

## LAS MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA NO CONVENCIONALES DEL BCE A LO LARGO DE LA CRISIS

Este artículo ha sido elaborado por Antonio Millaruelo y Ana del Río, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

La crisis financiera internacional que comenzó hace más de cinco años dio paso a una crisis de deuda soberana con dinámica propia en la zona del euro. Los desequilibrios fiscales y macroeconómicos fruto de políticas nacionales poco compatibles con una unión monetaria derivaron en una creciente reevaluación de los riesgos soberanos a partir de 2010. Tanto la gestación de estos desequilibrios como el desarrollo y la severidad de la propia crisis vinieron también condicionados por las deficiencias de la arquitectura institucional de la unión monetaria que la crisis puso de manifiesto, así como por las dificultades para corregirlas de manera rápida y eficaz. La inestabilidad se propagó a un número creciente de países de la UEM y se amplificó por la conexión y realimentación de los riesgos soberanos, los bancarios y el deterioro de la actividad macroeconómica. De esta manera adquirió una dimensión sistémica a partir de mediados de 2011. La creciente fragmentación e incluso renacionalización de los flujos financieros dentro del área comprometieron la unicidad de la política monetaria<sup>1</sup>.

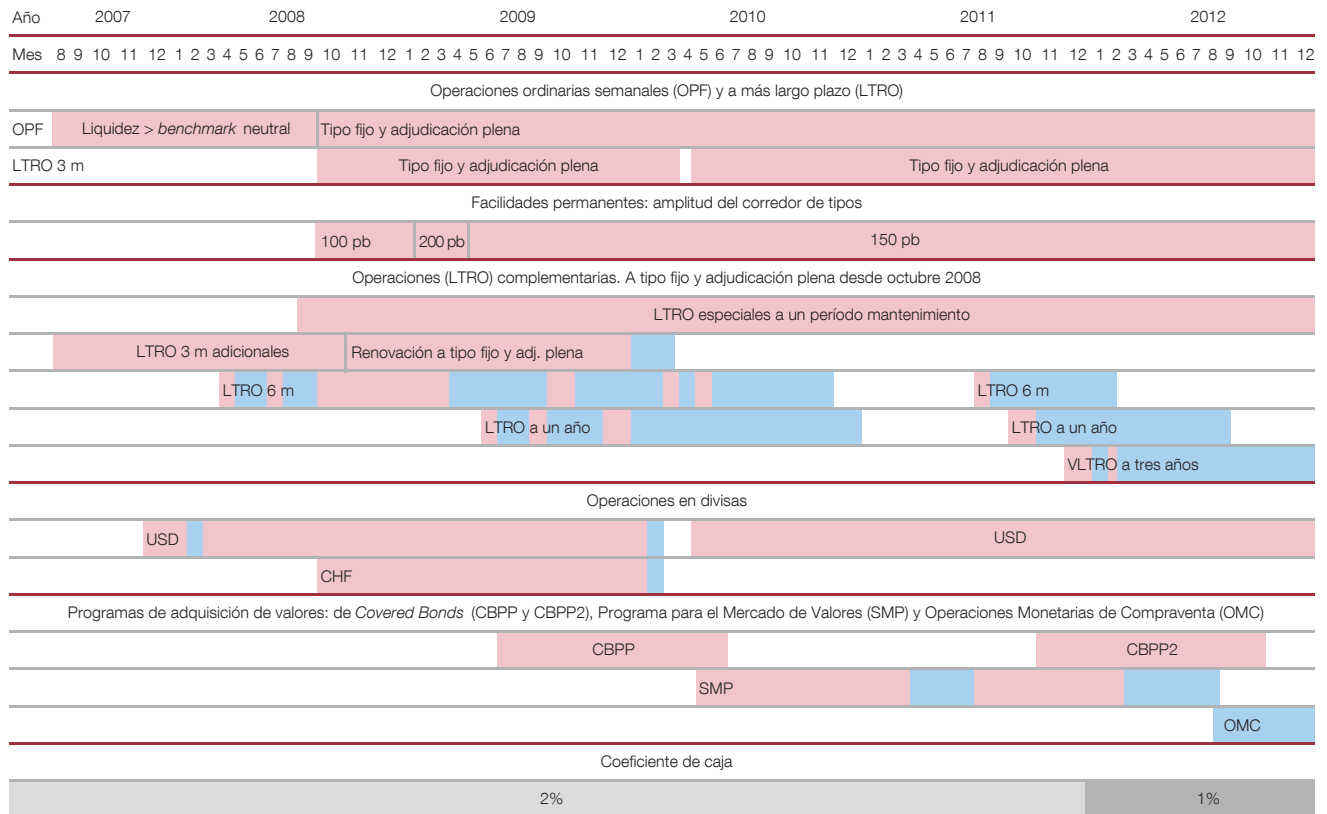
Desde el comienzo de la crisis, el BCE introdujo medidas de carácter no convencional complementarias a sus decisiones sobre el nivel de los tipos de interés oficiales. La evolución de la crisis requirió, además, que el BCE fuera adaptando su respuesta. Inicialmente, el bloqueo de los mercados interbancarios determinó que la actuación se centrara en la intermediación entre las entidades y en asegurar la adecuada provisión y distribución de la liquidez entre ellas. La prolongación de la crisis y la extensión de las tensiones soberanas le llevaron a ampliar progresivamente el foco de atención hacia aspectos tales como los riesgos de refinanciación de las entidades y la divergencia en las condiciones financieras nacionales.

Este artículo hace un repaso de las medidas no convencionales aplicadas por el BCE, que se muestran de manera cronológica en el cuadro 1, haciendo especial hincapié en el período de las tensiones soberanas. En el apartado segundo se resume la respuesta inicial a los problemas derivados de la crisis financiera internacional. El tercer apartado aborda las medidas para hacer frente a las primeras manifestaciones de la crisis soberana europea. En el apartado cuarto, se recoge la respuesta del BCE a los retos planteados por la ampliación sistémica de las tensiones soberanas y la progresiva fragmentación de los mercados financieros europeos. En el apartado quinto se hace una valoración del impacto de las medidas no convencionales en el balance del Eurosistema. El artículo se cierra con un breve resumen de las principales conclusiones.

### La respuesta inicial: la ampliación de los mecanismos de provisión de liquidez

Desde el inicio de la crisis financiera internacional a mediados de 2007 el BCE fue pionero entre los bancos centrales a la hora de responder a las disfunciones que se observaron en los mercados interbancarios. La desconfianza sobre el funcionamiento de los mercados monetarios y una actitud cautelosa por parte de las entidades de crédito derivaron en una demanda creciente de liquidez. Esta demanda fue atendida otorgando fondos por encima del importe estimado como referencia neutral en las operaciones semanales y aumentando

<sup>1</sup> Para mayor detalle sobre las características de la crisis en la zona del euro y el papel de las insuficiencias en el diseño institucional, pueden consultarse Shambaugh (2012) y Malo de Molina (2011).



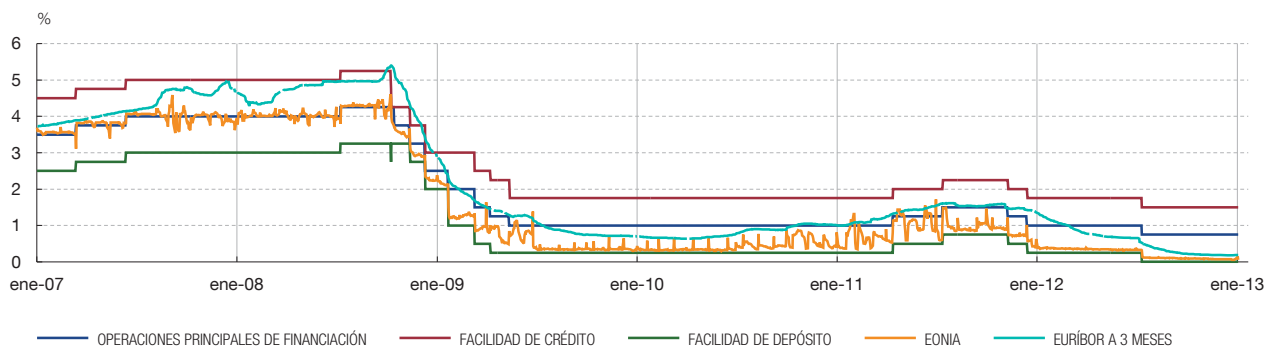
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a El color rojo indica que durante ese mes se llevaron a cabo dichas operaciones, mientras que el azul indica que no se llevaron a cabo nuevas operaciones ese mes, pero que la liquidez proporcionada por las operaciones anteriores sigue vigente.

el plazo medio de sus préstamos a través de las operaciones a plazo más largo (LTRO, según su acrónimo en inglés), que se reforzaron con subastas complementarias, inicialmente al plazo de tres meses y, después, a seis. Esta respuesta inicial no supuso un cambio en el tono de la política monetaria ni cambios sustanciales en el tamaño del balance del BCE, ya que parte de lo suministrado era reabsorbido a través de la facilidad de depósito, donde las entidades, reticentes a prestar en los mercados, colocaban el exceso de liquidez.

No fue hasta octubre de 2008, tras la quiebra de Lehman Brothers, cuando el bloqueo de los mercados monetarios, la retirada general de la liquidez en los mercados internacionales de capitales y la drástica revisión de las perspectivas macroeconómicas obligaron a un giro en la respuesta de las autoridades monetarias a nivel global. Por una parte, la entrada en una fuerte recesión y el aumento del riesgo de deflación hicieron necesario un recorte drástico de los tipos de interés oficiales, que, en el caso de la zona del euro, ascendió a 325 puntos básicos (pb) entre octubre de 2008 y mayo de 2009, hasta situarlos en el 1 % (véase gráfico 1). Pero, además, el BCE, como otras autoridades monetarias, abundó en la flexibilización del marco ordinario de provisión de liquidez e introdujo medidas para reparar otros segmentos de los mercados financieros importantes para la transmisión de la política monetaria.

El BCE pasó a atender la demanda bruta de liquidez de las entidades y, por tanto, a ejercer la función de redistribución de los fondos propia del mercado interbancario. Esto fue así porque la aversión al riesgo y la desconfianza sobre la solidez financiera de las entidades



FUENTE: Banco Central Europeo.

hizo que los bancos dejaran de prestarse entre sí especialmente en operaciones interbancarias sin garantía. De este modo, para hacer frente a estas disfunciones del mercado, el BCE sustituyó el sistema tradicional de subastas mediante tipo de interés variable por otro de tipo fijo y adjudicación plena, lo que supuso una innovación significativa en el marco operativo que implicaba renunciar al control de las cantidades.

Por otra parte, durante diversos episodios de la crisis se redujo considerablemente la disponibilidad de liquidez en determinadas divisas. Concretamente, la crisis de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos provocó en el transcurso de 2007 problemas de escasez de dólares en los mercados de financiación a corto plazo europeos. Para facilitar los pagos en esta divisa, el BCE acordó en octubre de ese año una línea de *swaps* con la Reserva Federal, que permitió realizar en diciembre dos operaciones de provisión de liquidez en dólares. Estas subastas comenzaron a celebrarse con regularidad a partir de abril de 2008 y, de forma gradual, fueron aumentándose los importes y ampliándose los plazos hasta 84 días. Desde octubre de 2008, el BCE también acordó una línea de *swap* con el Banco Nacional Suizo.

Las tensiones financieras provocaron también un aumento de la demanda de activos de calidad y una reducción del universo de activos de esa condición, como consecuencia de las rebajas de la calificación crediticia de los emisores y de los activos. Para que el colateral no fuese una restricción y la abundante oferta de liquidez llegase a la gran mayoría de entidades del área, el BCE flexibilizó adicionalmente su política de colateral, a pesar de haberse caracterizado desde el principio por la aceptación de un conjunto amplio y variado de activos.

De manera complementaria, el BCE introdujo programas puntuales de adquisición de valores dirigidos a mercados clave para la financiación de los bancos, contribuyendo así a restablecer el mecanismo de transmisión de la política monetaria. En mayo de 2009, se puso en marcha el *Covered Bond Purchase Programme* (CBPP), un programa de adquisición en firme, no esterilizada, de bonos bancarios garantizados por activos de elevada calidad, equivalentes a las cédulas hipotecarias en España. El programa preveía adquisiciones escalonadas hasta un importe de 60 mm de euros, cifra que se alcanzó en mayo de 2010.

Todas estas medidas contribuyeron a mejorar la transmisión del tono de la política monetaria con una reducción significativa de los diferenciales entre los tipos de interés de los depósitos interbancarios no garantizados y los de aquellos con garantía (véase gráfico 2).

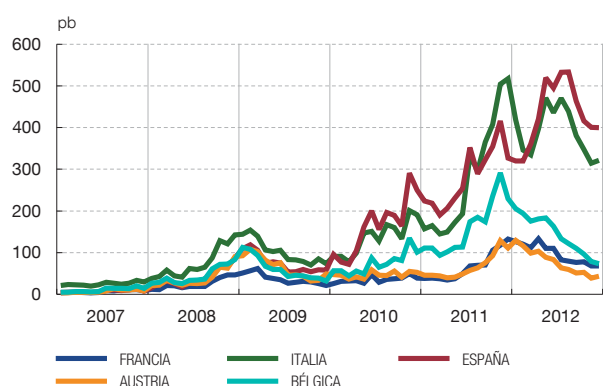
DIFERENCIAL TIPO INTERBANCARIO: TIPO REPO A TRES MESES



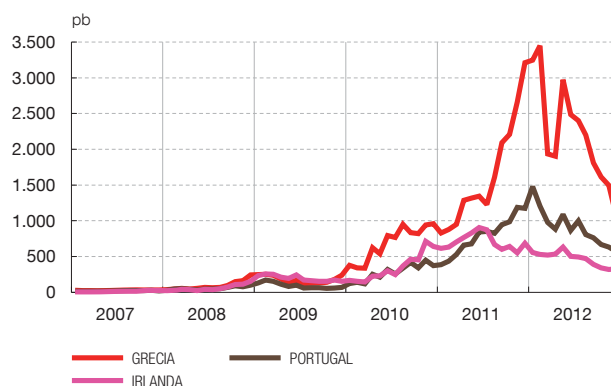
DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD DE LOS BONOS CORPORATIVOS CON RESPECTO A LOS SWAP ASSETS (BBB)



DIFERENCIALES SOBERANOS FRENTE A ALEMANIA A DIEZ AÑOS



DIFERENCIALES SOBERANOS FRENTE A ALEMANIA A DIEZ AÑOS



FUENTE: Banco Central Europeo.

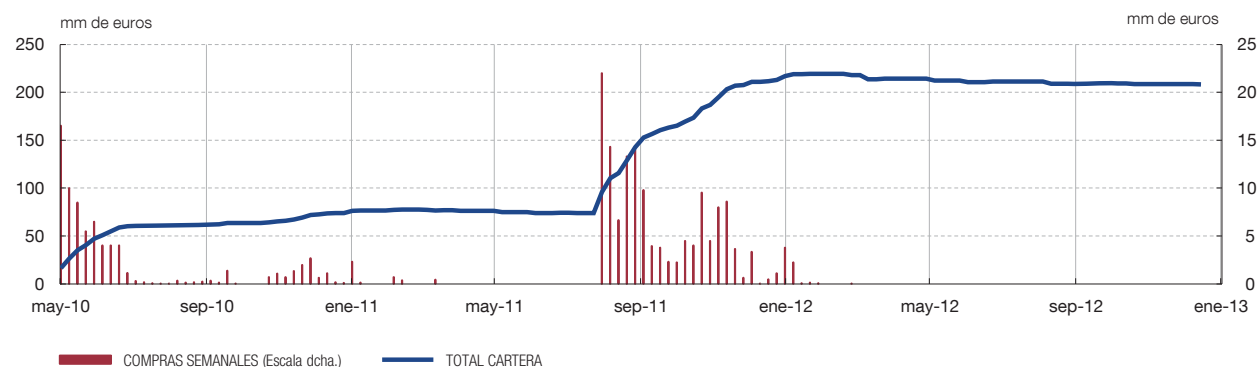
La estrategia de salida de este «modo no convencional» de la política monetaria estaba implícita en el propio diseño de las medidas, bastando tan solo con no renovar las operaciones extraordinarias a su vencimiento y restaurar los criterios originales de elegibilidad del colateral a medida que las tensiones financieras fuesen disminuyendo. De hecho, en la segunda mitad de 2009 se produjo una progresiva normalización de las condiciones financieras que determinó el inicio de una retirada paulatina de las medidas no convencionales. Sin embargo, a finales de 2009 aparecieron las primeras manifestaciones de la crisis soberana, lo que obligó a reevaluar la oportunidad del proceso de retirada y a diseñar nuevos instrumentos.

**Las primeras manifestaciones de la crisis de la deuda soberana a finales de 2009**

En el otoño de 2009 comenzaron a revelarse preocupantes desequilibrios en las cuentas públicas de Grecia, que no tardaron en poner en cuestión la sostenibilidad de la deuda pública en este país. Como muestra el gráfico 2, la presión se dejó sentir, aunque de manera acotada, sobre el precio de los bonos soberanos y bancarios de los países del área en situación más vulnerable.

El aumento del coste de la deuda griega llegó a impedir que el país se financiara en los mercados y, en abril de 2010, el Gobierno heleno solicitó asistencia financiera a la UE y al FMI, que, en ausencia de un mecanismo institucionalizado, se articuló de manera *ad hoc* a través de préstamos bilaterales sujetos a condiciones estrictas. Pocos días después, el BCE introdujo el Programa para el Mercado de Valores (*Securities Markets Programme* o

ADQUISICIONES DENTRO DEL PROGRAMA PARA EL MERCADO DE VALORES



DISEÑO COMPARADO

		SMP	OMT
Vigencia		Mayo de 2010-agosto de 2012	Desde septiembre de 2012
Condicionalidad		-	√ (a)
Cobertura		Valores deuda pública y privada	Valores deuda pública 1-3 años vencimiento residual
Mercados	Primarios	X	X
	Secundarios	√	√
Objetivo cuantitativo explícito		X	X
Esterilización		√	√
Trato acreedor preferente		√	X
Transparencia		Información compras semanales	Semanalmente compras y mensualmente desglose país y vencimiento

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a La activación de las OMC está sujeta a la condicionalidad de un programa completo de ajuste macroeconómico o un programa precautorio de la FEEF o MEDE, con la posibilidad de que estas instituciones realicen compras en el mercado primario de valores.

SMP en inglés), un programa con carácter temporal y limitado para comprar valores de deuda en los mercados secundarios (véase gráfico 3). Con esta medida se pretendía impedir que las tensiones se generalizaran al resto de países de la unión e incrementar la liquidez en determinados segmentos de estos mercados con vistas a una correcta transmisión de la política monetaria. Para evitar una expansión de la base monetaria, estas compras serían esterilizadas con operaciones semanales de drenaje. Al principio, se adquirió principalmente deuda soberana de Grecia, aunque posteriormente se volvería a utilizar el programa en otros episodios de tensiones para adquirir deuda de otros países.

Los Estados miembros de la UE y el FMI acordaron en junio de 2010 la creación de un dispositivo provisional de asistencia financiera conformado por la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF o EFSF por sus siglas en inglés), el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera con recursos de la UE y préstamos del FMI. Este dispositivo tuvo que activarse para Irlanda y Portugal, ya que la desconfianza de los inversores y el desanclaje de su prima de riesgo de crédito obligaron a los Gobiernos de estos países a solicitar asistencia financiera en noviembre de 2010 y abril de 2011, respectivamente. En el caso de Irlanda, la incertidumbre sobre la solidez de su sistema bancario y el elevado

coste de las recapitalizaciones desbordó ampliamente sus objetivos fiscales. En Portugal, sin embargo, las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda pública estuvieron más relacionadas con las débiles perspectivas de crecimiento y las desviaciones fiscales. Estos episodios también motivaron medidas por parte del BCE, que reanudó las adquisiciones dentro del SMP, aunque a una escala muy inferior a la de comienzos de la crisis griega. Durante esta etapa, el saldo vivo de las adquisiciones dentro del SMP se estabilizó en unos 77 mm de euros (véase gráfico 3).

El rebrote de las tensiones hizo que el BCE, en una acción concertada con otros bancos centrales<sup>2</sup>, reactivara la línea de *swaps* con la Reserva Federal y reiniciara las subastas en esta divisa. Estos acuerdos se fueron prorrogando y, de forma precautoria, para satisfacer la potencial demanda de libras esterlinas debida a la crisis irlandesa, se constituyó también una línea de *swaps* con el Banco de Inglaterra.

De manera simultánea, el tensionamiento de los tipos de interés de los mercados monetarios obligó a que el BCE mantuviera el refuerzo de la provisión de liquidez, lo que complementó en octubre de 2010 con un segundo programa de *covered bonds* (*Covered Bond Purchase Programme 2* o CBPP2), análogo al anterior y con una dotación de 40 mm de euros. Este segundo programa, sin embargo, concluyó con un volumen adquirido de solo 16 mm de euros, dado que la reactivación del mercado privado de *covered bonds* hizo innecesario completar las adquisiciones programadas.

Pero la crisis griega no se detuvo con la primera concesión de asistencia financiera. Las desviaciones persistentes en los objetivos de consolidación fiscal y las dificultades para acometer las reformas exigidas cuando la economía había caído en una profunda recesión volvieron a cuestionar la sostenibilidad de la deuda pública. Ello condujo a la necesidad de diseñar un segundo programa de asistencia financiera, que tuvo como condición previa la reestructuración voluntaria de la deuda soberana en manos del sector privado. El debate sobre la necesidad de que los inversores privados asumieran pérdidas —mientras que los acreedores públicos mantenían un trato preferente— y su posterior concreción en el caso griego supusieron un cambio fundamental en la percepción del riesgo que entrañaba la exposición soberana y contribuyeron a alimentar un aumento desordenado de las primas de riesgo de los países más vulnerables del área. El proceso de reestructuración de la deuda culminó en la primavera de 2012 y generó pérdidas muy elevadas en la propia banca griega, que posteriormente tuvo que ser recapitalizada.

### La fase sistémica de la crisis de la deuda soberana desde mediados de 2011

La incertidumbre que generó el proceso de reestructuración de la deuda griega y las dificultades para definir el segundo paquete de asistencia, que incluía la recapitalización de la banca, exacerbaban las tensiones en los mercados de deuda desde mediados de 2011.

La propagación de la inestabilidad se aceleró, alimentada por la interacción entre los riesgos soberanos y bancarios con el deterioro macroeconómico. La preocupación de los inversores sobre la exposición de los bancos del área al riesgo soberano doméstico se tradujo —con independencia de su salud financiera— en dificultades crecientes de los bancos de los países sometidos a tensiones para obtener financiación en los mercados mayoristas a un coste razonable. Esta discriminación genérica por país emisor, que ya había afectado a los bancos de los países con programa —prácticamente excluidos del mercado primario de deuda—, se trasladó también a los bancos italianos y españoles. El endurecimiento de

<sup>2</sup> El acuerdo se suscribió entre el Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra, el Banco Central Europeo, la Reserva Federal y el Banco Nacional Suizo.

las condiciones de financiación para las economías se combinaba con un recrudecimiento de las tendencias recesivas. Todo ello provocaba un deterioro adicional de los activos bancarios y una dificultad creciente para acometer el proceso de desapalancamiento público y privado que requerían algunas economías. El papel predominante del sistema bancario en la canalización del crédito en la UEM y el sesgo doméstico que predomina en la exposición soberana de los bancos facilitaron la transmisión de estos impulsos.

Este agravamiento de las tensiones soberanas fue inicialmente abordado por el BCE mediante la reactivación del SMP en julio de 2011, con intervenciones de mayor envergadura que las realizadas en 2010. Paralelamente volvió a reforzar la provisión de liquidez reintroduciendo en agosto de 2011 las subastas a seis meses y anunciando en octubre dos inyecciones al plazo (aproximado) de un año.

A pesar de estas medidas, a lo largo del otoño de 2011 los mercados de emisión de deuda bancaria se fueron cerrando cada vez más, en un contexto en el que los Gobiernos europeos negociaban con gran dificultad la forma final y la dotación de recursos del mecanismo definitivo de asistencia financiera MEDE. Habida cuenta del elevado volumen de vencimientos de deuda bancaria a principios de 2012, se gestaba un creciente riesgo de refinanciación que amenazaba con desencadenar insolvencias bancarias y una severa contracción del crédito, con graves repercusiones para la estabilidad financiera y fuertes efectos recesivos.

En respuesta a ello, en diciembre de 2011, el BCE decidió tomar nuevas medidas de gran calado para facilitar la financiación del sistema bancario y seguir respaldando la oferta de crédito a la economía. Además de reducir los tipos de interés, en el campo de las medidas no convencionales se anunciaron dos subastas de liquidez al plazo de tres años (aunque con la posibilidad de llevar a cabo una amortización anticipada al final de cada año). La primera se celebró ese mismo mes<sup>3</sup> y la segunda tuvo lugar en febrero de 2012, inyectando con ambas más de un billón de euros en términos brutos. El Eurosistema también proporcionó liquidez en dólares a las entidades de contrapartida, a los plazos de una semana y 84 días, para facilitar sus compromisos de pagos en esta moneda, aunque a escala menor que en el episodio de la quiebra de Lehman Brothers. En tercer lugar, con el fin de liberar liquidez adicional, se redujo el coeficiente de reservas obligatorias que habían de cumplir las entidades de crédito del 2 % al 1 %. Finalmente, el BCE volvió a ampliar los activos admisibles aceptando una mayor variedad de valores estructurados respaldados por distintas combinaciones de productos de crédito, así como préstamos bancarios.

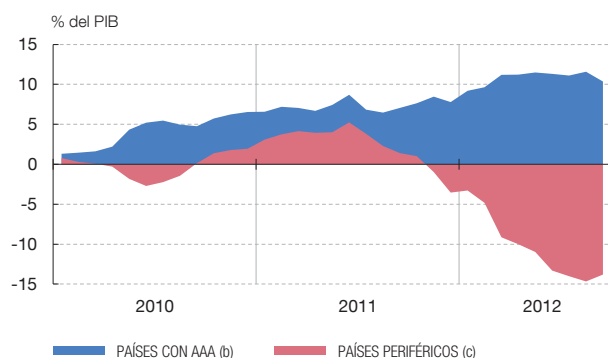
### La fragmentación de los mercados financieros y el agravamiento de la fase sistémica

Todas estas medidas contribuyeron temporalmente a relajar las tensiones. Pero la creciente fragmentación de los mercados financieros dentro del área continuó. Los flujos financieros transfronterizos fueron revelando importantes y crecientes salidas de capitales privados de los países bajo tensión, que de manera recíproca se acumulaban en forma de entradas de capital en otros países, fundamentalmente Alemania (véase gráfico 4). Estos movimientos no hacían sino dificultar la financiación del déficit exterior de las economías afectadas, y todo ello redundó en una apelación creciente de la banca afectada a la financiación del Eurosistema.

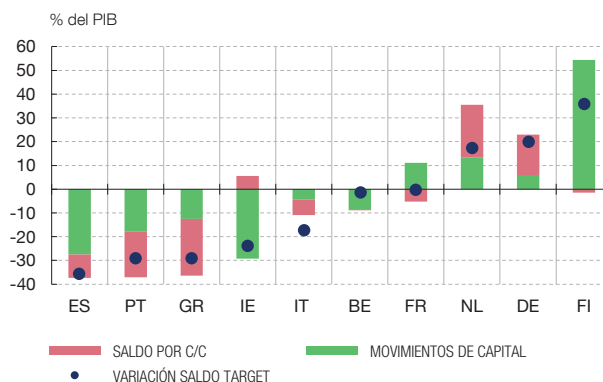
La presión sobre las primas de riesgo volvió a emerger con fuerza cuando creció la preocupación sobre la situación del sistema financiero español, particularmente del sector de

<sup>3</sup> La primera operación a tres años englobó buena parte de la operación a un año realizada en octubre. La subasta de financiación a trece meses prevista para diciembre fue cancelada.

FLUJOS FINANCIEROS CON EL EXTERIOR (a)  
(Acumulado desde diciembre de 2009 hasta septiembre de 2012)



MOVIMIENTOS DE CAPITAL Y SALDO POR CUENTA CORRIENTE (a)  
(Acumulado desde I TR 2010)



FUENTES: Banco Central Europeo y bancos centrales nacionales.

- a Los movimientos de capital reflejan el saldo de las inversiones en cartera y otras inversiones de la Balanza de Pagos, excluido el Banco Central. Un dato positivo (negativo) representa entradas (salida) de capital. En Irlanda los movimientos de capital se aproximan por la diferencia entre la variación del saldo TARGET y el saldo acumulado por cuenta corriente.
- b Incluye Alemania, Holanda, Francia y Finlandia.
- c Incluye Italia, España, Portugal y Grecia. Para Irlanda la información no está disponible.

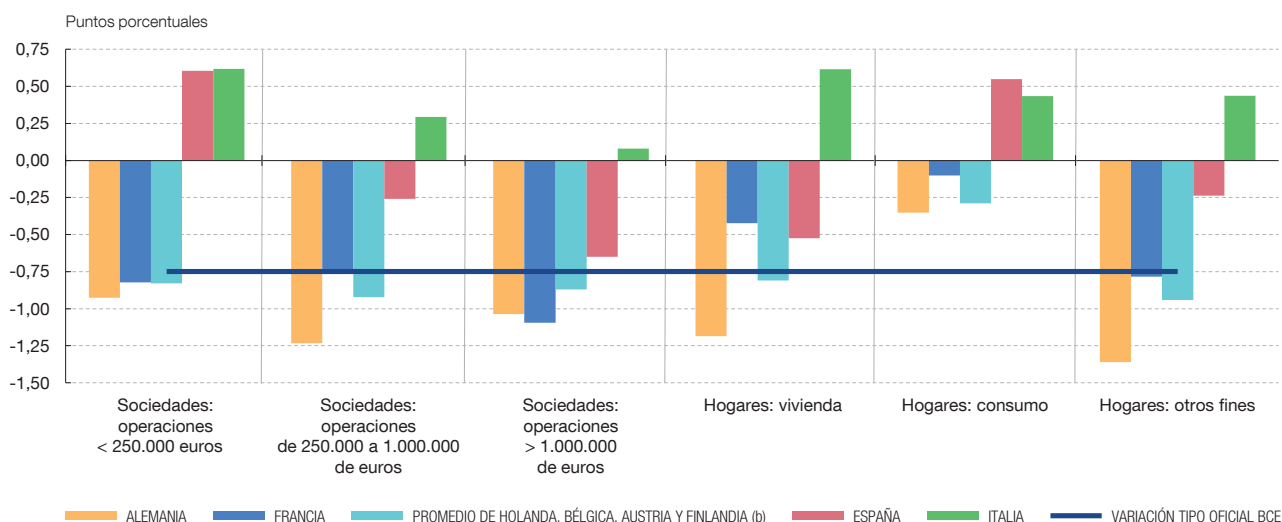
cajas de ahorros, que llevó al Gobierno español a solicitar en junio de 2012 asistencia financiera a las instituciones europeas con la finalidad de recapitalizar el sector bancario. Paralelamente, Chipre también requirió un programa de asistencia, como consecuencia, en buena medida, de su exposición a la economía griega. Estos acontecimientos presionaron sobre la deuda soberana de España e Italia.

El incremento excepcional de las primas de riesgo soberanas en algunos países, que fue especialmente intenso en los plazos más cortos, y los movimientos de capital entre países alertaban sobre la existencia de dudas acerca de la irreversibilidad del proyecto de moneda única. De hecho, tal y como ilustran Cecchetti *et al.* (2012), durante la primera mitad de 2012, una parte de los movimientos de capital entre países respondían a operaciones de la banca internacional para cubrirse del potencial riesgo de redenominación.

Esta nueva fase de la crisis se producía en un contexto de marcado deterioro de las perspectivas económicas y representaba un desafío sin precedentes al concepto de política monetaria única, en la medida en que las diferencias en las condiciones financieras eran en parte consecuencia de la percepción de que la unión monetaria podría no ser completamente irreversible. De hecho, como puede observarse en el gráfico 5, las divergencias en el movimiento de los tipos de interés bancarios desde mediados de 2011 revelaban que la transmisión de la política monetaria había sido afectada muy adversamente por la crisis. Estas divergencias fueron más significativas en el coste de los préstamos al consumo y para las pymes —representados estos últimos en el gráfico por los contratos de menor importe—.

Para evitar la materialización de escenarios extremadamente desfavorables, atajar los temores infundados de reversibilidad del euro y contribuir a restaurar la eficacia y la unicidad de la política monetaria, fue necesario que el BCE habilitara nuevos instrumentos de intervención con la potencia adecuada para actuar de cortafuegos efectivo ante estos riesgos. El SMP había permitido en horizontes de corto plazo reducir las primas de liquidez, así como la rentabilidad de la deuda soberana y su volatilidad, pero su carácter temporal y





FUENTE: Banco Central Europeo.

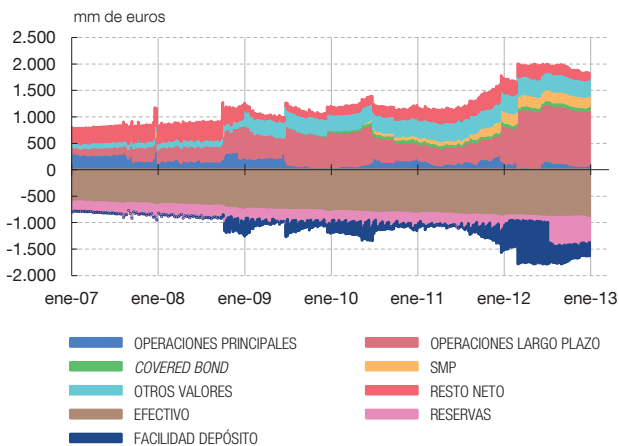
a Entre julio de 2011 y noviembre de 2012.

b Promedio ponderado por el volúmen de las operaciones nuevas.

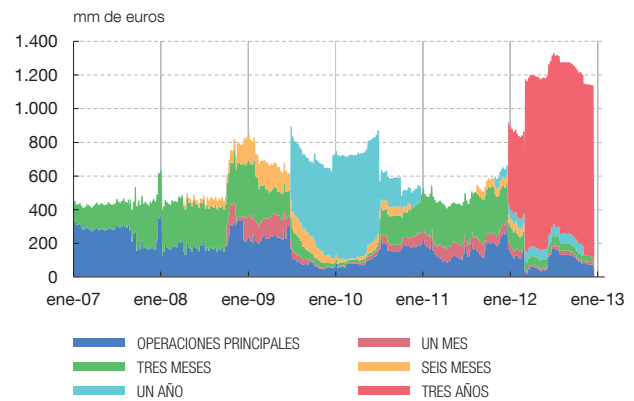
limitado resultaba insuficiente para el nuevo cometido. En una intervención pública sin precedentes, el presidente del BCE señaló el 26 de julio de 2012 su disposición a tomar todas las medidas necesarias para atajar la crisis sistémica y salvaguardar la moneda única. Posteriormente, el BCE anunció, con motivo de la reunión del Consejo de Gobierno del 6 de septiembre, los términos en los que el Eurosistema llevaría a cabo adquisiciones en los mercados de deuda en el contexto de un nuevo programa llamado Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC u OMT por sus siglas en inglés). En paralelo, el SMP se dio por concluido.

El programa de OMC establece la posibilidad de que el BCE adquiera bonos soberanos a corto plazo sujetos al cumplimiento de una condicionalidad estricta, que tiene por objetivo preservar los incentivos de los Gobiernos a mantener la disciplina fiscal y profundizar en las reformas estructurales, pieza clave en el necesario ajuste de los desequilibrios macroeconómicos, en la recuperación de la actividad económica y, en definitiva, en la desaparición de las primas de riesgo. En concreto, la activación de las OMC estará vinculada a que el Estado miembro afectado haya solicitado previamente asistencia financiera a la FEEF o el MEDE —bien a través de un programa completo de ajuste macroeconómico o bien por medio de un programa precautorio— con la posibilidad de que la FEEF o el MEDE realicen compras en el mercado primario de valores. En el caso de los países que actualmente se encuentran bajo un programa de ajuste macroeconómico, las OMC podrán activarse en el momento en que inicien su acceso a los mercados. De acuerdo con la prohibición de financiación monetaria del sector público recogida en el Tratado de la Unión Europea, las intervenciones del Eurosistema se llevarán a cabo en el mercado secundario, y se centrarán en deuda con un plazo de amortización residual comprendido entre uno y tres años, cuyas rentabilidades están más vinculadas al tono de la política monetaria, siendo, además, en este segmento del mercado donde más severas han sido las distorsiones derivadas del temor infundado sobre la reversibilidad del euro. Con el fin de asegurar la eficacia del programa, el volumen de las intervenciones es en principio ilimitado, y para reducir el riesgo de exclusión de los mercados financieros de un país que solicite asistencia financiera el BCE acepta un tratamiento igual al de los demás acreedores. En

COMPOSICIÓN BALANCE EUROSISTEMA



INYECCIÓN DE LIQUIDEZ POR PLAZO



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

todo caso, el BCE se reserva la facultad de dar por finalizado el programa en el momento en que el apoyo ya no sea necesario o en el caso de que los países beneficiarios incumplan las condiciones exigidas.

El anuncio del nuevo programa de adquisición de deuda soberana en los mercados secundarios ha facilitado una reducción sustancial de los diferenciales, a pesar de no haberse llegado a activar. También se ha observado cierta reversión de los flujos de salida de capitales que afectaban a los países más vulnerables. En todo caso, esta mejora ha tenido lugar en un contexto de elevada volatilidad.

### Impacto de las medidas sobre el balance del Eurosistema

Las medidas no convencionales de política monetaria han supuesto una ampliación sustancial del balance del Eurosistema, de más de un 150 % desde julio de 2007 (véase gráfico 6). Esta expansión es, no obstante, de un orden de magnitud inferior a la que se ha producido en el balance de la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra, lo que viene motivado por el distinto enfoque de sus actuaciones, aspectos que, por ejemplo, pueden consultarse en Ayuso y Malo de Molina (2011) o Hernando *et al.* (2012). En el caso del Eurosistema, la evolución del balance refleja fundamentalmente las operaciones de liquidez, por el papel de intermediación directa que asumió el BCE, y, en menor medida, la adquisición de valores a través del SMP y los programas de *covered bonds*.

Las medidas no convencionales del Eurosistema también han tenido efectos notables sobre la composición del balance. En el activo, ha habido un aumento del crédito a plazos más largos, mientras que en el pasivo se han incrementado notablemente los saldos de liquidez excedente mantenidos en la facilidad de depósito. Desde julio de 2012, la eliminación de la retribución de estos saldos ha provocado la inmediata disminución del uso de esta facilidad y un aumento en la cuenta corriente de reservas de las entidades en el Eurosistema, en la que la remuneración de los excedentes es también nula.

Por otra parte, el aumento en la provisión de liquidez ha supuesto un incremento en paralelo de las carteras de colateral aceptado como garantía. La asunción por parte del Eurosistema de riesgos crecientes ligados a la calidad crediticia de ese colateral ha sido acotada mediante una política basada en los criterios de elegibilidad de los activos de garantía y en la aplicación de descuentos o *haircuts* que se han ido ajustando en función de los

riesgos asumidos. En cualquier caso, la ampliación de los activos elegibles como colateral ha sido necesaria para prevenir acerca de la materialización de riesgos mayores derivados de una potencial pérdida de acceso a la liquidez por parte de algunas entidades o países.

## Valoración y conclusiones

Desde el comienzo de la crisis financiera, el BCE ha introducido sucesivas medidas de carácter no convencional destinadas a preservar el adecuado funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria y que, por tanto, han tenido un carácter complementario a las decisiones sobre el nivel de los tipos de interés oficiales. La extrema complejidad de la crisis y su prolongación en el tiempo han exigido, además, un esfuerzo continuado de adaptación en el ámbito no convencional de la política monetaria.

El BCE fue pionero entre los bancos centrales a la hora de responder a las disfunciones que se observaron en los mercados interbancarios desde el mismo comienzo de la crisis, flexibilizando su política de provisión de liquidez en reconocimiento de la importancia de este eslabón en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Tras el recrudecimiento de la crisis en septiembre de 2008, la sucesiva afectación de otros eslabones esenciales del mecanismo de transmisión —como son los mercados de deuda soberana y los mercados mayoristas de financiación bancaria o el surgimiento del denominado «riesgo de redenominación»— ha requerido innovaciones adicionales.

La evidencia empírica disponible sobre la efectividad de la actuación del BCE en el terreno de medidas no convencionales no es abundante, aunque, en su conjunto, permite concluir [por ejemplo, en Giannone *et al.* (2012) y Lenza *et al.* (2010)] que ha sido una pieza clave para estabilizar los mercados financieros en los numerosos episodios de elevada tensión desde 2007 y, por esta vía, contener el deterioro del escenario macroeconómico. Con todo, conviene recordar que las actuaciones de política monetaria, ya sean convencionales o no convencionales, no permiten resolver las causas últimas que han generado la desconfianza de los inversores y las tensiones en los mercados soberanos y bancarios. Su papel continúa, sin embargo, siendo fundamental para ganar el tiempo necesario para la adopción de las medidas encaminadas a la consolidación de las finanzas públicas, al saneamiento y reestructuración del sector bancario y al refuerzo del marco institucional de gobernanza del área que permitan asegurar la viabilidad a largo plazo del proyecto de integración europeo.

10.1.2013.

## BIBLIOGRAFÍA

- AYUSO, J., y J. L. MALO DE MOLINA (2011). «El papel de los bancos centrales durante la crisis financiera: lecciones para el futuro», *Papeles de la Fundación*, n.º 42, Fundación de Estudios Financieros, Madrid, pp. 49-64.
- CECCHETTI, S. G., R. N. MCCAULEY y P. M. MCGUIRE (2012). *Interpreting TARGET2 balances*, Documento de Trabajo, n.º 393, diciembre, BIS.
- GIANNONE, D., M. LENZA, H. PILL y L. REICHLIN (2012). *The ECB and the Interbank market*, Documento de Trabajo, n.º 1496, noviembre, BCE.
- HERNANDO, I., J. LLOPIS y J. VALLÉS (2012). *Los retos para la política económica en un entorno de tipos de interés próximos a cero*, Documentos Ocasionales, n.º 1207, Banco de España.
- LENZA, M., H. PILL y L. REICHLIN (2010). «Orthodox and Heterodox Monetary Policy», *Economic Policy*, abril, pp. 295-339.
- MALO DE MOLINA, J. L. (2011). «La crisis y las insuficiencias de la arquitectura institucional de la moneda única», *Información Comercial Española*, ICE: *Revista de Economía*, n.º 863, «Euro y crisis económica 2011», pp. 21-34.
- MILLARUELO, A. (2009). «La instrumentación de la política monetaria del Eurosistema y la crisis financiera», *Boletín Económico*, junio, Banco de España.
- SHAMBAUGH, J. C. (2012). «The Euro's Three Crises», *Brookings Papers on Economic Activity*, marzo.

