

ARTÍCULOS

LAS MEDIDAS NO CONVENCIONALES DEL BCE: IMPACTO Y RETIRADA GRADUAL



El BCE respondió a la crisis financiera introduciendo una serie de medidas de política monetaria no convencionales y reduciendo los tipos de interés oficiales. El objetivo de estas medidas no convencionales era mantener el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Se aplicaron, principalmente, haciendo uso de la estructura del marco operativo existente para i) sostener las condiciones de financiación de las entidades de crédito a fin de aumentar la provisión de crédito al sector privado y ii) contener el contagio en los mercados financieros. La evidencia disponible sugiere que las medidas no convencionales han logrado los objetivos previstos.

No obstante, si las medidas no convencionales se mantienen durante demasiado tiempo, podrían alentar una asunción de riesgos excesiva por parte de los participantes en el mercado, distorsionar los incentivos y retrasar el necesario proceso de ajuste de los balances en las entidades de los sectores público y privado. Ello afectaría, en última instancia, a la estabilidad de precios a medio plazo, con efectos perjudiciales para el crecimiento económico. Así pues, las medidas no convencionales adoptadas por el BCE se concibieron para ser transitorias y complementar las decisiones convencionales relativas a los tipos de interés. Dada la flexibilidad que permite el diseño del marco operativo del BCE para aplicar la política monetaria, las decisiones sobre la retirada gradual de las medidas no convencionales se toman independientemente de las decisiones de elevar los tipos de interés oficiales desde sus niveles actuales, que son muy bajos. Por lo tanto, su retirada gradual se efectuará de acuerdo con la evidencia de una normalización sostenida del funcionamiento del mecanismo de transmisión. De este modo, la orientación de la política monetaria del BCE puede ajustarse a tiempo con el fin de contrarrestar los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo, mientras que se hace frente a las dificultades que siguen existiendo en el mecanismo de transmisión con medidas no convencionales. No obstante, resulta crucial que los Gobiernos y los reguladores atiendan con urgencia los problemas de financiación que persisten en regiones y sectores concretos de la zona del euro.

I INTRODUCCIÓN

Entre octubre de 2008 y mayo de 2009, en vista de la grave crisis financiera y de los correspondientes riesgos a la baja para la estabilidad de precios a medio plazo, el BCE redujo el tipo de interés de sus operaciones principales de financiación en 325 puntos básicos. No obstante, los obstáculos en el proceso de transmisión amenazaban con impedir que esta orientación de la política monetaria tan acomodaticia se trasladara a las condiciones crediticias para los hogares y las sociedades no financieras. Por ello, el BCE también introdujo varias medidas no convencionales durante el período de agudas tensiones que se observaron en los mercados financieros, con el fin de mantener operativa la transmisión de la política monetaria, lo que se llevó a cabo, principalmente, relajando las condiciones de financiación de las entidades de crédito, para apoyar la provisión de crédito al sector privado, y conteniendo el contagio en los mercados financieros¹.

Al igual que las medidas no convencionales se introdujeron durante el período de crisis financiera para complementar los cambios en los tipos de interés oficiales en un contexto de dificultades en el mecanismo de transmisión, su retirada gradual puede producirse de forma independiente de los ajustes en la orientación de la política monetaria mediante cambios en los tipos de interés en un contexto de restablecimiento progresivo del mecanismo de transmisión. En concreto, las medidas no convencionales se retirarán en línea con la mejora sostenida de los canales de transmisión previamente dañados y con la normalización de la transmisión de la política monetaria. En última instancia, las medidas del BCE están determinadas por su mandato de mantener la estabilidad de precios.

¹ En «La respuesta del BCE a la crisis financiera», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2010, y en «La aplicación de la política monetaria desde agosto de 2007», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2009 se encuentra una descripción detallada de la respuesta del BCE.

En la sección 2 se analizan brevemente las principales dificultades que la crisis financiera causó en el proceso de transmisión de la política monetaria y recuerda las medidas no convencionales adoptadas en respuesta a esta evolución. También proporciona evidencia sobre su eficacia para restablecer un funcionamiento más normal de la transmisión de la política monetaria. Al hacerlo, ha de tenerse en cuenta que tal valoración solo puede tener un carácter preliminar, y que serán necesarios más datos y un análisis más profundo para llevar a cabo una evaluación exhaustiva. En la sección 3 se examinan consideraciones relativas a la retirada gradual de las medidas no convencionales, mientras que en la sección 4 se presentan algunas de las lecciones aprendidas de la experiencia actual con las medidas de política monetaria no convencionales y se extraen las conclusiones².

2 MEDIDAS NO CONVENCIONALES Y SU EFICACIA

2.1 DIFICULTADES EN EL PROCESO DE TRANSMISIÓN

La crisis financiera ha generado importantes tensiones en todos los canales de transmisión de la política monetaria, a través de los cuales las decisiones relativas a los tipos de interés del BCE se suelen transmitir a la economía y, en última instancia, a los precios³.

En primer lugar, en circunstancias normales, con un buen funcionamiento del proceso de intermediación financiera a través del sector bancario y de los mercados financieros, las señales incorporadas en los tipos de interés oficiales se transmiten de manera fluida a los tipos de interés del mercado monetario a corto plazo, y, por lo tanto, a los tipos de interés a plazos más largos, que son más relevantes para la toma de decisiones del sector privado (lo que se denomina «canal de tipos de interés»)⁴. La crisis financiera dañó la transmisión de los tipos de interés oficiales a los tipos de interés del mercado monetario y a otros tipos de interés bancarios y de mercado, y la transmisión se vio afectada nuevamente por la crisis de la deuda soberana. Como los rendimientos de la deuda pública pueden actuar como determinante de la fijación

de precios de otros activos, una perturbación severa en el mercado de deuda pública puede alterar el mecanismo de transmisión y generar contagios y propagarlos a otros segmentos del mercado.

En segundo lugar, las dificultades experimentadas por las entidades de crédito para acceder a la financiación (incluidos capital bancario y liquidez) presionaron sobre el activo del balance de dichas entidades, aumentando el riesgo de una contracción acusada y repentina de la oferta de préstamos bancarios (denominado «canal del crédito bancario»). Además, en el contexto de la crisis de la deuda soberana, la escasa liquidez en los mercados de deuda pública añadió nuevas tensiones —dado el uso generalizado de estos valores como activos de garantía en los préstamos garantizados—, afectando con ello a la capacidad de las entidades de crédito para prestar al sector privado.

En tercer lugar, la recesión cíclica, sumada a las caídas en los precios de los activos, incidió de manera significativa en el balance y en la solvencia de los prestatarios de las entidades (denominado «canal del balance financiero»)⁵. Estos efectos se vieron exacerbados por la crisis de la deuda soberana que afectó a algunos países de la zona del euro, causando pérdidas en las carteras de inversores financieros y no financieros, de nuevo con el potencial de tener un efecto adverso en su capacidad de préstamo.

Por último, los importantes vaivenes observados en las percepciones de riesgo de los intermediarios financieros y de los inversores amenazaron el

2 La fecha de cierre de los datos que figuran en este artículo fue el 14 de junio de 2011.

3 Para un análisis exhaustivo de los canales de transmisión de la política monetaria en la zona del euro, véanse «Transmisión de la política monetaria un decenio después de la introducción del euro», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2010, y «El papel de las entidades de crédito en el mecanismo de transmisión de la política monetaria», *Boletín Mensual*, BCE, agosto de 2008. Además, *The Monetary Policy of the ECB*, BCE, mayo de 2011, presenta una visión general de la política monetaria del BCE, incluidos los canales de transmisión.

4 Para más información, véase el recuadro titulado «Volatilidad del tipo de interés a un día y su transmisión a la curva de rendimientos del mercado monetario», *Boletín Mensual*, BCE, agosto de 2007.

5 Los resultados empíricos indican que los canales del crédito bancario y del balance financiero han pasado a ser más importantes en el período de turbulencias financieras; véase, por ejemplo, «La política monetaria y la oferta de préstamos en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2009.

acceso normal al crédito para financiar la actividad empresarial en la economía (denominado «canal de asunción de riesgos»). La excesiva asunción de riesgos en el sistema financiero antes de la crisis se modificó durante la crisis financiera y el sistema financiero pasó a rechazar completamente la asunción de cualquier tipo de riesgo.

En vista de los mercados financieros disfuncionales que dificultaban la transmisión de la orientación de la política monetaria, el BCE introdujo una serie de medidas no convencionales para incrementar la eficacia de su política monetaria. Dado que los tipos de interés oficiales del BCE no habían alcanzado el límite inferior del 0%, las medidas no convencionales no fueron el sustituto de nuevos recortes de los tipos de interés (véase recuadro 1), sino que complementaron las decisiones relativas a los tipos de interés. En el gráfico 1 se resumen las medidas no convencionales que el BCE ha introducido en las distintas fases de la cri-

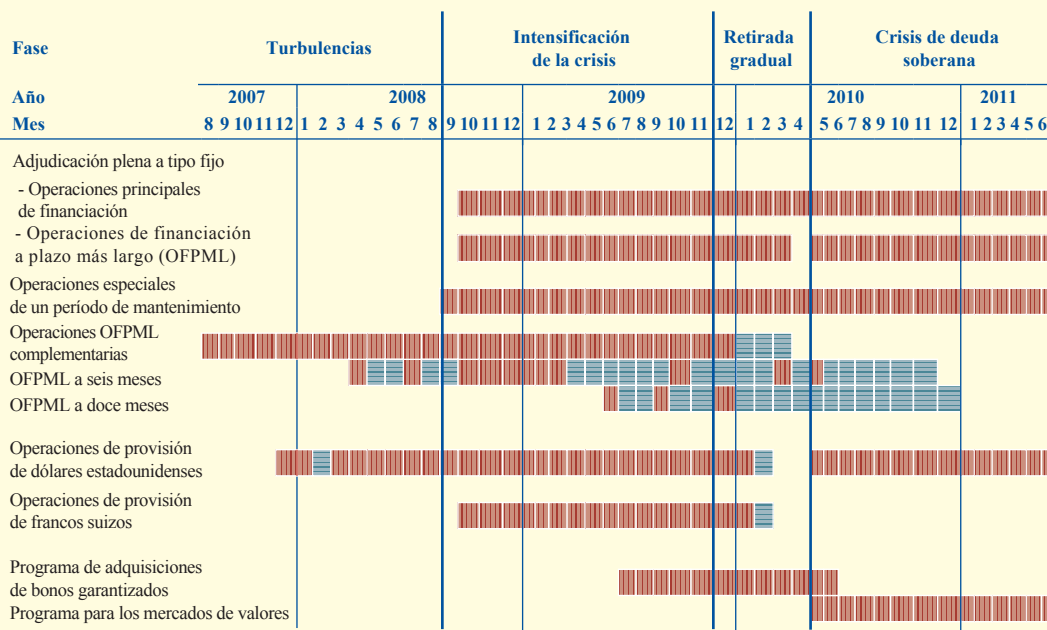
sis financiera⁶. La mayor parte de las medidas no exigieron cambios de importancia en el marco operativo para la aplicación de la política monetaria; los cambios quedaron limitados a ajustes de los parámetros del marco existente. La introducción de dos programas de adquisiciones de valores exigió ajustes más sustanciales, ya que el BCE ejecuta habitualmente sus operaciones de política monetaria mediante cesiones temporales.

En lo que sigue a continuación, las medidas no convencionales adoptadas por el BCE se clasifican según los mercados a los que iban dirigidas principalmente, es decir, el mercado monetario y los mercados de valores.

6 La crisis puede dividirse en cuatro fases distintas: turbulencias financieras (desde el 9 de agosto de 2007); intensificación de la crisis financiera (que se inicia con la quiebra de Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008); mejora temporal de la situación de los mercados financieros y retirada gradual de algunas medidas no convencionales (finales de 2009 y comienzos de 2010); y crisis de la deuda soberana (que se inicia a comienzos de mayo de 2010).

Gráfico 1 Cronología de las medidas no convencionales adoptadas por el BCE desde agosto de 2007 a junio de 2011

(mm en euros)



Fuente: BCE.

Notas: Las barras de color rojo indican que las operaciones se efectuaron en el mes concreto, mientras que las barras de color azul indican que no se realizaron operaciones nuevas, pero que seguía habiendo liquidez suministrada por las operaciones anteriores. El gráfico incluye las principales medidas examinadas en el texto, pero no todas ellas, ya que no resulta fácil incluir algunas como, por ejemplo, las decisiones relacionadas con los activos de garantía y con las operaciones de ajuste. Las operaciones especiales de un período de mantenimiento son operaciones de financiación del BCE con un vencimiento que se corresponde con la duración del período de mantenimiento de reservas.

UNA PERSPECTIVA ACADÉMICA DE LAS MEDIDAS NO CONVENCIONALES

Antes de la crisis financiera, el debate académico sobre las medidas de política monetaria no convencionales estaba estrechamente relacionado con el problema del límite inferior del 0%, que se plantea cuando una recesión profunda y los correspondientes riesgos a la baja para la estabilidad de precios justifican una reducción del tipo de interés oficial del banco central al 0%. Este nivel representa un límite inferior para el tipo de interés nominal, porque cualquier intento de reducirlos más aún fracasaría. Los particulares preferirían mantener efectivo antes que prestar sus fondos o mantener depósitos a un tipo negativo. En una recesión suficientemente profunda, el límite inferior del 0% del tipo de interés nominal limita la capacidad del banco central para reducir más los tipos de interés reales. Podría darse una espiral deflacionista si una menor demanda agregada genera expectativas deflacionistas y, por tanto, unos tipos de interés más elevados y, con ellos, nuevas presiones deflacionistas.

Las medidas no convencionales se han considerado tradicionalmente una manera alternativa de proporcionar un estímulo de política monetaria una vez que el tipo de interés nominal ha llegado al 0%. Por ejemplo, la «relajación cuantitativa» supone inducir importantes aumentos en las reservas de las entidades de crédito para estimular la demanda de activos más productivos a través de los efectos sobre la composición de las carteras. Tradicionalmente, la relajación cuantitativa se ha considerado ineficaz cuando los tipos de interés no están próximos al límite inferior del 0%, porque los tipos de interés positivos representarían un coste de oportunidad que desanimaría el mantenimiento de reservas adicionales por parte de las entidades de crédito.

No obstante, en respuesta a la crisis financiera, muchos bancos centrales adoptaron medidas innovadoras que no se habían estudiado de forma explícita en la literatura académica. Por ello, se ha empezado a investigar la conveniencia de aplicar medidas no convencionales diferentes, dependiendo de las circunstancias económicas. De estas investigaciones en curso se desprenden dos resultados fundamentales¹.

Uno de los resultados es que, en los casos en los que se remuneran las reservas en los bancos centrales –como ocurre en la zona del euro–, pueden adoptarse cambios en las reservas de las entidades de crédito a cualquier nivel del tipo de interés oficial. El coste de oportunidad de las reservas pasa a ser independiente del nivel de tipos de interés, y alcanzar el límite inferior del 0% deja de ser una condición previa para que las entidades estén dispuestas a mantener cantidades importantes de reservas. Desde esta perspectiva, la remuneración de las reservas da lugar a una separación entre las decisiones relativas a la gestión de la liquidez y las relacionadas con la fijación de los tipos de interés. La gestión de la liquidez puede ajustarse para acomodar perturbaciones en la demanda de reservas, y los tipos de interés oficiales pueden fijarse sin necesidad de preocuparse por las condiciones del mercado de reservas.

El segundo resultado se refiere a que se pueden justificar otros tipos de medidas no convencionales distintas de las de expansión de la liquidez para hacer frente a importantes dificultades en el mecanismo de transmisión. La eficacia se maximiza cuando las medidas no convencionales se desarrollan para tratar de resolver una dificultad específica observada en un momento concreto. Una perturbación que, por ejemplo, tendiera a reducir el valor de los activos en poder de las entidades de manera uniforme

1 Véase, por ejemplo, V. Cúrdia y M. Woodford, «The Central Bank Balance Sheet as an Instrument of Monetary Policy.» *Journal of Monetary Economics*, n.º 1, 2011, pp. 54-79, y M. Gertler y N. Kiyotaki, «Financial Intermediation and Credit Policy in Business Cycle Analysis.» en B. Friedman y M. Woodford (eds.), *Handbook of Monetary Economics*, vol. 3A, North Holland, 2010, pp. 547-599.

podría ser contrarrestada mediante compras de activos para impedir el colapso del crédito y un incremento excesivo de los tipos de interés aplicados a los préstamos, o mediante la provisión directa de crédito al sector privado. Cuando la heterogeneidad de las entidades desempeña un papel fundamental y el mercado interbancario también experimenta dificultades –como ocurrió en la zona del euro durante la crisis–, el banco central puede, en lugar de lo anterior, querer tener una función de intermediación y proporcionar financiación a las entidades individuales según sus necesidades. Medidas tales como la extensión del vencimiento máximo de las operaciones de financiación o la ampliación de la lista de activos aceptados como activos de garantía pueden ser fundamentales para proporcionar a las entidades de crédito un entorno de financiación más estable y para evitar el colapso de la actividad económica real y los riesgos deflacionistas.

Una vez adoptada esta perspectiva de abordar distorsiones específicas en el mercado, las medidas no convencionales pueden utilizarse convenientemente para reforzar la orientación de la política monetaria siempre que las distorsiones afecten al mecanismo de transmisión. Al mismo tiempo, estas consideraciones no justifican el empleo de medidas no convencionales en circunstancias normales. Por una parte, los beneficios derivados de aplicar estas medidas aumentan con la gravedad de las perturbaciones económicas. Por otra parte, las medidas no convencionales también conllevan costes que, en circunstancias normales, suelen superar a los beneficios. Estos costes podrían manifestarse, por ejemplo, en tensiones inducidas en las operaciones del banco central y en la exposición del balance del banco central al riesgo.

2.2 MEDIDAS BASADAS EN EL MERCADO MONETARIO

Durante la primera fase de la crisis que se inició en agosto de 2007 (denominada «Turbulencias» en el gráfico 1), la dificultad principal fue el mal funcionamiento del mercado monetario a causa de la incertidumbre en torno a la solvencia de las contrapartes. Las entidades de crédito prefirieron acumular la liquidez al comienzo del período de mantenimiento, con el fin de reducir la incertidumbre sobre su situación de liquidez. El BCE acomodó esta preferencia adjudicando mayores volúmenes de liquidez en las operaciones principales de financiación (OPF) al comienzo del período de mantenimiento, reduciendo con ello la volatilidad de los tipos de interés a corto plazo y manteniendo un marco operativo eficiente en lo que se refiere a conducir el tipo de interés a un día hacia el tipo de interés de la OPF⁷. Además, se adjudicó un porcentaje más elevado de liquidez del Eurosistema a través de las operaciones de financiación a tres meses, lo que alargó el plazo medio de vencimiento de la liquidez y redujo la incertidumbre de las entidades de crédito en lo que respecta a su financiación⁸.

La intensificación de la crisis a mediados de septiembre de 2008 exacerbó las tensiones en el merca-

do monetario, observándose importantes diferencias entre el EURIBOR a tres meses sin garantías y el tipo swap del EONIA a tres meses garantizado, y un acusado descenso de la negociación en el mercado monetario (véase gráfico 2). El BCE reaccionó adoptando directamente una función de intermediación en la provisión de liquidez a entidades de crédito individuales, función desempeñada habitualmente por el mercado monetario, al cambiar las subastas a tipo de interés variable por subastas a tipo fijo con adjudicación plena de la liquidez demandada por las contrapartes. Además, la lista de activos de garantía admitidos se amplió en varias etapas, ajustando los umbrales de calidad para determinadas categorías de activos, permitiendo con ello que las entidades de crédito aprovecharan las subastas con adjudicación plena a tipo de interés fijo. En este contexto también, el Eurosistema aplica sus medidas de control de riesgos para mitigar los riesgos de liquidez, de mercado y de crédito.

7 Para una visión global del marco operativo de la política monetaria, véase P. Mercier y F. Papadia, *The concrete euro – how monetary policy operations withstood the crisis*, Oxford University Press, 2011.

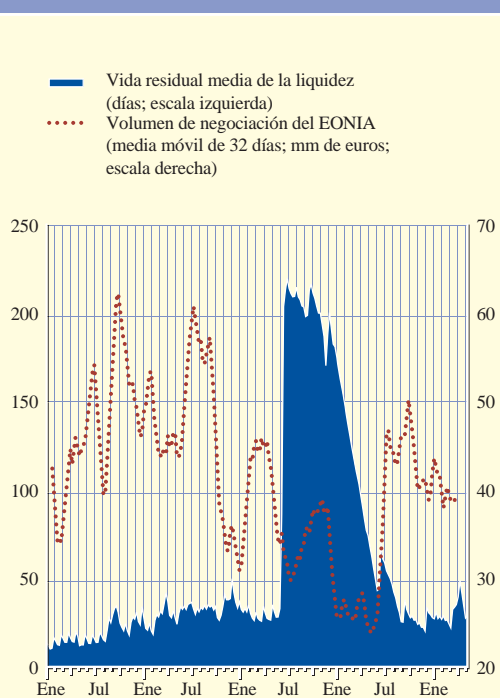
8 Las medidas adoptadas en este período en relación con las operaciones de mercado abierto, así como su impacto, se describen con más detalle en «Las operaciones de mercado abierto del Eurosistema durante el reciente período de volatilidad de los mercados financieros», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2008.

El BCE también amplió el plazo de sus operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) hasta 12 meses. Este hecho aumentó la vida residual media de la liquidez adjudicada e hizo que pasara de unos 20 días, antes de la crisis, a 30 días, durante la fase inicial de las turbulencias financieras, y a más de 200 días en el segundo semestre de 2009, cuando estaban vivas las OFPML a un año, antes de reducirse de nuevo (véase gráfico 2). Esta ampliación de los plazos tuvo por objeto proporcionar certidumbre a las entidades de crédito sobre las fuentes de financiación durante un período más prolongado, permitiendo con ello que el sistema bancario restableciera y planificara mejor sus actividades, así como que mantuviera el crédito a los hogares y a las sociedades no financieras. Las OFPML a un año contribuyeron eficazmente a estabilizar los diferenciales en el mercado monetario en niveles inferiores a los observados durante la fase de turbulencias financieras⁹.

La intensificación de la crisis se caracterizó, además, no solo por un elevado grado de incertidumbre, sino también por el heterogéneo comportamiento de las entidades de crédito. Esto queda ilustrado por el volumen y la distribución del exceso de liquidez, que puede calcularse a partir del uso que hacen las entidades de crédito de la facilidad de depósito, que se había situado cerca de cero al inicio de la crisis. Sin embargo, en la segunda semana de octubre de 2008, cuando se establecieron las subastas a tipo fijo con adjudicación plena, el uso de la facilidad de depósito por parte de las entidades de crédito se incrementó de forma significativa y heterogénea (véase gráfico 3). El impor-

⁹ Véase gráfico 2 en «La respuesta del BCE a la crisis financiera», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2010. En el período de retirada gradual de las medidas, el diferencial entre el EURIBOR a tres meses y el tipo *swap* del EONIA se situó alrededor de 25 puntos básicos, en torno a la mitad del valor alcanzado durante la fase de turbulencias. Entretanto, en el momento de intensificación de la crisis, el diferencial alcanzó un máximo de más de 175 puntos básicos

Gráfico 2 Vida media de la financiación y actividad negociadora en el mercado monetario



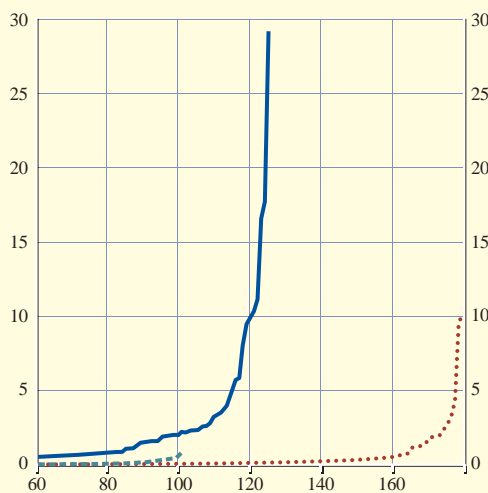
Fuente: BCE.
Notas: La vida residual media se calcula como la media de las OPF y de las OFPML hasta sus fechas de vencimiento respectivas, ponderada por el saldo vivo de cada operación.

Gráfico 3 Saldos diarios en la facilidad de depósito

(mm de euros)

Eje de abscisas: entidades de crédito con recurso a la facilidad de depósito

— 2.ª semana de octubre de 2008
 2.ª semana de julio de 2010
 - - - 4.ª semana de abril de 2011



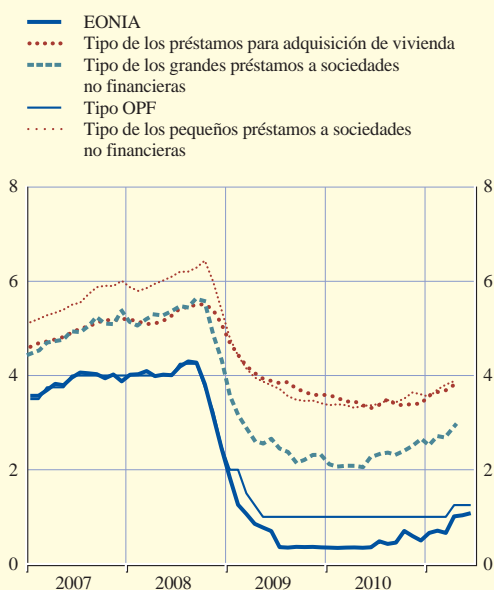
Fuente: BCE.
Nota: El importe mostrado es la media semanal del recurso a la facilidad de depósito.

tantísimo recurso a las operaciones de financiación y el uso simultáneo e intensivo de la facilidad de depósito para almacenar el exceso de liquidez a un día son indicativos de hasta qué punto era disfuncional el mercado monetario. Tras el vencimiento de la primera OFPML a un año a comienzos de julio de 2010, el importe total depositado disminuyó, pero, en promedio, un número mayor de entidades accedió a la facilidad de depósito para mantener importes más reducidos. En el período más reciente, mostrado en el gráfico 3, los importes sustancialmente menores que se depositaron en esta facilidad y su distribución más equilibrada indican una mejora del funcionamiento del mercado monetario.

Asimismo, la cobertura total de una demanda tan elevada de liquidez en las operaciones de financiación hizo que el tipo de interés a un día (EONIA) cayera por debajo del tipo de las OPF (véase gráfico 4), reflejando el exceso de liquidez en el mercado monetario y el uso intensivo de la facilidad de depósito.

Gráfico 4 Evolución de los tipos de interés

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

Nota: La fecha de cierre de los datos utilizados en este gráfico es el 7 de julio de 2011.

Además de las medidas mencionadas, centradas en la financiación en euros, el BCE también realizó operaciones de inyección de liquidez en dólares estadounidenses respaldadas con activos aceptados por el BCE en su sistema de garantías, así como *swaps*, para hacer frente a las dificultades que experimentaban algunos bancos activos internacionalmente para financiarse en divisas, sobre todo en dólares estadounidenses. También se llevaron a cabo subastas de *swaps* en francos suizos

Dado el objetivo de las medidas no convencionales de ayudar a la normal transmisión de los tipos de interés oficiales del BCE a la economía, la evolución de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y de sus volúmenes puede dar idea de la eficacia de estas medidas¹⁰. Los tipos de interés de los préstamos concedidos a los hogares y a las sociedades no financieras se redujeron con un pequeño retraso, en paralelo con la caída del EONIA (véase gráfico 4). En lo que se refiere al volumen, el nivel de los préstamos solo se contrajo moderadamente durante la crisis¹¹. El análisis que se presenta en el recuadro 2 confirma que, durante la crisis, tanto los tipos de interés de los préstamos como su volumen se comportaron de forma acorde con un funcionamiento del mecanismo de transmisión bastante normal, valorado de acuerdo con las regularidades históricas anteriores a la crisis financiera. Estos resultados, aunque en gran medida indicativos, sugieren que las medidas no convencionales del BCE han tenido éxito a la hora de lograr el objetivo previsto¹².

De forma más general, las medidas no convencionales, junto con las medidas introducidas por los Gobiernos de la zona del euro en apoyo de las en-

10 Para información sobre la eficacia de las medidas no convencionales en los distintos bancos centrales, véanse las presentaciones del seminario del BCE sobre «The macroeconomic impact of non-standard monetary policy measures», que se celebró los días 24 y 25 de marzo de 2011 (disponible en el sitio web del BCE, en la sección titulada «conferences»).

11 Véase «Evolución reciente de los préstamos al sector privado», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2011.

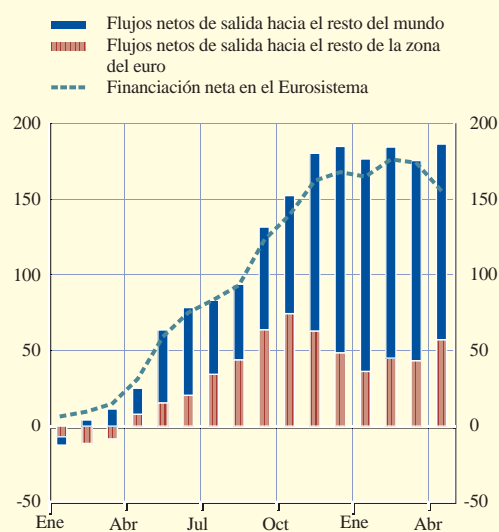
12 Los resultados de la encuesta trimestral sobre préstamos bancarios del BCE, que analiza el papel de los factores de oferta y de demanda en la evolución de los préstamos, también indica que las restricciones de oferta no constituyeron el principal factor determinante del bajo crecimiento del volumen de préstamos.

tidades de crédito, evitaron un proceso de desapalancamiento desordenado. Las medidas no convencionales desempeñaron, así, un importante papel durante la fase marcada por la crisis de la deuda soberana. Por ejemplo, la adjudicación plena a tipo de interés fijo de la liquidez demandada por el sector bancario utilizando como respaldo una lista ampliada de activos de garantía ayudó a estabilizar la financiación de las IFM de los países que se vieron más afectados por la crisis de la deuda soberana (véase gráfico 5).

Sin embargo, el apoyo a la liquidez no sustituye al saneamiento y al fortalecimiento necesarios de los balances y en ningún caso puede resolver los problemas de solvencia. La experiencia adquirida en episodios anteriores de crisis bancarias y financieras sugiere que la única acción eficaz para resolver una crisis bancaria es que los Gobiernos y los reguladores intervengan con rapidez y determinación, mientras que el banco central debería limitarse a proporcionar apoyo a la liquidez (véase recuadro 3).

Gráfico 5 Flujos netos de salida de las IFM de Grecia, Irlanda y Portugal hacia el resto de la zona del euro y del mundo, y financiación neta en el Eurosistema

(flujos acumulados, desestacionalizados, mm de euros)



Fuente: BCE.

Nota: Los flujos de salida reflejan variaciones en los pasivos exteriores menos variaciones en los activos exteriores. La financiación neta es la financiación menos el uso de la facilidad de depósito.

Recuadro 2

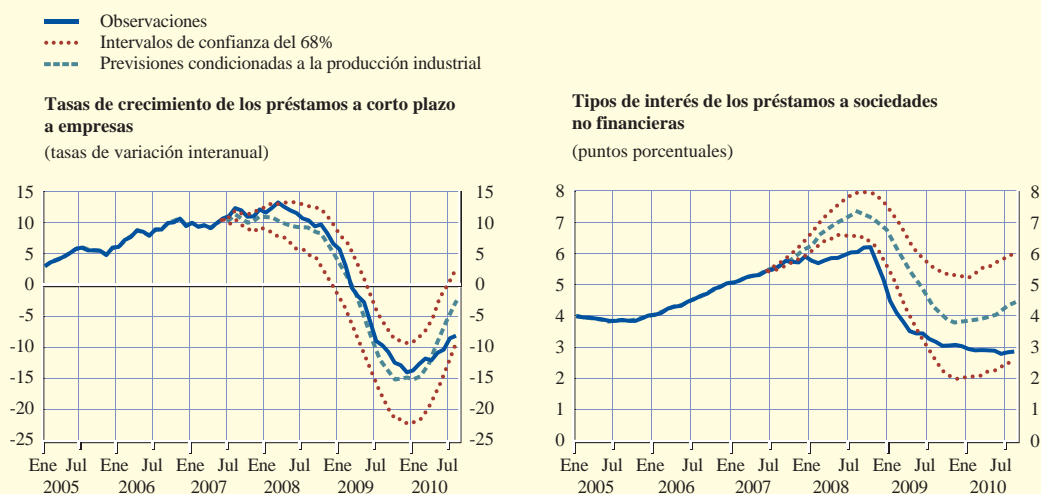
LA EFICACIA DE LAS MEDIDAS NO CONVENCIONALES: UNA EVALUACIÓN BASADA EN LOS MODELOS

A continuación, se describen dos enfoques analíticos para evaluar la eficacia de las medidas no convencionales intentando responder a la cuestión de qué habría ocurrido si el BCE no hubiese adoptado algunas de sus medidas de política no convencionales a partir de octubre de 2008. Partiendo de unos ejercicios basados en modelos, se observa que las medidas orientadas específicamente al mercado monetario fueron cruciales para estabilizar el sistema financiero y la economía, así como para garantizar la estabilidad de precios.

Un primer enfoque aborda la cuestión de determinar si las regularidades económicas «anteriores a la crisis» de las variables económicas persistieron durante la crisis. En este sentido, el modelo desarrollado por Giannone et ál.¹ estima la relación entre 32 variables durante el período comprendido entre 1991 y 2007, incluidos indicadores de producción, inflación, confianza, agregados monetarios y rendimientos de los bonos. Para el período posterior a agosto de 2007, el ejercicio incluyó una previsión condicional utilizando como variable condicionante la senda observada de la producción industrial. Las series restantes se obtienen aplicando las regularidades estimadas previas a la crisis. Las pequeñas diferencias existentes que se registran entre las observaciones efectivamente registradas durante la crisis y las series resultantes de la simulación implican que las regularidades se mantuvie-

¹ D. Giannone, M. Lenza, H. Pill y L. Reichlin, «Non-standard monetary policy measures and monetary developments», *Working Paper Series*, n.º 1290, BCE, enero de 2011.

Gráfico A Datos observados y previsión condicional basada en modelos



Fuente: Giannone et ál.

ron durante la crisis. Como ejemplo de los resultados, el gráfico A indica que el crecimiento de los préstamos a corto plazo a empresas respondió en gran medida a lo esperado del episodio previo a la crisis y que los tipos de interés de los préstamos se situaron incluso por debajo de esas regularidades, lo que podría haberse debido a las rápidas y audaces medidas adoptadas por el BCE.

Dado que la economía siguió, en general, las regularidades observadas anteriormente, es posible comprobar si esta condición se seguiría cumpliendo de no haberse adoptado las medidas no convencionales. Las medidas no convencionales que adoptó el BCE tenían por objeto, entre otras cosas, mejorar la situación del mercado monetario reduciendo el diferencial entre el EURIBOR y el tipo de interés de las operaciones principales de financiación. El modelo desarrollado por Lenza et ál.² analiza las repercusiones si dicho diferencial, en lugar de reducirse, se hubiera mantenido durante más tiempo. Si se atribuye la diferencia entre las series temporales observadas de las variables económicas y las sendas resultantes de la simulación basada en los modelos obtenidos de la aplicación de las regularidades estimadas del episodio «anterior a la crisis» a las medidas no convencionales, cabría pensar que estas fueron muy eficaces. El modelo muestra, por ejemplo, que el crecimiento de M1 en 2009 y 2010, así como el crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda y del crédito al consumo, habrían sido notablemente inferiores si no se hubieran aplicado las medidas no convencionales.

Un segundo enfoque se centra en la introducción de la provisión de liquidez mediante procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena y en el alargamiento de los plazos máximos de vencimiento de las operaciones de financiación desde los tres meses al año en el contexto del modelo de equilibrio general dinámico y estocástico (DSGE, en sus siglas en inglés) de Fahr et ál.³. Se trata de un modelo DSGE de tamaño medio, que recoge diversas percepciones del riesgo y se centra, especialmente, en el canal de la intermediación bancaria, basado en las necesidades de liquidez de las entidades de crédito y en un acelerador financiero entre dichas entidades y las empresas. Para evaluar el impacto del alargamiento de los plazos, se compara la reacción del tipo de interés sin riesgo a diez años frente a

2 M. Lenza, H. Pill y L. Reichlin, «Monetary policy in exceptional times», *Economic Policy*, vol. 62, 2010, pp. 295-339.

3 Para consultar los detalles técnicos, véase S. Fahr, R. Motto, M. Rostagno, F. Smets y O. Tristani, «A monetary policy strategy in good and bad times: lessons from the recent past», *Working Paper Series*, n.º 1336, BCE, mayo de 2011.

las variaciones del tipo de interés a tres meses en las condiciones observadas antes de la crisis con la observada durante la crisis. A continuación, se atribuyen las discrepancias en la respuesta de las distintas variables a la ampliación de la estructura de vencimientos y se presentan como la diferencia entre la línea de puntos contrafactual y las observaciones efectivamente registradas que representa la línea continua del gráfico B. Si no se hubieran ampliado los plazos, el diferencial entre el tipo de interés a diez años y el tipo a tres meses habría sido mayor (panel superior del gráfico), y la inflación interna (panel central) y el crecimiento del producto (panel inferior) habrían resultado menores, debido principalmente a unos rendimientos de la deuda a diez años más elevados.

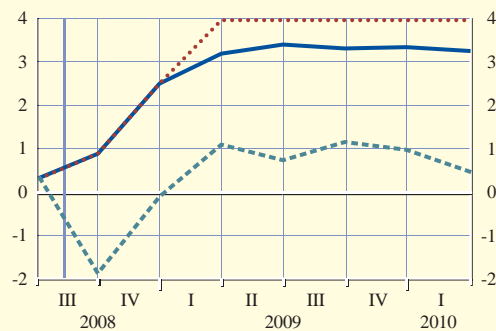
En un segundo paso, el modelo DSGE aborda la cuestión de lo que habría sucedido si la demanda de liquidez en las operaciones de inyección de liquidez del Eurosistema no se hubiera satisfecho totalmente a un tipo de interés fijo⁴. Una estimación del modelo muestra que, antes de la crisis, la mayor demanda de liquidez por parte de las entidades de crédito dio lugar a una subida de los tipos de interés del mercado monetario. Se observa que, de haberse aplicado las mismas regularidades en ausencia de subastas a tipo de interés fijo y adjudicación plena durante la crisis financiera, el incremento sin precedentes de la demanda de liquidez durante la crisis habría reducido drásticamente el diferencial entre el tipo de interés a diez años y el tipo a tres meses, debido al aumento de los tipos de interés del mercado monetario (que representa la diferencia entre la línea de puntos y la línea discontinua del gráfico B)⁵. Esta presión al alza sobre el coste de endeudamiento, sumada a la falta de liquidez, habría desencadenado un proceso de fuerte y abrupto desapalancamiento por parte de las entidades de crédito, que habría dado lugar a graves riesgos a la baja para la estabilidad de precios y a una contracción económica más profunda que la efectivamente observada.

4 La adjudicación de liquidez antes de la crisis financiera se fijó para cubrir las reservas mínimas obligatorias por parte de las entidades de crédito y los factores autónomos.
5 El diferencial en el contrafactual no considera un posible límite superior para el tipo de interés a corto plazo inducido por el tipo de la facilidad marginal de crédito.

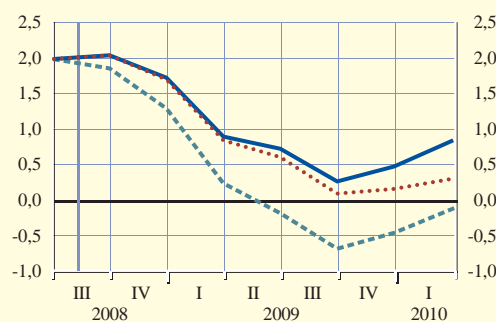
Gráfico B Resultados de un ejercicio contrafactual basado en modelos

— Observaciones
 Datos contrafactuales asociados a un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones principales de financiación
 - - - Datos contrafactuales asociados a un procedimiento de subasta a tipo de interés variable en todas las operaciones de financiación

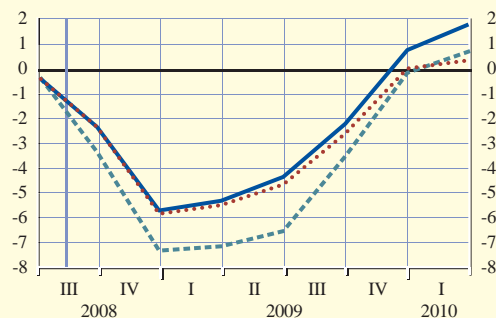
Diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años y el tipo de interés a tres meses
 (puntos porcentuales, en desviaciones de la media)



Deflactor del PIB
 (tasas de variación interanual)



Crecimiento del PIB real
 (tasas de variación interanual)



Fuente: Fahr et al.

Recuadro 3

MEDIDAS ADOPTADAS EN RESPUESTA A LAS CRISIS BANCARIAS: EL CASO DE LOS PAÍSES NÓRDICOS Y JAPÓN EN LOS AÑOS NOVENTA

Las crisis bancarias que afectaron a los países nórdicos (Noruega, Suecia y Finlandia) y a Japón en los años noventa sugieren que los problemas de las entidades de crédito solo pueden resolverse si las autoridades actúan sin demora y con determinación y se adoptan medidas encaminadas a eliminar de raíz las causas de dichos problemas.

Concretamente, las experiencias de los países nórdicos y de Japón son ejemplos destacados de las enseñanzas que pueden extraerse respecto a la eficacia de diversas medidas orientadas a la resolución de las crisis. Los países nórdicos sufrieron crisis de solvencia, en las que algunas instituciones financieras experimentaron graves pérdidas en los créditos, aunque dichas crisis no afectaron al funcionamiento general de los mercados financieros. Es necesario diferenciar esta situación de la crisis que sufrió Japón, que contenía elementos tanto de crisis de solvencia (entre 1991 y 2002 quebraron 180 entidades de depósito) como de crisis de liquidez, que en ocasiones impuso graves tensiones en los principales mercados financieros.

Las dos crisis presentan diferencias significativas respecto al tiempo necesario para controlar los problemas de solvencia. En el caso de los países nórdicos, las autoridades reguladoras abordaron estos problemas con relativa celeridad. El saneamiento sistemático y creíble de los bancos con problemas estabilizó el sistema financiero, y la posterior recuperación económica, orientada a las exportaciones, mejoró aún más el funcionamiento del sector bancario y sus balances. Estas experiencias contrastan con la crisis japonesa, en cuyo caso solo se tomaron medidas integrales para hacer frente al problema de los bancos en dificultades muchos años después del estallido de la burbuja de precios de los activos que había desencadenado la crisis financiera. Además de los problemas de solvencia no resueltos, el funcionamiento de los mercados financieros japoneses se vio amenazado por problemas ocasionales de liquidez.

La experiencia de Japón en lo tocante a problemas de liquidez generalizados en los mercados sugiere que el banco central, mediante una combinación de medidas convencionales y no convencionales, alcanzó en última instancia un éxito relativo al evitar el agotamiento de la liquidez en los principales mercados financieros. Al mismo tiempo, hay que distinguir esas medidas de las encaminadas a resolver los problemas de solvencia básicos de las entidades de crédito japonesas, problemas que debían tratar de solucionar otras instituciones y políticas que están fuera del ámbito de la política monetaria.

Tanto la experiencia de los países nórdicos como la de Japón sugieren que, para hacer frente a los problemas de las entidades de crédito, fue necesario, en última instancia, adoptar medidas centradas específicamente en las instituciones financieras con problemas de solvencia que ponían en riesgo la estabilidad del sistema financiero en su conjunto. A tal efecto, hubo que combinar avales e inyecciones de capital para las entidades en situación de crisis. Los activos dañados se transfirieron a entidades de gestión de activos (los denominados «bancos malos»)¹. Al mismo tiempo, las entidades de crédito más grandes y sólidas procedieron, en algunos casos, a la adquisición de los bancos con problemas en operaciones respaldadas por el Gobierno, mientras que, en otros casos y en ausencia de soluciones impulsadas por el sector privado, se realizaron adquisiciones públicas (nacionalizaciones).

1 Noruega representa una excepción porque no se estableció ningún «banco malo» para gestionar los préstamos con problemas de las instituciones financieras.

2.3 MEDIDAS BASADAS EN LOS MERCADOS DE VALORES

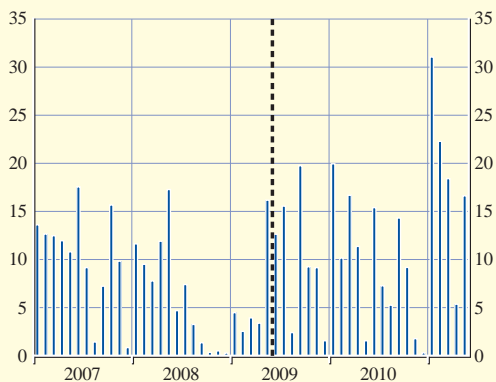
Además de las medidas dirigidas principalmente al mercado monetario, el Eurosistema también intervino directamente en algunos mercados de valores.

El programa de adquisiciones de bonos garantizados, anunciado el 7 de mayo de 2009, tuvo por objeto fomentar la relajación de la situación crediticia y mejorar la liquidez en este importante segmento del mercado, dado que la emisión de bonos garantizados es una fuente primordial de financiación para las entidades de crédito de la zona del euro. Durante el período de doce meses comprendido entre el 6 de julio de 2009 y el 30 de junio de 2010, el Eurosistema realizó compras simples de bonos garantizados denominados en euros emitidos en la zona del euro, por un importe nominal total, anunciado previamente, de 60 mm de euros.

En el mercado primario, el anuncio de este programa provocó la reactivación, en la zona del euro, de las emisiones de gran tamaño de bonos garantizados y los volúmenes retornaron a los niveles observados antes de la crisis (véase gráfico 6). El efecto sobre el mercado secundario se puso de manifiesto en la evolución de los diferenciales de bonos garantizados en torno al día del anuncio (véase gráfico 7). La mayo-

Gráfico 6 Grandes emisiones de bonos garantizados en la zona del euro

(mm de euros)

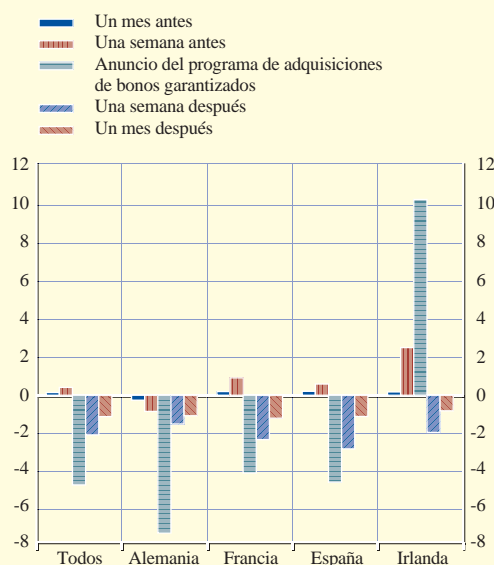


Fuente: Dealogic.

Nota: La línea discontinua indica la fecha en que se produjo el anuncio del programa de adquisiciones de bonos garantizados.

Gráfico 7 Variaciones medias diarias de los diferenciales de los bonos garantizados frente a los swap en torno a la fecha en la que se anunció el programa de adquisiciones de bonos garantizados

(puntos básicos)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico presenta las variaciones medias diarias del diferencial de bonos garantizados frente a *swaps* en euros a cinco años calculadas para los períodos comprendidos entre el 1 de abril y el 6 de mayo de 2009 («un mes antes»), el 30 de abril y el 6 de mayo de 2009 («una semana antes»), el 6 de mayo y el 7 de mayo («anuncio del programa de adquisiciones de bonos garantizados»), el 7 de mayo y el 14 de mayo («una semana después») y el 7 de mayo y el 5 de junio de 2009 («un mes después»). Los rendimientos de los bonos garantizados son los índices iBoxx de los países.

ría de los mercados de bonos garantizados de la zona experimentaron una notable reducción de los diferenciales, que fue inducida por el programa de adquisiciones de bonos garantizados. Mientras que la variación media diaria de los diferenciales fue insignificante en las semanas anteriores al anuncio, los diferenciales cayeron hasta 7 puntos básicos (en el caso de los bonos garantizados alemanes) en el día que se produjo el anuncio y se redujeron más aún, a un ritmo medio de 2 puntos básicos al día, en la semana siguiente. Si bien el anuncio del programa tuvo un efecto significativo sobre los precios, las adquisiciones posteriores tuvieron una incidencia bastante limitada, ya que probablemente se consideró que eran una ejecución del compromiso anunciado previamente¹³.

13 Véase J. Beirne, L. Dalitz, J. Ejsing, M. Grothe, S. Manganelli, F. Monar, B. Sahel, M. Sušec, J. Tapking, y T. Vong, «The impact of the Eurosystem's covered bond purchase programme on the primary and secondary markets», *Occasional Paper Series*, n.º 122, BCE, enero de 2011.

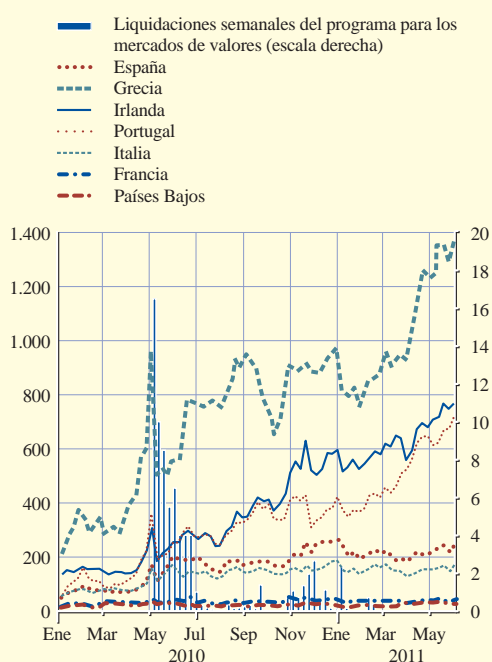
El programa para los mercados de valores se inició el 10 de mayo de 2010 en respuesta a la crisis de la deuda soberana¹⁴. El programa pretende hacer frente al mal funcionamiento de algunos mercados de valores y mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria¹⁵. Al amparo de este programa, es admisible la adquisición de deuda tanto pública como privada. El Eurosistema reabsorbe la liquidez suministrada mediante las adquisiciones de bonos haciendo uso de operaciones semanales de absorción de liquidez, para lograr que la orientación de la política monetaria no se vea afectada.

Resulta complejo evaluar la eficacia de este programa debido al hecho de que el grado de normalización del proceso de transmisión que se produce a través de los mercados de bonos no puede ser recogido fácilmente por uno o varios indicadores. Sin embargo, considerando los efectos directos del anuncio del programa y de su puesta en marcha inicial sobre el rendimiento de los bonos, el lunes 10 de mayo los diferenciales de los rendimientos de la deuda pública a diez años frente a los de la deuda pública alemana se redujeron sustancialmente de forma generalizada (véase gráfico 8).

Esto sugiere que el anuncio, junto con el primer día de las intervenciones, fue bastante eficaz. Sin embargo, hay que tener en cuenta que el fin de semana del 8 y 9 de mayo se adoptaron decisiones adicionales con un posible impacto en los mercados financieros, incluidos los compromisos adicionales adquiridos por algunos Estados miembros para adelantar sus esfuerzos de consolidación fiscal y el acuerdo de los Gobiernos europeos sobre el establecimiento de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera. Además, la eficacia de las intervenciones del programa no puede evaluarse solamente en función de los diferenciales observados en los bonos. Por ejemplo, la mera posibilidad de que se produjeran intervenciones en el mercado de bonos podría haber contribuido a limitar la propagación de la crisis de deuda soberana desde los países directamente afectados a otros, lo que habría supuesto un obstáculo mayor en el proceso de transmisión monetaria en la zona del euro en su conjunto si no se hubiera estableci-

Gráfico 8 Diferenciales de los rendimientos de la deuda pública a diez años frente a los rendimientos de la deuda pública alemana y liquidaciones del programa para los mercados de valores

(datos semanales; puntos básicos; mm de euros)



Fuentes: Thomson Reuters y BCE.

Nota: Las liquidaciones semanales del programa para los mercados de valores hasta el 12 de julio de 2010 reflejan el importe neto liquidado semanalmente anunciado en las operaciones de absorción de liquidez semanales. Los datos posteriores al 19 de julio reflejan las adquisiciones liquidadas semanalmente, excluidas las operaciones correspondientes a valores próximos al vencimiento y las amortizaciones.

do este programa para los mercados de valores. Desde julio de 2010, el nivel de adquisiciones del programa ha sido mucho más reducido, aunque la volatilidad de los diferenciales de los bonos ha seguido siendo elevada.

En general, el programa para los mercados de valores resultó ser muy importante pues contribuyó a mejorar la transmisión de la política monetaria a

14 Al mismo tiempo, algunas medidas no convencionales dirigidas fundamentalmente al mercado monetario que se habían retirado gradualmente a comienzos de 2010 se reintrodujeron cuando estalló la crisis de la deuda soberana.

15 Para más detalles, véase el recuadro titulado «Medidas adicionales decididas por el Consejo de Gobierno», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2010. Véase la sección 2.1 del presente artículo en la que se analizan las maneras en que el mal funcionamiento de los mercados de deuda soberana puede afectar negativamente al proceso de transmisión de la política monetaria.

la zona del euro en su conjunto. El papel fue especialmente crucial al inicio de su puesta en marcha, cuando también contribuyó a contener el contagio, así como en varios momentos concretos de los últimos doce meses. El BCE proporcionó un ancla sólida para la estabilidad y la confianza, que fue esencial para la recuperación económica de la zona del euro.

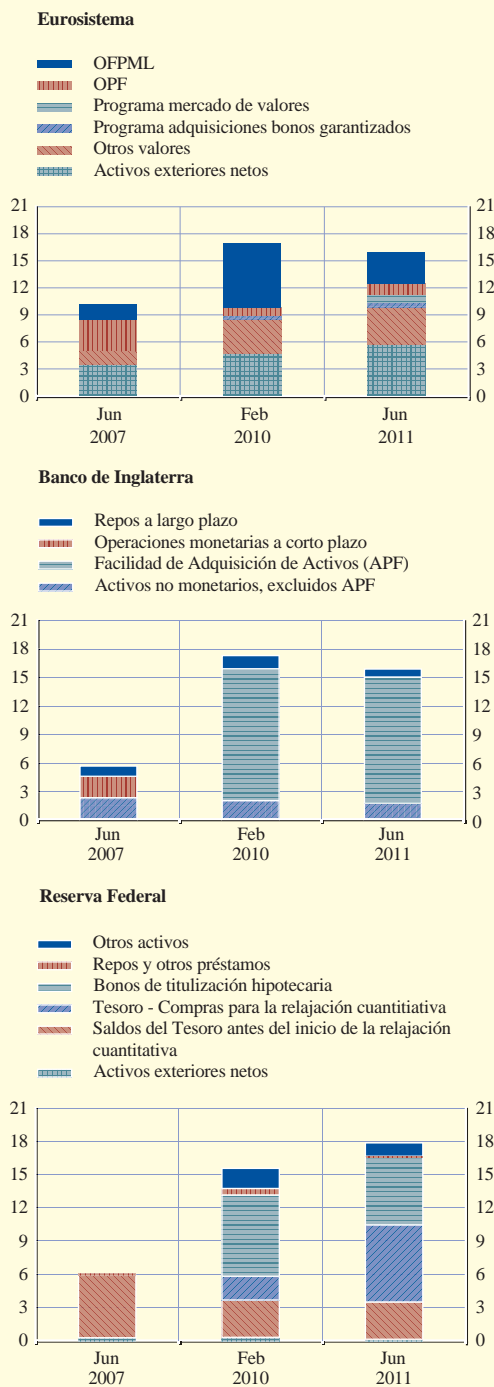
3 CONSIDERACIONES SOBRE LA RETIRADA GRADUAL DE LAS MEDIDAS NO CONVENCIONALES

Las medidas de política monetaria no convencionales del BCE fueron concebidas teniendo en cuenta su «salida». Esta premisa exigió la adopción de medidas que limitaran las restricciones a las decisiones futuras de política monetaria. Las medidas se ejecutaban con las entidades fundamentalmente a través de cesiones temporales de duración limitada y sin ampliaciones automáticas tras su vencimiento. De este modo, la exposición del BCE a los riesgos inherentes a los valores subyacentes se mantuvo contenida, y la responsabilidad de financiar la economía siguió recayendo en el sector financiero. Así pues, las medidas de apoyo al crédito respondían solamente a las condiciones de financiación de las entidades y, como tales, eran distintas de la relajación cuantitativa practicada por otros importantes bancos centrales. Las medidas de relajación cuantitativa conllevan la adquisición de bonos en el mercado abierto con el objetivo primordial de disminuir los rendimientos en el mercado de renta fija mediante la reducción de la prima por plazo. Si se compara el balance del Eurosistema con el del Banco de Inglaterra y con el de la Reserva Federal se observa que la escala de las intervenciones en el mercado de renta fija en forma de compras simples efectuadas en el Reino Unido y en Estados Unidos fue mucho mayor (véase gráfico 9), lo que puede atribuirse en parte a que, en estos países, el sector privado se financia en gran medida en los mercados.

Por el contrario, las medidas no convencionales del BCE se materializaron fundamentalmente en la ampliación del marco operativo existente, alar-

Gráfico 9 Balance del Eurosistema, del Banco de Inglaterra y de la Reserva Federal

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: Banco Central Europeo, Banco de Inglaterra, Reserva Federal.

Nota: Para calcular las cifras de junio de 2011 se utilizó el PIB correspondiente al primer trimestre de 2011

gando los plazos y ampliando la lista de activos de garantía, y en una cuantía relativamente limitada de compras simples. De este modo, el BCE ha preservado un alto grado de flexibilidad en sus decisiones futuras porque la mayor parte de las medidas adoptadas pueden retirarse fácilmente una vez que se restablezca de manera sostenida la situación financiera normal. Las tres OFPML a un año constituyen un ejemplo: no se renovaron a su vencimiento, lo que dio lugar a una reducción y normalización general de la vida residual de las operaciones de financiación (véase gráfico 2).

El carácter diferente de las medidas no convencionales del BCE también tiene implicaciones para el tamaño del balance del banco central. Su aumento relativo durante la crisis es más limitado que en el caso de los bancos centrales que intervinieron predominantemente mediante compras de activos, como en Estados Unidos y el Reino Unido.

De cara al futuro, las medidas no convencionales del BCE continuarán retirándose paulatinamente en línea con la normalización en curso de las condiciones de la intermediación financiera relevantes para el mecanismo de transmisión. Su retirada será gradual para seguir garantizando una transmisión efectiva de la orientación de la política monetaria. Las decisiones relativas a la retirada gradual de las medidas no convencionales pueden adoptarse independientemente de las relativas a los cambios en los tipos de interés oficiales del BCE, dado su carácter complementario. Este hecho se puso de manifiesto en abril y julio de 2011, cuando se aumentaron los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos en cada caso y no se mantuvieron las medidas no convencionales.

Al decidir sobre la magnitud y la velocidad de la retirada de las medidas no convencionales, se ha de tomar en consideración que cuanto más tiempo se mantengan –especialmente a tipos de interés muy reducidos– mayor es el riesgo de introducir distorsiones y de crear incentivos a la asunción excesiva de riesgos, lo que se traduciría en última instancia en la creación de desequilibrios financieros y en riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo. La oferta de importantes cantidades

de liquidez a entidades de crédito individuales a tipos de interés muy bajos durante un período de tiempo prolongado también conlleva el riesgo de retrasar el necesario ajuste de los balances y, por tanto, de obstaculizar el crecimiento económico a medio plazo.

Concretamente, el apoyo a la liquidez proporcionado por el BCE al sector bancario no puede sustituir las medidas que deben adoptar los Gobiernos nacionales, los organismos regulatorios y el propio sector financiero para asegurar la solvencia de las entidades individuales y la sostenibilidad de los modelos de negocio del sector bancario, también a tipos de interés más elevados. La mejora de la capacidad de resistencia del balance en todos los sectores, incluidos los hogares, las sociedades financieras y no financieras, así como los Gobiernos, es un factor clave para el crecimiento económico sólido y sostenido de la zona del euro. El BCE determina las condiciones de financiación generales de la economía mediante la orientación de su política monetaria, y no puede ni debe asumir responsabilidades que pertenecen al ámbito de los organismos regulatorios o fiscales.

4 LECCIONES APRENDIDAS Y CONCLUSIONES

De la experiencia del BCE con las medidas de política monetaria no convencionales pueden extraerse tres enseñanzas principales.

En primer lugar, el hecho de que las medidas no convencionales se centraran en el mercado monetario y en la financiación de las entidades de crédito resultó ser fundamental para mantener el proceso de transmisión de la política monetaria en la zona del euro. Esto es especialmente cierto para la cobertura total de la demanda de liquidez de las entidades de crédito a tipo de interés fijo, a cambio de activos de garantía. Esta medida daba flexibilidad a la hora de adjudicar la liquidez, teniendo en cuenta las necesidades de liquidez tan heterogéneas de las entidades, y reducían de forma acusada la incertidumbre de financiación de las entidades en cuanto a volúmenes, tipos de interés y vencimientos. Además, la evidencia disponible

sugiere que las medidas de una escala relativamente pequeña, pero orientadas a los segmentos del mercado de valores con problemas de funcionamiento, tuvieron éxito. El programa de adquisiciones de bonos garantizados dio lugar a nuevas emisiones en el mercado de este tipo de instrumentos y redujo los diferenciales en el mercado secundario, mejorando la financiación de las entidades de crédito, mientras que el programa para los mercados de valores contribuyó a contener el contagio, que habría dificultado gravemente el proceso de transmisión en la zona del euro.

En segundo lugar, el amplio marco operativo adoptado desde la introducción del euro en 1999 garantiza la flexibilidad necesaria para que el BCE persiga su objetivo de mantener la estabilidad de precios a medio plazo. La mayoría de las medidas no convencionales adoptadas por el BCE exigieron únicamente cambios en los parámetros de su marco operativo actual para la aplicación de la política monetaria. Ello contribuyó a infundir confianza y a reducir la incertidumbre, facilitando así el mantenimiento de la estabilidad de precios.

En tercer lugar, el curso de la política monetaria del BCE no se vio nunca limitado por las medidas

no convencionales. El BCE no participó en grandes programas de compras simples de activos, y no facilitó ninguna indicación sobre la senda futura de los tipos de interés oficiales, lo que le permitió conservar una gran flexibilidad a la hora de ajustar su política a hechos económicos y financieros imprevistos para mantener la estabilidad de precios.

La decisiones de abril y julio de 2011 de aumentar los tipos oficiales del BCE en 25 puntos básicos en cada caso reflejan la flexibilidad en el ajuste de las medidas convencionales y no convencionales. De cara al futuro, la orientación de la política monetaria se ajustará de acuerdo con los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo, mientras que el momento y ritmo de la retirada gradual de las medidas no convencionales se decidirá sobre la base de los avances realizados en la normalización sostenida del mecanismo de transmisión. No obstante, es esencial que todos los sectores –hogares, empresas y sociedades financieras, así como los Gobiernos– avancen con rapidez en el saneamiento y fortalecimiento de sus balances como condición previa para un crecimiento sólido y sostenible en la zona del euro.