

LA RESPUESTA DEL BCE A LA CRISIS FINANCIERA



La reciente crisis financiera mundial y la consiguiente recesión económica han exigido respuestas de política económica sin precedentes por parte de las autoridades fiscales y monetarias de todo el mundo. Desde el inicio de las tensiones financieras a mediados de 2007, el BCE ha reaccionado con prontitud y decisión ante el deterioro de la situación económica y financiera, con el propósito de mantener la estabilidad de precios a medio plazo. Además de reducir los tipos de interés hasta niveles nunca observados en los países de la zona del euro en las últimas décadas, en la fase más aguda de tensiones en los mercados financieros el Eurosistema adoptó una serie de medidas de política monetaria no convencionales, que comprenden las «medidas de apoyo reforzado al crédito» y el Programa para los Mercados de Valores. Estas audaces medidas extraordinarias han contribuido a sustentar la intermediación financiera en la zona del euro y han desempeñado un papel decisivo para preservar la disponibilidad de crédito para los hogares y las empresas, al tiempo que cumplían fielmente el objetivo primordial del BCE de mantener la estabilidad de precios a medio plazo en la zona del euro. Debido a su carácter temporal, algunas de las medidas de política monetaria no convencionales adoptadas por el BCE en respuesta a la crisis ya han sido eliminadas, mientras que otras se retirarán gradualmente en cuanto la situación económica y financiera se normalice. En este artículo se analiza de forma pormenorizada cómo ha respondido el BCE en las distintas fases de las tensiones financieras en el marco de su estrategia de política monetaria a medio plazo, y se describen los resultados de las medidas adoptadas.

I INTRODUCCIÓN

En todos los países del mundo, los bancos centrales y los Gobiernos han hecho frente con determinación a los retos que la crisis financiera mundial ha ido planteando desde su inicio en el verano de 2007. Para mantener la liquidez en los mercados, reducir el riesgo sistémico y, en última instancia, restablecer la estabilidad en los mercados financieros, fue preciso adoptar medidas audaces, inmediatas y sin precedentes. En vista del alcance mundial de la crisis, las autoridades fiscales y monetarias de los distintos países tuvieron que enfrentarse a retos similares, aunque sus respuestas tuvieron que adaptarse a las características específicas de su propio sistema financiero y de su economía.

Cuando surgieron las primeras señales de tensiones en los mercados financieros a mediados de 2007, el BCE actuó con celeridad, anticipando una mayor provisión de liquidez a las instituciones financieras, a fin de intentar contrarrestar las perturbaciones en el mercado interbancario. En los meses siguientes se establecieron líneas *swap* entre los principales bancos centrales, básicamente para contener las crecientes presiones en los mercados de financiación a corto plazo en dólares estadounidenses. Tras la quiebra del banco de inversiones

Lehman Brothers en Estados Unidos en septiembre de 2008, los temores generalizados respecto a la solvencia de las instituciones financieras llevaron al sistema financiero mundial al borde del colapso. Para corregir el mal funcionamiento de los mercados y limitar el riesgo de contagio a la economía real, y, en definitiva, para garantizar la estabilidad de precios, las autoridades monetarias de todo el mundo redujeron sus tipos de interés oficiales hasta niveles históricamente bajos y adoptaron una serie de medidas de política monetaria no convencionales. Al mismo tiempo, las autoridades fiscales adoptaron un conjunto de medidas, como los planes de recapitalización o los avales públicos, diseñadas para evitar la insolvencia de instituciones financieras de importancia sistémica o para hacer frente a los problemas de financiación de entidades solventes pero con déficit de liquidez¹.

En este artículo se analiza detenidamente cómo ha respondido el Eurosistema a las fuertes tensiones que han azotado los mercados financieros desde mediados de 2007², se describe cómo se han desarrolla-

- 1 Para una descripción general de las medidas de política fiscal adoptadas en la zona del euro durante la crisis, véase A. van Riet (ed.), «Euro area fiscal policies and the crisis», *Occasional Paper Series*, n.º 109, BCE, abril de 2010.
- 2 La fecha de cierre de este artículo fue el 7 de septiembre de 2010.

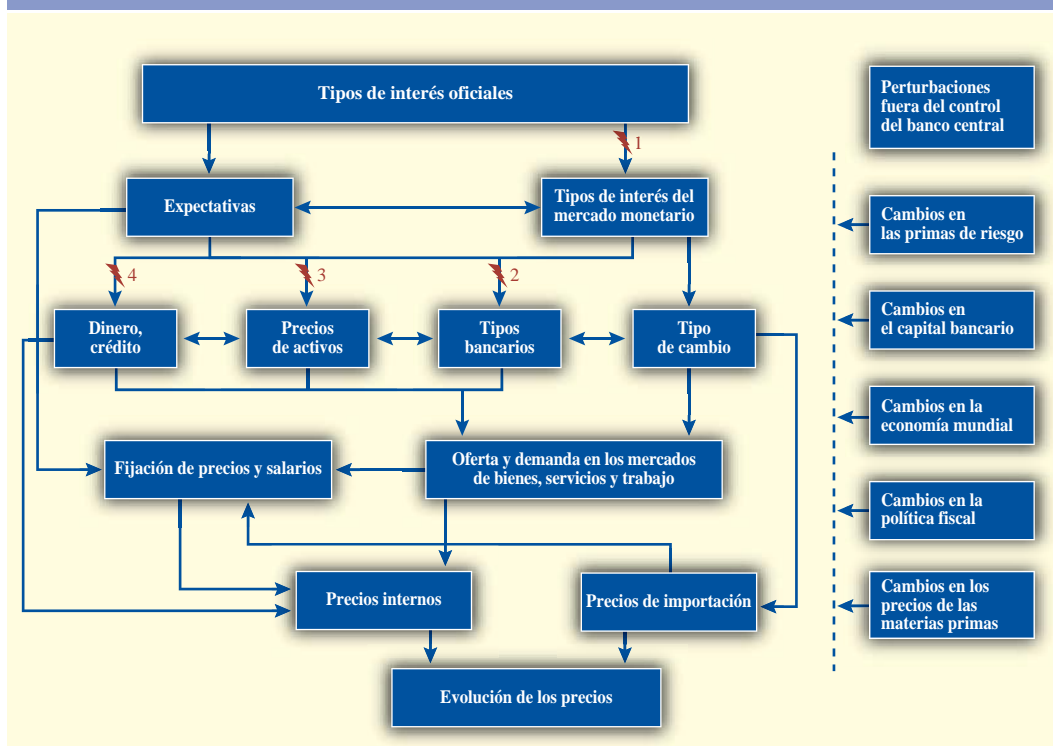
do los acontecimientos y se examinan las principales medidas adoptadas y aplicadas por el BCE y los BCN de los Estados miembros de la UE pertenecientes a la zona del euro. Asimismo, se exponen los fundamentos económicos y estratégicos de estas medidas y, en lo posible, se valora su eficacia para limitar las consecuencias de la crisis y, en particular, para preservar la transmisión ordenada de la política monetaria. El artículo muestra también que las medidas adoptadas por el BCE desde el inicio de la crisis financiera han sido audaces, pero que se han mantenido firmemente ancladas en el marco de su estrategia de política monetaria a medio plazo. Para calibrar adecuadamente la respuesta del BCE a la crisis, en la segunda sección se describe el funcionamiento de la política monetaria en circunstancias normales. En la tercera, se detallan las medidas adoptadas por el Eurosistema, distinguiendo cuatro fases: i) el período de turbulencias financieras; ii) la intensificación de la crisis financiera; iii) el período de mejora transito-

ria de la situación de los mercados financieros; y iv) la crisis de la deuda soberana. En la cuarta, se presentan las conclusiones.

2 LA TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN CIRCUNSTANCIAS NORMALES

La política monetaria afecta a los precios y a la economía en general a través de distintos canales (véase gráfico 1). En síntesis, las variaciones del tipo de interés oficial del banco central repercuten en los tipos aplicados a los hogares y a las empresas (incluidos los relativos a los préstamos y depósitos bancarios) y, por ende, en las decisiones de consumo, ahorro e inversión. A su vez, estas decisiones influyen en la demanda agregada y, en última instancia, en la fijación de precios y en la formación de expectativas de inflación. En la zona del euro, este canal, que se suele denominar canal de tipos de interés, ha resultado ser el que ejerce una mayor

Gráfico 1 Esquema del mecanismo de transmisión de los tipos de interés oficiales a los precios



Fuente: BCE.

influencia en la economía³. Otros canales a través de los cuales la política monetaria puede incidir en los precios y en la actividad real son el canal de tipos de cambio y el de precios de los activos.

En general, el funcionamiento del mercado monetario desempeña un papel fundamental en la operativa del canal de tipos de interés. Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, como los tipos de los préstamos y depósitos de los hogares y las empresas, suelen estar vinculados a las condiciones de financiación de las entidades que, a su vez, están ligadas a los tipos de interés del mercado monetario. En circunstancias normales, el BCE influye en los tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro por medio de la fijación de los tipos de interés oficiales y de la gestión de la situación de liquidez en dicho mercado. Más concretamente, el BCE proporciona fondos a las entidades de crédito a través de las operaciones de financiación, que se ejecutan mediante subastas. Los tipos mínimos de puja de estas subastas, que el Consejo de Gobierno determina sobre la base de su análisis económico y monetario, constituyen las principales señales sobre la orientación de su política monetaria.

Tras fijar los tipos de interés oficiales, el BCE ejecuta su política monetaria, adjudicando la liquidez que el sector bancario necesita para satisfacer la demanda resultante de los denominados factores autónomos y para cumplir las exigencias de reservas⁴. Al permitir a las entidades de crédito cumplir las exigencias de reservas mínimas como promedio a lo largo de un período de mantenimiento de cerca de un mes, el sistema garantiza que el tipo de interés a un día del mercado monetario refleje el tipo de interés oficial. De este modo, los efectos de las decisiones de tipos de interés del BCE se transmiten a los mercados financieros y, con un desfase, a la economía real. Normalmente, el BCE mantiene una estricta división entre las decisiones de política monetaria y su ejecución mediante las operaciones de política monetaria, aplicando un

3 Véanse el artículo titulado «Resultados recientes sobre la transmisión de la política monetaria en la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de octubre de 2002; y el artículo titulado «La transmisión de la política monetaria en la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de julio de 2000.

4 Los factores autónomos se definen como la suma de los billetes en circulación y los depósitos de las Administraciones Públicas menos los activos exteriores netos más otros factores. Las reservas mínimas se definen como los saldos que las entidades de crédito han de mantener en cuentas de los BCN para cumplir las exigencias de reservas del BCE.

Gráfico 2 Diferencial entre el EURIBOR a tres meses y el tipo *swap* del EONIA

(puntos básicos)



Fuentes: Bloomberg y BCE.

Notas: El tipo *swap* es el tipo de interés fijo que las entidades de crédito están dispuestas a pagar a cambio de recibir el tipo de interés medio a un día a lo largo de la duración del contrato *swap*. El tipo *swap* refleja las mismas e insignificantes primas de riesgo de crédito y de liquidez que el tipo a un día, por lo que es relativamente inmune a variaciones del riesgo de crédito o de liquidez.

«principio de separación» que permite evitar que la especificación y la ejecución de las operaciones de financiación se interpreten como señales de futuros cambios en la orientación de la política monetaria. Este procedimiento ha resultado ser una manera fiable de asegurar que la orientación de la política monetaria del Consejo de Gobierno se traslade de forma apropiada a los tipos de interés del mercado monetario y que los mercados de crédito funcionen correctamente. La relación estable y predecible entre los tipos de interés del mercado monetario y el tipo de las operaciones principales de financiación del BCE que existió hasta mediados de 2007 pone de relieve la eficiencia del marco operativo del Eurosistema al instrumentar la orientación de la política monetaria acordada por el Consejo de Gobierno (véase gráfico 2).

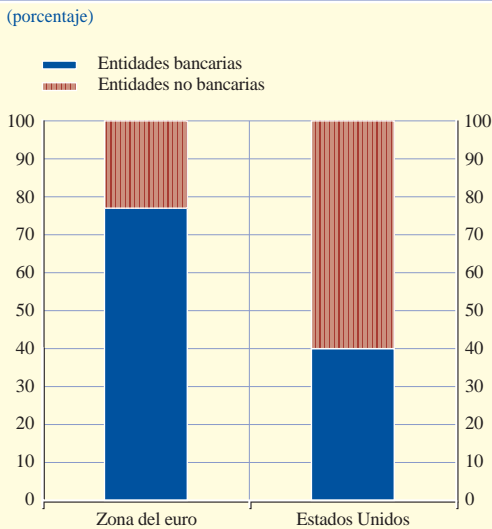
La adecuada transmisión de las intenciones de política monetaria del Consejo de Gobierno a los tipos de interés del mercado monetario depende fundamentalmente del comportamiento de las entidades de crédito y de su disposición a intercambiar liquidez de una manera fluida en el mercado interbancario. En general, teniendo en cuenta las exigencias de reservas impuestas por el BCE, las entidades que tienen un excedente de liquidez al final del día prestan dinero a otras instituciones financieras que lo necesitan. Sin embargo, en un entorno de desconfianza mutua entre las entidades, el vínculo entre los tipos de interés oficiales y los tipos de interés del mercado monetario podría debilitarse o incluso romperse (casilla «1» del gráfico 1). Cuando escasea la oferta de crédito interbancario, como resultado de la falta de confianza entre los participantes en el mercado, el coste del crédito interbancario, es decir, el primer escalón en el proceso de transmisión, se eleva por encima del nivel que sería compatible con la orientación deseada de la política monetaria del BCE.

El BCE se encuentra en esta situación desde el comienzo de las turbulencias financieras a mediados de 2007 (véase gráfico 2). En tales circunstancias, las medidas de política monetaria convencionales, es decir, las modificaciones de los tipos de interés oficiales, podrían ser insuficientes para garantizar una transmisión efectiva de la orientación de la

política monetaria a las entidades de crédito y, posteriormente, a la economía real. A este respecto, el mal funcionamiento de los mercados monetarios puede mermar la capacidad de la política monetaria para influir en las perspectivas de estabilidad de precios a través únicamente de ajustes de los tipos de interés. Así pues, el BCE ha adoptado medidas de política monetaria no convencionales encaminadas a asegurar que el mecanismo de transmisión permanezca totalmente operativo en estas circunstancias excepcionales y a garantizar el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo.

Al estabilizar los costes de la liquidez a muy corto plazo obtenida por las entidades de crédito en consonancia con sus intenciones de política monetaria, el BCE influye también, indirectamente y en distinto grado, en toda la gama de instrumentos del mercado monetario con diferentes plazos de vencimiento, así como en los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela en los mercados de crédito y de depósitos. Estos tipos de interés desempeñan un papel importante en la transmisión de la política monetaria, dado que, en la zona del euro, las operaciones de endeudamiento y de préstamo todavía se llevan a cabo predominantemente a través de la intermediación del sector bancario, al contrario de lo que ocurre en algunas grandes economías, en las que los mercados de valores tienen una función mucho más relevante en la financiación del sector real. En el período 2004-2008, la financiación bancaria representó alrededor de las tres cuartas partes de la financiación externa total de sociedades no financieras en la zona del euro y menos de la mitad en Estados Unidos (véase gráfico 3).

Los tipos de interés a los que las entidades de crédito remuneran los depósitos y conceden préstamos al sector privado dependen de varios factores, como la interacción entre la oferta y la demanda de crédito y de depósitos, la estructura del sector financiero y las condiciones generales de financiación de las entidades de crédito (casilla «2» del gráfico 1). Este último elemento ha adquirido una importancia creciente en la transmisión de la política monetaria a lo largo del tiempo. Como conse-

Gráfico 3 Fuentes de financiación de las sociedades no financieras en el período 2004-2008

Fuentes: BCE y Junta de Gobernadores de la Reserva Federal.

cuencia de las innovaciones financieras y, en particular, de la aparición de la titulización, las entidades de crédito pasaron a depender gradualmente en mayor medida de la financiación en los mercados financieros, con lo que aumentó su vulnerabilidad a cambios en las condiciones de financiación de los mercados interbancarios. En resumen, estas innovaciones financieras permitieron a las instituciones y a los inversores obtener fondos en el mercado monetario vendiendo bonos de titulización a corto plazo, cuyos ingresos se invertían habitualmente en activos a largo plazo. De forma similar, los préstamos interbancarios se respaldaron cada vez más con activos de garantía titulizados, y los préstamos interbancarios con garantías en forma de cesiones temporales se duplicaron en Europa en el período 2002-2007, alcanzando un saldo vivo de 6,4 billones de euros en 2007 (cerca del 71% del PIB de la zona del euro)⁵.

La tendencia hacia la financiación en los mercados financieros, y la consiguiente aparición de una gran variedad de nuevos instrumentos y participantes, han llevado a que otros segmentos del mercado financiero asumieran un papel más destacado en el proceso de transmisión. Los costes de financiación de las entidades de crédito y, por tanto, los

tipos de interés que aplican a su clientela se han vuelto más sensibles a la evolución del mercado de productos financieros estructurados, el mercado de bonos garantizados y el mercado de préstamos interbancarios con garantías (parte del canal de precios de los activos⁶, casilla «3» del gráfico 1). Por ejemplo, los bonos garantizados no solo han adquirido más importancia como fuente de financiación directa de muchas instituciones financieras en Europa, sino que han llegado también a utilizarse crecientemente como activos de garantía en las operaciones del mercado monetario⁷. Del mismo modo, ante el rápido aumento de los préstamos interbancarios con garantías, el impacto de la evolución de los mercados de deuda pública sobre los mercados monetarios se ha intensificado considerablemente. Aunque la deuda pública ha sido tradicionalmente un elemento relevante del proceso de transmisión, al servir de referencia, o límite inferior, para fijar los precios de otros contratos financieros y valores de renta fija, se ha convertido también, en los últimos años, en una importante fuente de activos de garantía para los préstamos interbancarios. En consecuencia, unos cambios bruscos o excesivos en el valor o la disponibilidad de estos títulos pueden suponer un fuerte deterioro de las condiciones de financiación de las entidades de crédito, con efectos adversos sobre la oferta de préstamos bancarios a la economía real y sobre sus precios.

A su vez, el creciente recurso a fuentes de financiación distintas de los depósitos ha restado importancia a otros canales de transmisión distintos de los precios, como los ajustes en el volumen de préstamos y créditos en respuesta a una modificación del tipo de interés oficial. Los préstamos bancarios tienden a disminuir después de un endurecimiento de la política monetaria, debido a que, por lo general, una elevación del tipo de interés oficial va se-

5 Véase International Capital Market Association, *European repo market survey*, varios números.

6 El canal de precios de los activos afecta también a los balances de los hogares y las sociedades no financieras, lo que, a su vez, induce cambios en el comportamiento en materia de consumo e inversión.

7 Los bonos garantizados son valores de renta fija a largo plazo emitidos por las entidades de crédito para financiar préstamos a los sectores público y privado, frecuentemente relacionados con operaciones inmobiliarias. En algunos países, los bonos garantizados son una importante fuente de financiación para las entidades de crédito.

guida de una menor disponibilidad de depósitos bancarios, ya que los depositantes desplazan sus inversiones desde los depósitos hacia activos que ofrecen una mayor rentabilidad. A menos que las entidades de crédito puedan compensar la disminución de los depósitos con otras fuentes de financiación, el ajuste a la baja se refleja en una restricción en el activo del balance de las entidades de crédito, induciendo, en última instancia, una reducción de los préstamos bancarios. Este efecto sobre la capacidad de las entidades para conceder nuevos préstamos se conoce como el canal del crédito bancario (casilla «4» del gráfico 1).

Por consiguiente, el buen funcionamiento del mercado monetario y del mercado de valores a largo plazo es esencial para la transmisión de los tipos de interés oficiales del BCE. En la tercera sección se describen las medidas adoptadas por el Eurosistema durante la crisis financiera para evitar que las tensiones en estos mercados alteraran la transmisión ordenada de la orientación de su política monetaria.

3 LA RESPUESTA DEL BCE EN LAS DISTINTAS FASES DE LA CRISIS

En esta sección se describe en detalle cómo ha respondido el BCE a las distintas fases de la crisis financiera, que abarcan el período comprendido entre agosto de 2007 y los primeros días de septiembre de 2010⁸, haciendo especial hincapié en los acontecimientos que desencadenaron una respuesta del Eurosistema, más que en los desequilibrios básicos que dieron lugar a esos acontecimientos. También se analiza la efectividad de las medidas adoptadas. En el artículo se distinguen cuatro fases diferenciadas: i) el período de turbulencias financieras; ii) la intensificación de la crisis financiera; iii) el período de mejora transitoria de la situación de los mercados financieros; y iv) la crisis de la deuda soberana.

EL PERÍODO DE TURBULENCIAS FINANCIERAS

El 9 de agosto de 2007, los mercados interbancarios de todo el mundo, incluidos los de la zona del

euro (gráfico 2) comenzaron a experimentar graves tensiones. Se produjo un fuerte aumento de las primas de riesgo de los préstamos interbancarios a diversos plazos y la actividad de los mercados se contrajo rápidamente. Las tensiones reflejaron, principalmente, una falta de confianza entre los participantes en el mercado y la incertidumbre respecto a la solvencia financiera y la liquidez de las entidades de contrapartida.

Estas tensiones amenazaron con obstaculizar el adecuado funcionamiento del mercado de la zona del euro (casilla «1» del gráfico 1) e incluso bloquear el sistema de pagos. El BCE reaccionó inmediatamente y, ese mismo día, permitió que las entidades de crédito de la zona del euro retirasen toda la liquidez que necesitaran, de un día para otro, con el respaldo de activos de garantía al tipo aplicable a las operaciones principales de financiación. En total, las entidades tomaron fondos por un importe de 95 mm de euros, lo que indica la gravedad de la crisis. En los meses siguientes, el BCE realizó operaciones de financiación complementarias con vencimiento a tres y seis meses. La menor incertidumbre y el mayor horizonte de planificación de la liquidez que permitían los plazos de vencimiento más largos, tenían por objeto estimular a las entidades a seguir proporcionando crédito a la economía. Al mismo tiempo, se redujo el volumen adjudicado en las operaciones de financiación a plazo más corto.

Asimismo, el BCE adaptó la estructura de la provisión de liquidez dentro de los períodos de mantenimiento para que las entidades pudieran «anticipar» reservas en la primera mitad del período y revertir la operación en la segunda mitad. Como resultado, el volumen total de liquidez proporcionado por el Eurosistema en un período completo de mantenimiento no experimentó variación, pero aumentó el plazo medio de vencimiento de sus operaciones de inyección de liquidez y se proporcionaron más fondos en las primeras fechas del

8 Véanse también J. C. Trichet, «State of the Union: The Financial Crisis and the ECB's Response between 2007 and 2009», *Journal of Common Market Studies*, vol. 48, 2010, pp. 7-19; y el artículo titulado «La aplicación de la política monetaria desde agosto del 2007», en el Boletín Mensual del BCE de julio de 2009.

Gráfico 4 Tipos de interés oficiales del BCE y EONIA

(porcentaje)



Fuentes: Bloomberg y BCE.

Nota: El EONIA (índice medio del tipo del euro a un día) es el tipo de interés efectivo a un día, que se calcula como la media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías realizadas en el mercado interbancario de la zona del euro, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

período. También se realizaron operaciones de ajuste para garantizar que los tipos de interés a muy corto plazo del mercado monetario se mantuvieran en niveles cercanos al tipo de las operaciones principales de financiación del BCE (véase gráfico 4). Además, en vista de las tensiones que afectaban al mercado de divisas y sobre la base de un acuerdo de carácter temporal (línea *swap*) suscrito con la Reserva Federal, el BCE también comenzó a proporcionar liquidez en dólares estadounidenses respaldada por activos de garantía denominados en euros. Hacia finales de 2007, el BCE adoptó, además, procedimientos de subasta especiales para hacer frente a las graves preocupaciones de las entidades de crédito respecto a la financiación durante el período de fin de año.

Las operaciones de inyección de liquidez adicionales que el BCE realizó durante este período de turbulencias financieras se vieron facilitadas por el amplio y flexible marco operativo del Eurosistema, que incluye una larga lista de activos de garantía y de entidades de contrapartida admitidas

para sus operaciones de financiación. Gracias a ello, todas las medidas adicionales adoptadas durante la primera fase de las turbulencias pudieron aplicarse sin necesidad de modificar los procedimientos existentes ni los tipos de interés oficiales. Por consiguiente, pudo preservarse la importante función del tipo de interés oficial como señalizador en la formación de las expectativas de inflación, algo especialmente importante en un contexto de intensificación de las presiones inflacionistas como consecuencia de una serie de perturbaciones negativas por el lado de la oferta que afectaron a la economía de la zona del euro en el transcurso de 2007 y 2008. Concretamente, a fin de evitar que, en ese momento, se materializaran unos efectos de segunda vuelta de carácter general, y para contrarrestar el aumento de los riesgos al alza para la estabilidad de precios en el medio plazo como resultado de esas perturbaciones, el BCE decidió, en julio de 2008, elevar su tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 4,25% (véase gráfico 4). Con esta medida, el BCE subrayó su compromiso con el objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios.

INTENSIFICACIÓN DE LA CRISIS FINANCIERA

Tras la quiebra de la institución financiera estadounidense Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008, el período de turbulencias financieras dio paso a una crisis financiera de alcance mundial. El aumento de la incertidumbre respecto a la solvencia financiera de las principales entidades de crédito de todo el mundo dio lugar a un desplome de la actividad en un gran número de mercados financieros. La práctica paralización del mercado monetario hizo que los diferenciales de tipos de interés a corto plazo aumentaran hasta niveles anormalmente elevados, tanto dentro como fuera de la zona del euro (véase gráfico 2). Durante este período de gran incertidumbre, los bancos acumularon grandes reservas de liquidez, desprendiéndose al mismo tiempo de los riesgos existentes en sus balances y endureciendo las condiciones de concesión de crédito. La crisis también comenzó a propagarse al sector real, produciéndose un rápido y sincronizado deterioro de la situación económica en la mayoría de las grandes economías y una caída libre del comercio mundial.

El BCE reaccionó con rapidez y determinación frente a estos acontecimientos reduciendo sus tipos de interés oficiales y aplicando una serie de medidas no convencionales. El 8 de octubre de 2008, el tipo de interés oficial se redujo en 50 puntos básicos en una acción concertada e histórica con otros grandes bancos centrales, a saber, el Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra, la Reserva Federal, el Sveriges Riksbank y el Banco Nacional de Suiza⁹. Al adoptar esta decisión se tuvo en cuenta el notable descenso de las presiones inflacionistas en un contexto en el que la intensificación de la crisis financiera había debilitado las perspectivas económicas y reducido significativamente los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo. En los meses siguientes, se recortaron aún más los tipos de interés con el resultado de que, en total, entre octubre de 2008 y mayo de 2009 (es decir, en solo siete meses), el BCE redujo el tipo de interés aplicado a las operaciones principales de financiación en 325 puntos básicos, hasta situarlo en el 1%, un nivel desconocido en los países de la zona del euro en las últimas décadas (véase gráfico 4).

Al mismo tiempo, las graves restricciones al funcionamiento del sistema financiero en general y del mercado monetario en particular, amenazaron con obstaculizar la normalidad del proceso de transmisión de la política monetaria, especialmente en lo que respecta a los canales 2 a 4 que se describen en el gráfico 1. Cuando los mercados de valores se agotaron prácticamente y las primas de riesgo ascendieron hasta niveles excepcionalmente elevados, cobró fuerza el riesgo de que las entidades de crédito redujeran rápidamente el acceso a los préstamos y trasladaran el incremento resultante de sus costes de financiación a los hogares y a las empresas en forma de tipos de interés más elevados, difuminando así las señales de la política monetaria del BCE. Si el BCE no hubiera hecho frente a los persistentes problemas de financiación de las instituciones financieras, se habría arriesgado a que los cambios introducidos en los tipos de interés oficiales hubieran sido mucho menos eficaces que en períodos de normalidad.

Para garantizar que la orientación de la política monetaria se reflejase en las condiciones reales de los mercados monetario y de crédito, y para que el flujo de crédito a la economía de la zona del euro se mantuviera muy por encima de los niveles que podrían alcanzarse reduciendo los tipos de interés, el Consejo de Gobierno adoptó, en octubre de 2008, una serie de medidas no convencionales, que posteriormente se denominaron «medidas de apoyo reforzado al crédito»¹⁰. Por consiguiente, se flexibilizó, de manera transitoria, la estricta separación entre la formulación y la ejecución de la política monetaria consagrada en el «principio de separación». Las medidas no convencionales se centraron específicamente en las entidades de crédito de la zona del euro y comprendían los siguientes elementos:

- En primer lugar, el Eurosistema aplicó un «procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena» a todas las operaciones de financiación, garantizando la provisión de liquidez ilimitada del banco central a las instituciones financieras de la zona del euro admitidas

⁹ El Banco de Japón expresó su firme apoyo a la reducción concertada de los tipos de interés oficiales.

¹⁰ Véase J. C. Trichet, op. cit.

al tipo de interés de las operaciones principales de financiación y previa presentación de los activos de garantía adecuados. Contrariamente a la práctica habitual, se adjudicó a las instituciones financieras el volumen total de liquidez que solicitaron al tipo de interés vigente. El objetivo de esta medida era ayudar a las entidades de crédito a satisfacer sus necesidades de financiación a corto plazo, de modo que pudieran mantener y reforzar la disponibilidad de crédito para los hogares y las empresas a tipos de interés accesibles. De esta forma, se podría remediar en parte el deterioro del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

- En segundo lugar, se amplió la lista de activos de garantía admitidos en las operaciones de financiación, a fin de facilitar aún más el acceso a las operaciones del Eurosistema en un intento de reducir las restricciones que registraban los balances de las entidades de crédito por el lado de los activos. Al mismo tiempo, se amplió la lista de entidades de contrapartida que podían participar en las operaciones de ajuste, lo que supuso un aumento de las entidades de contrapartida admitidas, desde alrededor de 140 hasta unas 2000.
- En tercer lugar, el BCE anunció su intención de realizar operaciones de financiación a plazo más largo adicionales con vencimiento hasta seis meses. En mayo de 2009, anunció también que se efectuaría ese tipo de operaciones con vencimiento hasta un año. El objetivo de estas operaciones era mejorar la situación de liquidez de las entidades de crédito, reducir en mayor medida los diferenciales del mercado monetario y ayudar a mantener los tipos de interés del mercado monetario en un nivel reducido. La ampliación de los plazos de vencimiento permitió a las entidades atenuar el desajuste en sus balances entre inversión y financiación.

Además de estas medidas, el Eurosistema siguió proporcionando liquidez en moneda extranjera, especialmente en dólares estadounidenses. Esta medida ayudó a las entidades de crédito que registraban un déficit de financiación masivo en dólares

estadounidenses tras los acontecimientos de mediados de septiembre de 2008. El BCE suscribió también acuerdos con el Danmarks Nationalbank, el Magyar Nemzeti Bank y el Narodowy Bank Polski, a fin de mejorar la provisión de liquidez en euros al sector bancario de los respectivos países.

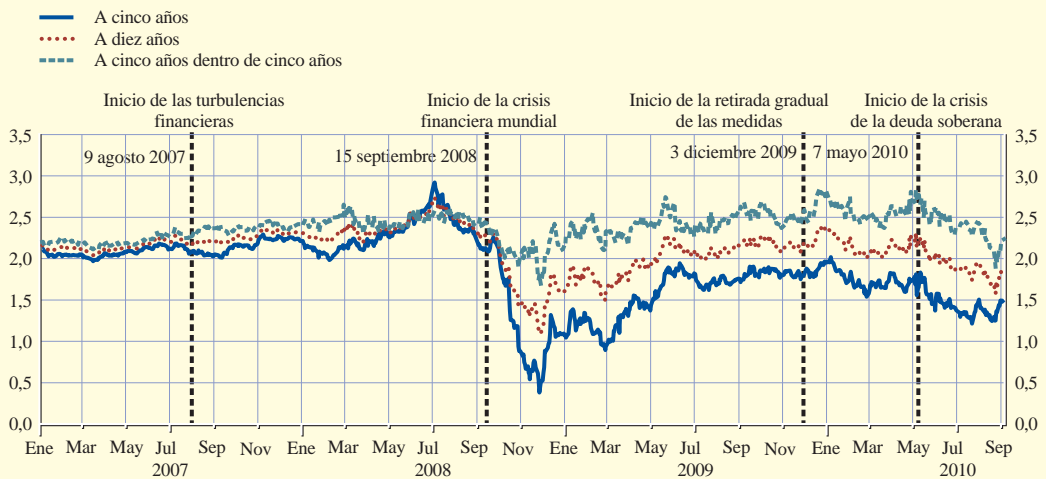
Por último, en mayo de 2009, el BCE anunció un programa de adquisiciones de bonos garantizados emitidos en la zona del euro, por importe de 60 mm de euros, que se mantendría hasta junio de 2010. El objetivo del programa era reactivar el mercado, que prácticamente se había agotado, en términos de liquidez, emisiones y diferenciales.

Las medidas de apoyo reforzado al crédito tuvieron un fuerte impacto en los precios de mercado, en la gestión de la liquidez de las entidades de crédito y en el balance del Eurosistema. En primer lugar, el altísimo nivel que alcanzó la demanda de liquidez en el «procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena», en particular, las operaciones de financiación a plazo más largo, ejerció una notable presión a la baja sobre los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario (véase gráfico 4) con el correspondiente descenso de los rendimientos nominales de los tipos a plazos algo más largos. Los tipos de interés reales a estos plazos más largos también se redujeron significativamente, e incluso se tornaron negativos durante algún tiempo, como consecuencia del hecho de que, en un entorno de mayor volatilidad de los mercados, las expectativas de inflación siguieron estando bien ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios (véase gráfico 5). A su vez, los bajísimos niveles de los tipos de interés nominales y reales facilitaron la estabilización de los mercados financieros durante este período de extraordinarias turbulencias y fueron decisivos para contrarrestar la caída de la actividad económica real.

En segundo lugar, si bien el «procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena» y las operaciones de financiación a plazos más largos fueron esenciales para hacer frente a la demanda de liquidez de las entidades de crédito de la zona del euro, dado que los mercados práctica-

Gráfico 5 Tasas de inflación implícitas de cupón cero de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.
Nota: Los datos están desestacionalizados.

mente dejaron de proporcionar liquidez, la oferta ilimitada de fondos de los bancos centrales supuso que el BCE desempeñara un papel más destacado como intermediario entre las instituciones financieras de la zona del euro. Ello puede observarse en los volúmenes de liquidez mucho mayores obtenidos en las operaciones de financiación y en el mayor recurso a la facilidad de depósito del BCE tras el inicio de la crisis financiera mundial (véase gráfico 6). Como resultado, la actividad del mercado monetario se redujo de forma notable y el tamaño del balance del Eurosistema aumentó significativamente.

Concretamente, tras registrar una considerable expansión en octubre de 2008, el balance del Eurosistema volvió a crecer en junio de 2009, cuando el Eurosistema tuvo que hacer frente a un nivel de demanda extraordinariamente elevado (442 mm de euros) en su primera operación de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a un año¹¹. Esta expansión relativamente grande del balance del Eurosistema reflejó también el hecho de que, en las operaciones de financiación, estaban participando muchas más entidades de contrapartida y que su número iba en aumento. Antes de la crisis, unas 360 instituciones financieras participaban en promedio en cada operación principal de

financiación¹². Posteriormente, en vista del limitado acceso a los mercados interbancario y de valores, esa cifra se incrementó hasta más de 800 en medio de la crisis. La ampliación de la lista de entidades de contrapartida admitidas a participar en las operaciones de financiación del Eurosistema fue un elemento especialmente útil para atenuar la inquietud de los participantes en el mercado respecto a una posible falta de liquidez durante esta fase aguda de la crisis.

Como resultado del descenso de la actividad en el mercado monetario y de la adopción del «procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena» en las operaciones del Eurosistema, las entidades demandaron más liquidez de la necesaria para financiar sus operaciones diarias. El gráfico 7 muestra el recurso creciente a las operaciones de financiación del Eurosistema después de que la introducción de los cambios en su marco operativo en octubre de 2008 diera lugar a un brusco aumento del excedente de liquidez mante-

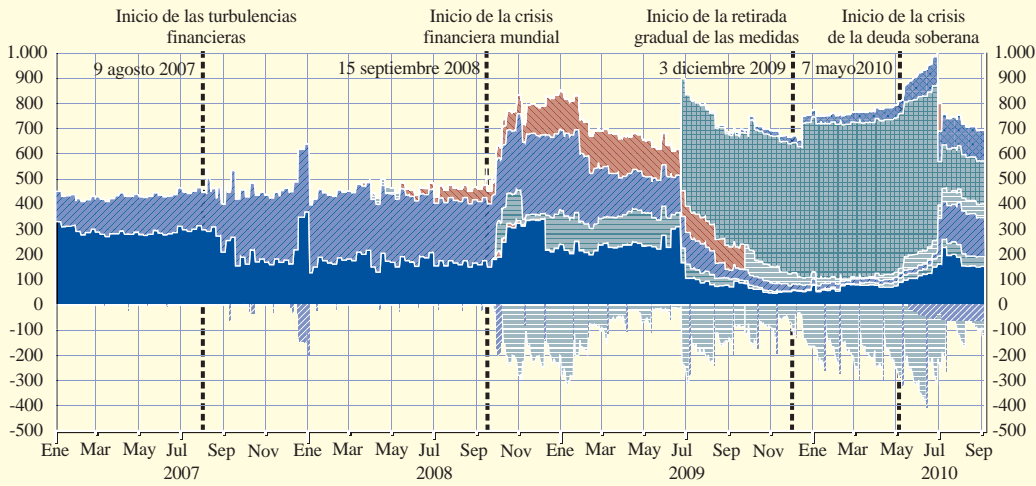
11 Véase también el artículo titulado «Evolución reciente de los balances del Eurosistema, de la Reserva Federal y del Banco de Japón», en el Boletín Mensual del BCE de octubre de 2009.

12 Esta cifra corresponde al número medio de entidades de contrapartida que participaron en las operaciones principales de financiación del BCE en el período comprendido entre enero de 2005 y julio de 2007.

Gráfico 6 Inyección y absorción de liquidez por el Eurosistema

(mm de euros)

- Operaciones principales de financiación
- Facilidad marginal de crédito
- Operaciones de financiación en un período de mantenimiento
- Operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres meses
- Operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a seis meses
- Operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año
- Programa de adquisiciones de bonos garantizados y Programa para los Mercados de Valores
- Operaciones de ajuste de inyección de liquidez
- Facilidad de depósito
- Operaciones de ajuste de absorción de liquidez

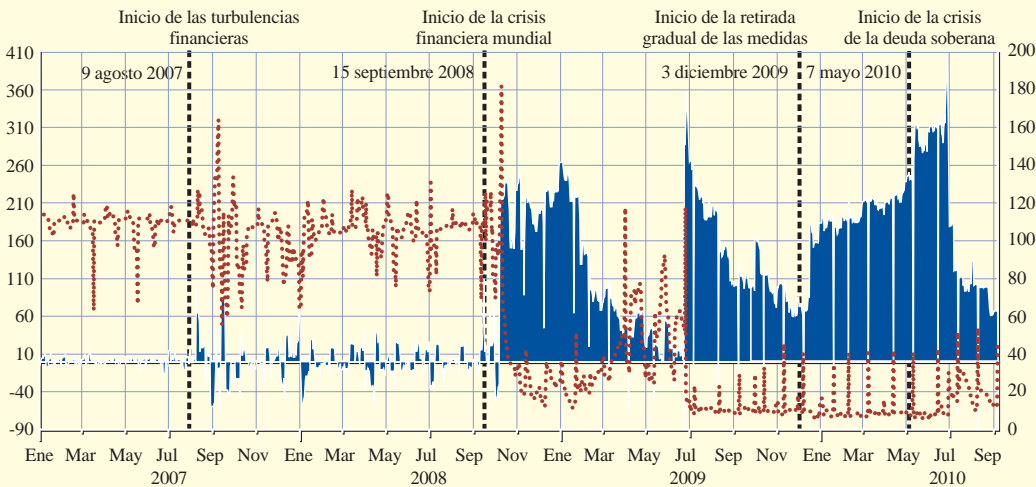


Fuente: BCE.

Gráfico 7 Excedente diario de liquidez y diferencial entre el EONIA y el tipo de la facilidad de depósito

(mm de euros; puntos básicos)

- Excedente diario de liquidez (escala izquierda)
- Diferencial entre el EONIA y el tipo de la facilidad de depósito (escala derecha)



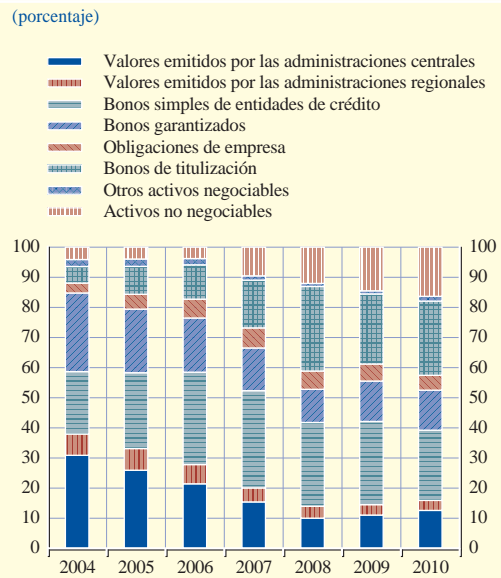
Fuente: BCE.

Nota: El excedente diario de liquidez se define como el total de las operaciones de mercado abierto menos la suma de las exigencias de reservas y de los factores autónomos (es decir, la suma de los billetes en circulación y los depósitos de las Administraciones Públicas menos los activos exteriores netos más otros factores).

nido por las entidades de crédito de la zona del euro. Dichas entidades no utilizaron esa liquidez adicional para realizar préstamos interbancarios, sino que volvieron a depositarla en la facilidad de depósito del BCE, con lo que se produjo una estrecha convergencia entre el tipo de interés a un día del mercado monetario (el EONIA) y el tipo de la facilidad de depósito.

En tercer lugar, se amplió la lista de valores admitidos como garantía en las operaciones de financiación del Eurosistema, lo que permitió a las entidades de crédito utilizar una mayor proporción de sus activos para obtener liquidez del banco central. A diferencia de muchos otros bancos centrales, el BCE ya había aceptado antes de la crisis valores privados como garantía. Esta política se reforzó durante la crisis porque, en períodos de tensión, las cesiones temporales privadas pueden ser sumamente sensibles al grado de liquidez de la garantía. La capacidad para refinanciar activos ilíquidos a través del banco central es un remedio eficaz contra los déficits de liquidez provocados por una súbita interrupción de los préstamos interbancarios, lo que es aplicable, por ejemplo, a los bonos de titulización, motivo por el cual el mercado se desplomó tras la quiebra de Lehman Brothers.

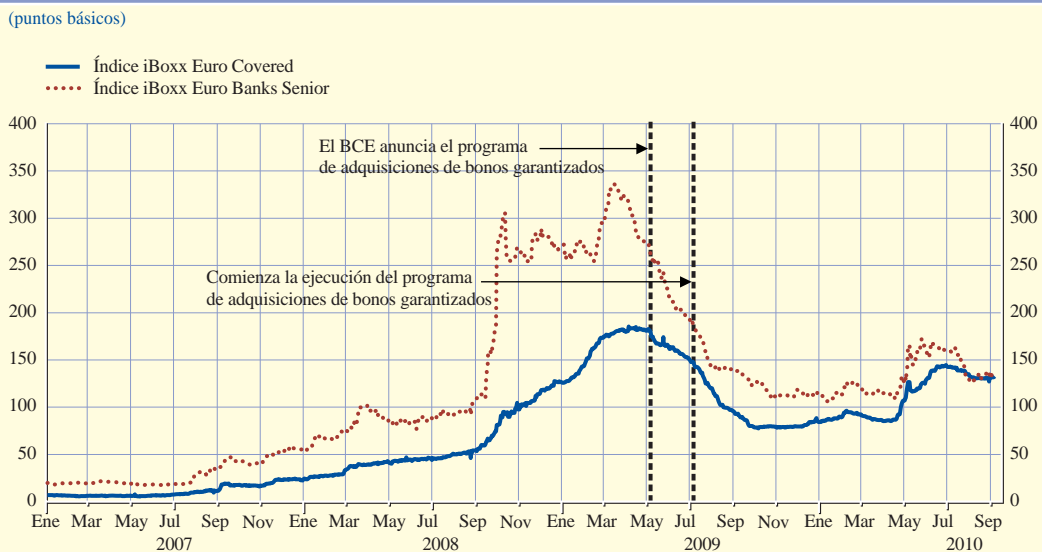
Gráfico 8 Activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema



Fuente: BCE.
 Nota: Los datos se refieren a las medias del período y, para 2010, al primer y segundo trimestre.

La proporción que representaban estos activos en los activos totales depositados para su utilización en las operaciones de financiación del Eurosistema aumentó notablemente durante el período de la crisis, mientras que la proporción de valores

Gráfico 9 Índices iBoxx: diferenciales frente a swaps



Fuente: Markit.

públicos descendió progresivamente hasta 2008, antes de volver a elevarse ligeramente en 2009 y 2010. (véase gráfico 8).

Por último, el inicio del programa de adquisiciones de bonos garantizados el 6 de julio de 2009 contribuyó a la reactivación del mercado de este tipo de bonos y a un descenso de los diferenciales correspondientes, si bien estos siguieron siendo elevados en comparación con los niveles observados en el período anterior al comienzo de la crisis (véase gráfico 9). A 30 de junio de 2010, fecha en que concluyó el programa, se habían adquirido 422 bonos diferentes (el 27% en el mercado primario y el 73% en el mercado secundario), por un importe nominal total de 60 mm de euros¹³. En algunos mercados nacionales se registró un significativo incremento del número de emisores y de los saldos vivos y, por lo tanto, una profundización y una ampliación de sus mercados de bonos garantizados. El Eurosistema adquirió, principalmente, bonos con plazos de tres a siete años y se propone mantener dichos bonos hasta su vencimiento.

MEJORAS TRANSITORIAS DE LA SITUACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

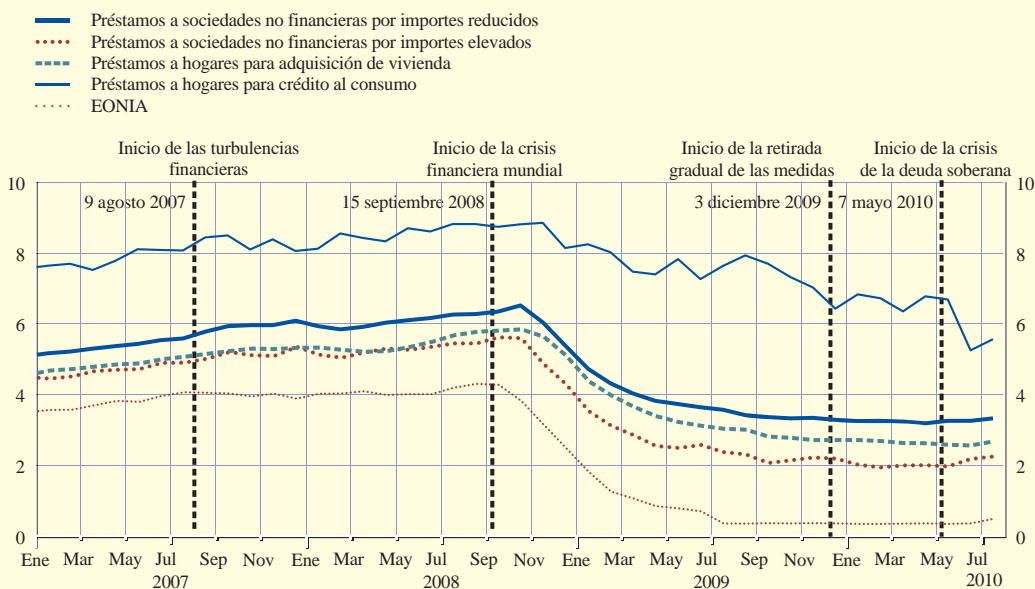
A lo largo de 2009, los mercados financieros mostraron cada vez más señales de estabilización. Se redujeron gradualmente los diferenciales del mercado monetario (véase gráfico 2) y, al mismo tiempo, se reactivaron los mercados de renta variable y de bonos. Los tipos de interés aplicados por las entidades a los préstamos y créditos también descendieron prácticamente en consonancia con los tipos de interés de mercado, prueba palpable de que las medidas no convencionales aplicadas por el BCE fueron eficaces para preservar el normal funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria (véase gráfico 10).

Al mismo tiempo, con estas medidas se consiguió sostener la oferta de crédito a la economía real al

¹³ Véase también el recuadro titulado «La evolución del mercado de bonos garantizados y el programa de adquisiciones de bonos garantizados (covered bonds)», en el Boletín Mensual del BCE de agosto de 2010.

Gráfico 10 Tipo del mercado monetario y tipos de interés de los préstamos a corto plazo aplicados por las entidades de crédito

(porcentaje)



Fuentes: BCE y Reuters.

Nota: Los préstamos por importes reducidos son aquellos con un volumen inferior a 1 mm de euros, mientras que los préstamos por importes elevados son los que superan esta cantidad.

atenuar las presiones de financiación en el sector bancario. El crecimiento de los préstamos a hogares repuntó junto con la actividad económica. El crecimiento de los préstamos a sociedades no financieras, que en julio de 2010 todavía registraba valores negativos, fue a la zaga del de los préstamos a hogares en consonancia con patrones históricos. Esta diferencia entre sectores podría explicarse por el repunte de la demanda de préstamos por parte de los hogares cuando descienden los precios de la vivienda y los tipos de interés y se fortalecen las expectativas de recuperación. Por el contrario, las empresas normalmente prefieren recurrir a la financiación interna antes que a la financiación bancaria¹⁴.

El respaldo proporcionado por las medidas de apoyo reforzado al crédito del BCE también se refleja en los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro. El gráfico 12 muestra el porcentaje neto de entidades que indican un endurecimiento de los criterios de aprobación de préstamos a empresas. Entre los distintos factores que podrían contribuir a un endurecimiento o a una relajación de dichos criterios, es decir, los costes relacionados con el nivel de capital de la entidad, el acceso a la financiación de

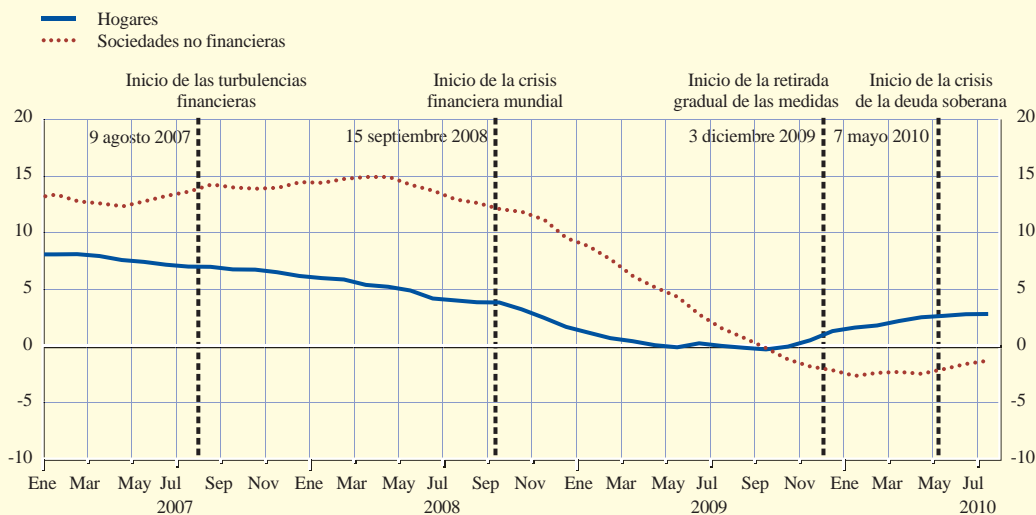
mercado, la situación de liquidez de las entidades de crédito, las expectativas relativas a la actividad económica general o las perspectivas relativas al sector o a sociedades concretas, los dos últimos contribuyeron de forma más decisiva al endurecimiento inicial de los criterios. Al mismo tiempo, los factores sobre los que los bancos centrales pueden ejercer más influencia, es decir, la situación de liquidez de las entidades y su acceso a la financiación en los mercados, parecen haber desempeñado tan solo un papel menor en el endurecimiento de los criterios de aprobación y, de hecho, han contribuido a una relajación de los mismos en el segundo semestre de 2009 y en el primer trimestre de 2010. Los temores a una contracción crediticia, manifestados en algunas ocasiones por observadores externos, no se han materializado.

Habida cuenta de las mejoras observadas en los mercados financieros a lo largo de 2008, el Consejo de Gobierno del BCE anunció, en diciembre de 2009, que las medidas no convencionales que ya

14 Además de estos factores de demanda, los factores de oferta pueden influir también: las entidades de crédito pueden estar más dispuestas a conceder préstamos a los hogares, ya que los préstamos para adquisición de vivienda están respaldados por una garantía y pueden financiarse con facilidad mediante la emisión de bonos garantizados.

Gráfico 11 Préstamos al sector privado

(tasas de variación interanual; tasa de crecimiento de tres meses anualizada)



Fuente: BCE.

no se considerasen necesarias comenzarían a ser retiradas gradualmente, a fin de evitar las distorsiones asociadas a su mantenimiento durante demasiado tiempo o al mantenimiento de tipos de interés muy bajos durante un período prolongado. Por ejemplo, una política monetaria demasiado acomodaticia, respaldada por medidas tanto convencionales como no convencionales, podría provocar que las entidades de crédito y los hogares asumieran riesgos excesivos y limitar los incentivos para sanear las finanzas públicas. Si se mantienen durante mucho tiempo, estos efectos pueden tener consecuencias adversas para el crecimiento económico, la evolución sostenible de los precios de los activos y, en última instancia, las perspectivas de estabilidad de precios. Por estos motivos, el Consejo de Gobierno explicó con claridad que las medidas de política monetaria no convencionales se irían retirando gradualmente una vez que desapareciese su justificación lógica y se normalizase la situación. Este proceso se ha visto facilitado por el hecho de que la mayor parte de las operaciones realizadas en el contexto de las mismas se han ejecutado en forma de cesiones temporales (y *swaps* en el caso de las operaciones en divisas), que pueden dejar de efectuarse fácilmente no renovándolas a su vencimiento.

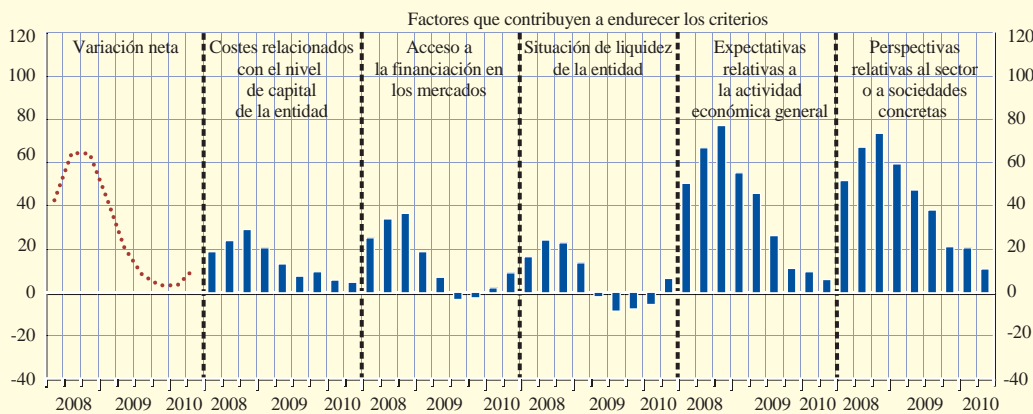
Más concretamente, en diciembre de 2009 el Eurosistema decidió que la OFPML correspondiente a ese mes sería la última que se realizaría con vencimiento a doce meses, que solo se ejecutaría una OFPML con vencimiento a seis meses (en marzo de 2010) y que se eliminarían las OFPML a tres meses complementarias. Además, en marzo de 2010 se decidió volver al procedimiento de subasta a tipo de interés variable en las OFPML a tres meses. Por último, en coordinación con otros bancos centrales, el BCE eliminó la provisión de financiación en monedas distintas del euro, manteniendo, al mismo tiempo, otros elementos de las medidas de apoyo reforzado al crédito.

LA CRISIS DE LA DEUDA SOBERANA

A principios de 2010 reaparecieron las tensiones en algunos segmentos de los mercados financieros, concretamente en los mercados de deuda pública de la zona del euro. Los diferenciales entre la deuda pública a diez años de algunos países europeos y los bonos alemanes comenzaron a aumentar (véase gráfico 13), principalmente como resultado de la creciente inquietud observada en los mercados respecto a la sostenibilidad de las finanzas públicas, habida cuenta del incremento

Gráfico 12 Cambios en los criterios de aprobación aplicados a los préstamos o líneas de crédito a empresas

(porcentaje neto de entidades que indican un endurecimiento de los criterios)



Fuente: Encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro.

Notas: Los datos se refieren al período comprendido entre el segundo trimestre de 2008 y el segundo trimestre de 2010. El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida» y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». El porcentaje neto de las preguntas relacionadas con los factores se define como la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un endurecimiento y las que indican que ha contribuido a una relajación.

de la deuda y de los déficits presupuestarios. La inquietud llegó a tal punto que algunos mercados secundarios se paralizaron. La ampliación de los diferenciales experimentó una aceleración en abril y a principios de mayo de 2010. El 6 y el 7 de mayo, los diferenciales de la deuda pública en la zona del euro alcanzaron máximos históricos, lo que obligó a los Gobiernos de la zona a anunciar, el 9 y el 10 de mayo, un conjunto integral de medidas, incluida la creación de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera.

El 10 de mayo, el BCE anunciaba la puesta en marcha del Programa para los Mercados de Valores. Este es el tercer elemento de la respuesta dada por el BCE a la crisis; los otros dos son la serie de reducciones de los tipos de interés y las medidas de apoyo reforzado al crédito. En el marco del programa, el Eurosistema puede realizar intervenciones en los mercados de deuda pública y privada de la zona del euro para garantizar la profundidad y la liquidez en los segmentos del mercado con un comportamiento disfuncional y restablecer el adecuado funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria¹⁵. De conformidad con lo dispuesto en el Tratado de Funcionamiento

de la Unión Europea, las compras de deuda pública realizadas por el Eurosistema están limitadas estrictamente a los mercados secundarios. Para asegurarse de que la situación de liquidez no se vea afectada, todas las compras se esterilizan íntegramente mediante operaciones de ajuste de absorción de liquidez (véase gráfico 6)¹⁶.

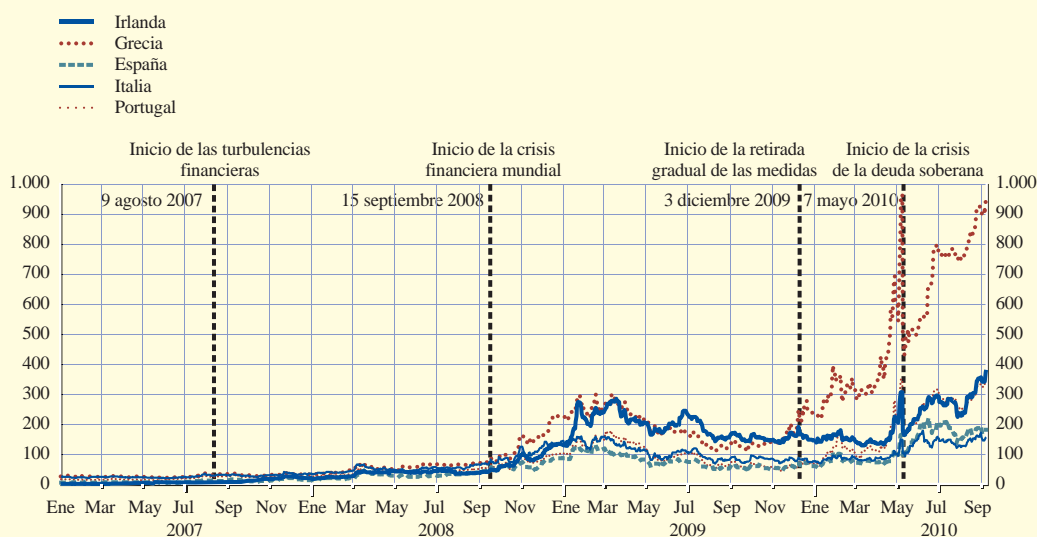
Además, el BCE reintrodujo algunas de las medidas no convencionales que habían sido retiradas con anterioridad, a fin de evitar que los efectos de contagio de los mercados nacionales de deuda soberana se propagasen a otros mercados financieros. Concretamente, el Eurosistema introdujo de nuevo el procedimiento de subasta a tipo de interés

15 Para una descripción del papel de los mercados de deuda soberana en el proceso de transmisión de la política monetaria, véase la sección 2 del presente artículo.

16 En la operación de esterilización del 29 de junio de 2010, el BCE recibió solicitudes por valor de 31,8 mm de euros en depósitos a una semana, cantidad inferior a los 55 mm de euros correspondientes al importe de las adquisiciones realizadas en el marco del Programa para los Mercados de Valores liquidado el viernes 25 de junio de 2010. La excepcional insuficiencia de pujas se produjo en un entorno de elevada volatilidad de los mercados financieros y se debió a factores especiales, en particular el vencimiento de la operación de financiación a un año el 1 de julio, que requería el reembolso de 442 mm de euros.

Gráfico 13 Diferenciales entre la deuda pública a diez años de algunos países de la zona del euro y los bonos alemanes

(puntos básicos)



Fuente: Bloomberg.

fijo con adjudicación plena en las operaciones regulares de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres meses correspondientes al período que se inició a finales de mayo, y se realizó una nueva operación de financiación a seis meses con adjudicación plena. También se reactivaron los acuerdos de divisas de carácter temporal (líneas *swap*) con la Reserva Federal.

Tras los anuncios realizados por los Gobiernos de la zona del euro y el BCE los días 9 y 10 de mayo, las tensiones en los mercados financieros remitieron inicialmente, antes de que los diferenciales comenzaran a ampliarse de nuevo en varios países (véase gráfico 13).

4 CONCLUSIONES

Las tensiones que experimentaron los mercados financieros a partir de agosto de 2007 han exigido la adopción de medidas extraordinarias por parte de las autoridades responsables de la política económica en todo el mundo. Los bancos centrales, en particular, se han enfrentado a desafíos sin precedentes. El BCE, por su parte, ha demostrado su capacidad de reaccionar con celeridad, flexibilidad y determinación ante estos acontecimientos. Durante el período inicial de turbulencias financieras, el BCE actuó con rapidez para ajustar la provisión de liquidez al sector bancario. Además, no dudó en reducir los tipos de interés hasta míni-

mos históricos y poner en marcha una amplia gama de medidas no convencionales tras la intensificación de la crisis en el otoño de 2008, plenamente en consonancia con su objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios a medio plazo en la zona del euro. El objetivo de estas medidas no convencionales era reforzar el mecanismo de transmisión de la política monetaria en un contexto de disfuncionalidad de los mercados.

En conjunto, la respuesta del BCE ayudó a sustentar la intermediación financiera en la zona del euro al garantizar la financiación de las entidades de crédito solventes y restablecer la confianza de los participantes en los mercados financieros. A su vez, el éxito con que se ha salvaguardado la viabilidad del sistema bancario y de importantes segmentos de los mercados financieros ha sido un elemento decisivo para preservar la disponibilidad de crédito para los hogares y las empresas a tipos de interés accesibles y, en última instancia, para mantener la estabilidad de precios.

De cara al futuro, el BCE continuará realizando un estrecho seguimiento de la evolución económica y financiera. Las medidas de política monetaria no convencionales que adoptó la institución en respuesta a las graves tensiones observadas en los mercados financieros, que son transitorias por naturaleza, se irán retirando gradualmente al compás de las mejoras en los mercados financieros y en la actividad económica.