorgados a los hogares y a las empresas, lo que señala que, en general, el proceso de transmisión está funcionando. En este entorno, no se espera que la retirada gradual de algunas de las medidas no convencionales tenga un impacto negativo sobre las condiciones financieras.

Al mismo tiempo, el momento en el que se ha tomado la decisión de empezar a retirar esas medidas se debe al hecho de que habría existido mayor riesgo de que se produzcan efectos indirectos negativos si, en las actuales circunstancias, se hubiesen prolongado todas las medidas. Las mejoras observadas en las condiciones financieras permiten que las entidades de crédito comiencen a asumir parte de su papel «habitual» en el mercado monetario, reduciendo con ello el papel de intermediación asumido por el Eurosistema. Mantener vigentes todas las medidas no convencionales cuando ya no se necesitan podría provocar distorsiones como una dependencia excesiva de la liquidez proporcionada excepcionalmente por el banco central y problemas relacionados de riesgo moral. Además, continuar aplicando todas las medidas de apoyo reforzado al crédito en un entorno de mejora de las condiciones financieras podría generar débiles incentivos financieros para rees-

tructurar los balances de las entidades de crédito y aplazar los ajustes necesarios. En un contexto de tipos de interés acomodaticios, un exceso de liquidez también podría dar lugar a una asunción excesiva de riesgos.

La decisión de retirar algunas de las medidas no convencionales refleja el enfoque gradual que ha adoptado el BCE. Estos primeros pasos permiten que se tenga en cuenta la forma en que las condiciones financieras y los participantes en los mercados financieros reaccionan ante el hecho de que el BCE asuma un papel menos relevante como intermediario en el mercado monetario. Además, la persistencia de un elevado grado de incertidumbre y la firmeza del BCE son argumentos a favor de una retirada gradual.

Concretamente, el hecho de que las medidas no convencionales hayan empezado a retirarse no implica la eliminación del enfoque de apoyo reforzado al crédito. El Eurosistema seguirá suministrando liquidez al sistema bancario de la zona del euro en condiciones muy favorables. Al mismo tiempo, la economía sigue beneficiándose de la transmisión gradual de las anteriores reducciones de los tipos de interés oficiales del BCE. En un contexto de mejora de las condiciones económicas y financieras, la retirada de medidas no convencionales no necesariamente implica un endurecimiento de la orientación de la política monetaria.

De cara al futuro, la retirada gradual de las medidas no convencionales permitirá el retorno paulatino a una implementación más convencional de la política monetaria. El tipo de interés de las operaciones principales de financiación debería recuperar su papel crucial en la señalización y la aplicación de la orientación de la política monetaria y, a su vez, en la valoración de la orientación de la propia política monetaria. Esto permitiría volver a una situación con una distinción clara entre las decisiones de política monetaria y su implementación, y facilitará su ejecución, ya que posibilita que las decisiones de política monetaria se transmitan con la mayor rapidez y precisión posibles a los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario como primera fase del proceso de transmi-

sión. Se ha de observar que el marco operativo es flexible, lo que permite controlar los tipos de interés incluso sin retirar las medidas no convencionales. Desde una perspectiva a largo plazo, las medidas extraordinarias de liquidez que no se necesiten en la misma medida que antes se retirarán gradualmente en el momento oportuno. Para hacer frente de manera efectiva a cualquier amenaza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo, se retirarán medidas cuando sea necesario. De este modo, el Consejo de Gobierno continuará garantizando el firme anclaje de las expectativas de inflación a medio plazo.

5 CONCLUSIONES

El BCE valora la orientación de la política monetaria aplicando un enfoque general y de carácter prospectivo. Las ventajas de este enfoque han sido particularmente evidentes durante la crisis financiera. Concretamente, ha permitido a los responsables de la política monetaria realizar una valoración adecuada de la evolución subyacente y de los riesgos asociados para la estabilidad de precios, en un entorno caracterizado por un elevado nivel de incertidumbre. Las perspectivas de estabilidad de precios han cambiado considerablemente durante la crisis. El BCE ha respondido a estos cambios reduciendo sustancialmente y con

rapidez los tipos de interés oficiales. Además, el deficiente funcionamiento de los mercados monetarios ha mermado la capacidad de la política monetaria para influir en estas perspectivas a través únicamente de las decisiones sobre tipos de interés. De este modo, con el fin de apoyar la transmisión efectiva de la política monetaria y de amortiguar el impacto sobre la economía real y sobre las perspectivas de inflación a medio plazo, el BCE ha adoptado una serie de medidas no convencionales. El apoyo reforzado al crédito del BCE ha tratado de asegurar el flujo de crédito a los hogares y a las empresas.

Debido a su carácter excepcional, estas medidas no convencionales deben retirarse gradualmente cuando la situación en los mercados financieros se normalice y la transmisión de la política monetaria comience a funcionar de nuevo con normalidad. Mantener vigentes estas medidas durante demasiado tiempo provocaría distorsiones y no proporcionaría los incentivos adecuados al sector bancario que conduzcan a un crecimiento económico sostenible y a una evolución estable de los precios a largo plazo. Al mismo tiempo, los efectos de las considerables reducciones de los tipos de interés oficiales y el apoyo reforzado al crédito continuarán transmitiéndose a la economía incluso después de que haya comenzado la retirada de las medidas no convencionales.