

TRABAJO FIN DE GRADO EN

Política monetaria del Banco Central Europeo frente a la crisis financiera

Salvador Ferrández Davó 15416649-W

Tutor: Jose Antonio García Martínez

Adaptación a Grado en Administración y Dirección de Empresas (ADE)

Facultad de Ciencias Sociales y Jurídicas de Orihuela

16/06/2015



ÍNDICE

INTRODUCCIÓN.....	1
1. CONSTRUCCIÓN DE LA UNIÓN MONETARIA Y ASPECTOS FUNDAMENTALES DEL BCE	2
1.1 DE SUS INICIOS A LA APARICIÓN DEL BANCO CENTRAL EUROPEO ACTUAL	2
1.2 EL ESTATUS DE INDEPENDENCIA	6
1.3 EL OBJETIVO FUNDAMENTAL: LA ESTABILIDAD EN PRECIOS	8
1.4 LOS INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA.....	12
1.5 COMUNICACIÓN, TRANSPARENCIA Y CREDIBILIDAD DEL BCE	14
2. INICIO DE LA CRISIS FINANCIERA Y SU POSTERIOR DESARROLLO.....	16
2.1 ANTECEDENTES Y CAUSAS DE LA CRISIS FINANCIERA	16
2.2 ¿CÓMO SE TRASLADÓ ESTA CRISIS A EUROPA?	17
2.3 DEFICIENCIAS DEL BCE PARA FRENAR EL DESARROLLO DE LA CRISIS.....	18
3. POLÍTICA MONETARIA APLICADA POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO FRENTE A LA CRISIS	21
3.1 LAS MEDIDAS CONVENCIONALES ADOPTADAS POR EL BCE FRENTE A LA CRISIS	21
3.1.1 <i>Medidas convencionales aplicadas sobre las Operaciones de Mercado Abierto</i>	21
3.1.2 <i>Medidas convencionales aplicadas sobre las Facilidades Permanentes</i>	25
3.1.3 <i>Medidas convencionales aplicadas sobre las Reservas Mínimas</i>	26
3.2 LAS MEDIDAS NO CONVENCIONALES ADOPTADAS POR EL BCE FRENTE A LA CRISIS	26
3.2.1 <i>Primeros dictámenes sobre la articulación de los mecanismos e instrumentos de dotación de liquidez a la economía (2007-2009)</i>	27
3.2.2 <i>Actuaciones sobre el traslado de la crisis financiera a la deuda soberana (2009-2011)</i>	32
3.2.3 <i>Fase sistémica de la crisis deuda soberana y el deterioro del sector financiero (2011-2014)</i>	35
4. ¿OTRA POLÍTICA MONETARIA POR PARTE DEL BCE HUBIERA SIDO VIABLE?.....	41
CONCLUSIONES	44
REFERENCIAS.....	46
ANEXOS.....	50
ANEXO 1.....	50

Introducción

Actualmente aún seguimos experimentando los efectos de la crisis económica y financiera más grave desde el crack de 1929 que ha experimentado la economía mundial. De la misma forma que la crisis del 29, la actual tuvo su origen en EE.UU, trasladándose posteriormente al resto de los estados y economías del mundo, poniendo de manifiesto los errores de la gestión de los bancos centrales más importantes del mundo frente a la crisis.

La puerta de entrada de la crisis en Europa fue Grecia y se fue transmitiendo al resto de los países de Europa. Especialmente fueron afectados los países del sur como Portugal, España y en menor medida Italia. Estos países además de las dificultades añadidas por la crisis, ya presentaban ciertos desequilibrios y venían incubando burbujas en su ciclo económico que terminarían estallando, agravando aún más la situación.

Estos acontecimientos obligaron al BCE a tomar ciertas medidas de política monetaria, unas con instrumentos convencionales, utilizados normalmente para controlar los desajustes de un ciclo económico estable, y o otros no tan convencionales, aplicados ante las dificultades sobrevenidas por la crisis financiera, y así evitar o suavizar los afectos de esta en Europa.

A lo largo de este documento se desarrollará un análisis de las causas y demás factores que influyeron en el desarrollo de la crisis financiera en Europa, las consecuencias de esta y las dificultades que ocasionó en los balances de los estados con el traslado a la economía real.

Primeramente se realizará una introducción sobre el BCE en relación a su creación, desarrollo y demás aspectos de esta institución útiles para entender los siguientes apartados del trabajo.

Posteriormente se expondrán y explicarán con profundidad las medidas de ajuste, anteriormente nombradas, aplicadas por el Banco Central Europeo para paliar los efectos derivados de la crisis en la economía.

Por último, a modo de conclusión, se realiza un análisis crítico sobre las medidas aplicadas y sus efectos reales en la corrección del ciclo económico, además se expondrán algunas posibles medidas que podrían ayudar a solventar la situación actual.

1. Construcción de la unión monetaria y aspectos fundamentales del BCE

Antes de entrar de lleno en el desarrollo de las políticas monetarias del BCE en el periodo turbulento de crisis financiera actual, debemos comprender el funcionamiento y entender los conceptos básicos sobre esta institución. Este primer apartado nos ayudará a entender el por qué y cómo surgió el Banco Central Europeo, además se explicarán los principales pilares sobre los que se asienta esta institución, cosa que nos facilitará más tarde la comprensión y desarrollo de los siguientes apartados de este trabajo.

1.1 De sus inicios a la aparición del Banco Central Europeo Actual

El camino hacia la Unión Europea en materia económica y monetaria tal y como la concebimos hoy en día, comienza en la cumbre de Jefes de Estado y de Gobierno de la Haya en 1969, donde Pierre Werner, como primer ministro de Luxemburgo, confeccionó y expuso un plan para la creación de una unión económica y monetaria. Este plan se recoge en Pérez Bustamante R. y Wrana J. (1999).

El informe en un principio fue recibido con interés y predisposición por el consejo, debido a la ambiciosa visión y beneficios que aportaba este nuevo contexto del futuro Europeo. Pero no todo transcurrió tal y como Pierre deseaba, y es que en los años posteriores a la cumbre de la Haya, debido a la primera crisis del petróleo principalmente, el proyecto Werner quedó apartado a un segundo plano. Para entender todas las dificultades que llevaron al abandono del proyecto Werner tal y como él mismo lo propuso, se puede consultar en Muns Albuixech, J. (1997).

Como es de imaginar por la situación actual en la que vivimos, el plan de Werner de crear una Unión Económica y Monetaria Europea no se abandonó totalmente. Debido a la crisis del petróleo nombrada anteriormente, la integración hasta lo que hoy conocemos como Unión Económica y Monetaria Europea se desarrolló por otros cauces, aunque eso sí, unos cauces mucho más largos y tortuosos de lo que Werner en un principio hubiera imaginado.

Primeramente la Comunidad Económica Europea (CEE), formada por Francia, Italia, Holanda, Bélgica, Alemania y Luxemburgo, y que como se define en uno de sus artículos, fue *“una organización internacional creada mediante la firma del Tratado de Roma el 25 de marzo de 1957 con la finalidad de crear un mercado común con aranceles externos comunes, una política conjunta para la agricultura (PAC), políticas comunes para el movimiento de la mano de obra y los transportes, además de fundar instituciones comunes para el desarrollo económico”*, intentaron llevar a cabo

una unión monetaria durante la década de los setenta. En los mismos años Estados Unidos decidió dejar en libre flotación la convertibilidad del dólar, es decir, que el precio de dicha moneda se regulara de manera autónoma con las leyes de la oferta y la demanda sin intervención alguna de la Reserva federal Estado Unidense, cosa que llevó al abandono de este nuevo objetivo por las significativas dificultades existentes en este nuevo escenario internacional.

Los países de la CEE nombrados anteriormente, junto con Irlanda, Dinamarca y Gran Bretaña, ante esta situación de tipos de cambios fluctuantes y para evitar los problemas de inestabilidad que ocasionaba, crearon la llamada Serpiente Monetaria Europea.

Esta consistía en que el valor de las monedas de los países miembros de la CEE no podían fluctuar más de un 2,25 % con respecto al dólar, ni con respecto al valor de cualquier otra moneda de un país miembro de la Comunidad Económica Europea. Debido a estas elevadas exigencias establecidas por el propio órgano europeo, junto con la crisis del petróleo y los problemas internos ya preexistentes de los estados miembros, desencadenó el fracaso de la Serpiente Europea.

En las décadas posteriores se crea otra institución para intentar estabilizar la situación entre los países miembros de la Comunidad Económica Europea, y así mejorar e impulsar los vínculos financieros y comerciales. Se inicia una nueva etapa con la implantación del Sistema Monetario Europeo (SME) en 1979.

Así mismo, se puede añadir que este nuevo sistema monetario trajo consigo la llamada unidad de cuenta común, también conocida como ECU, por sus siglas en ingles "European Currency Unit", en español Unidad Monetaria Europea. Lacayo Ojeda, M. H. (2000) la define como, "un elemento de referencia del Sistema monetario Europeo e instrumento de pago de deudas de los bancos centrales de los países miembros de la Comunidad Económica Europea", en otras palabras, el ecu consistía en una ponderación media del tipo de cambio de la moneda de cada estado miembro, estableciéndose así un tipo de cambio central para cada moneda¹.

En los años posteriores a la implantación del Sistema Monetario Europeo, la situación de la Comunidad Económica Europea no acabó de ser del todo buena, y es que a mediados de los años 80 estaba estancada en una dura recesión. Para poner fin a esta coyuntura, el presidente

¹ El ECU fue sustituido por el euro el 1 de enero de 1999.

de la Comisión Europea en aquellos años Jacques Delors, impulsa la firma de la conocida como Acta Única, que tal y como se explica en la Web Oficial de la Unión Europea², pretendía que antes del 3 de diciembre de 1992 los países miembros debían suprimir la totalidad de sus barreras económicas, estableciendo así un mercado común, con una total libre circulación tanto de personas y capitales como de bienes y servicios.

Tras este primer paso satisfactorio, entra en vigor el 1 de noviembre de 1993 el Tratado de Maastricht, ratificado posteriormente por cada estado miembro. *“Marca una nueva etapa en la integración europea, ya que permite la puesta en marcha de la integración política. Establece una Unión Europea formada por tres pilares: las Comunidades Europeas (CE), la política exterior y de seguridad común (PESC) y la cooperación policial y judicial en materia penal (JAI). El Tratado establece una ciudadanía europea, refuerza las competencias del Parlamento Europeo y pone en marcha la unión económica y monetaria (UEM)”*. La CEE anterior pasa a denominarse con estos cambios, Unión Europea (UE). Esta información es accesible en la Web Oficial de la Unión Europea³.

Llegados a este punto, después de transcurrir más de dos décadas desde que Pierre Werner, expusiera la idea de confeccionar una unión económica y monetaria europea con las bases y principios que él mismo desarrolló, empieza a tomar forma.

Es importante señalar que poco a poco esta Unión Europea fue creciendo con la continua anexión de países:

- a. Primeramente los países pioneros que iniciaron la Comunidad Económica Europea (CEE), Francia, Italia, Holanda, Bélgica, Alemania y Luxemburgo.
- b. Irlanda, Dinamarca y Gran Bretaña, fueron los siguientes integrantes de la CEE como también veíamos anteriormente.
- c. Grecia en 1981 y España y Portugal en 1986.
- d. Austria, Finlandia y Suecia en 1995, ya como miembros de la Unión Europea.

² Web Oficial de la Unión Europea, apéndice: La construcción europea a través de los tratados, [en línea] [consultado el 12 de marzo de 2015]. URL disponible en: http://europa.eu/legislation_summaries/institutional_affairs/treaties/treaties_singleact_es.htm.

³ Web Oficial de la Unión Europea, apéndice: La construcción europea a través de los tratados, [en línea] [consultado el 12 de marzo de 2015], URL disponible en: http://europa.eu/legislation_summaries/institutional_affairs/treaties/treaties_maastricht_es.htm.

Cabe señalar, que como es sobradamente conocido, no termina aquí la anexión de países, sino que poco a poco la Unión Europea irá creciendo nuevos estados miembros, sobre todo con la entrada del nuevo siglo y la implantación de la moneda única como veremos seguidamente, hasta llegar a los 28 estados que actualmente conforman la Unión Europea.

Podemos considerar la última etapa antes de la creación del Banco Central Europeo, la que se inicia el 1 de Enero de 1994 con la creación del Instituto Monetario Europeo. Esta institución, tal y como explica Ocaña, J.C. (2004), *“se encargó de coordinar, desde su fecha de creación hasta el 1 de enero de 1999, las políticas económicas de los países miembros para conseguir unos objetivos conocidos como criterios de convergencia”*. Estos criterios de convergencia, pueden ampliarse en la propia Web Oficial de la Unión Europea⁴. Consistían en:

- a. La reducción de la inflación, que no debía ser superior en más de 1.5 puntos al promedio de la tasa de los tres países con menor inflación.
- b. Una reducción de los tipos de interés, que no debía ser superior en más de dos puntos de la tasa de interés promedio de los tres países de menor inflación.
- c. Estabilidad de las fluctuaciones de cambio entre las monedas europeas, es decir, la moneda propia del país en cuestión debía permanecer entre los márgenes establecidos por el Sistema Monetario Europeo.
- d. Control del déficit, que no debía ser superior al 3% del PIB del país en cuestión.
- e. Control de la deuda pública que no debía sobrepasar del 60% del PIB.

Estos criterios eran y son, un requisito indispensable de obligado cumplimiento por los países miembros de la Unión económica y monetaria que quisieran adoptar la moneda única, el Euro⁵, y formar parte de lo que posteriormente se llamaría Eurozona o zona euro.

Finalmente un año antes de la entrada del nuevo siglo, concretamente el 1 de enero de 1999, entró en vigor el llamado tratado de Ámsterdam, por el que entre muchas otras normativas fundamentales para establecer una Unión Europea más sólida en todos los aspectos, el actual Banco central Europeo (BCE) tomaba el relevo al Instituto Europeo en materia económica.

⁴ Web Oficial de la Unión Europea, apéndice: Introducción del euro: criterios de convergencia, [en línea] [consultado el 15 de marzo de 2015], URL disponible en: http://europa.eu/legislation_summaries/other/l25014_es.htm.

⁵ El Consejo Europeo reunido en diciembre de 1995 en Madrid, llamó así a la nueva moneda única europea.

En esa misma fecha nació oficialmente el euro como moneda, aunque no fue hasta el 1 de enero de 2002 cuando empezaron a circular las monedas y billetes en los estados miembros. Cabe señalar que los primeros países en adoptar el Euro como moneda común fueron: España, Portugal, Italia, Bélgica, Países Bajos, Luxemburgo, Francia, Alemania, Austria, Irlanda y Finlandia. Más tarde se irían incorporando nuevos países.

Y así se resume perfectamente el proceso de creación de la Unión Europea, después de que Pierre Werner tres décadas atrás tuviera la visión de la Unión Monetaria Europea actual.

Linde Paniagua, E. (2006) argumenta; *“las ideas, las mejores ideas exigen un proceso de maduración que no puede adelantarse ni retrasarse. No es tarea fácil la construcción europea. Los que hacen nuevas propuestas, los pioneros, suelen ser tratados de utópicos, pero pueden ser imprescindibles para desencadenar el debate, aunque cristalice mucho tiempo después y, por otra parte, es necesario que el conjunto de los gobernantes de los estados miembros sean capaces de interpretar correctamente las necesidades de cada tiempo y acierten poniendo en funcionamiento nuevas iniciativas en el tiempo justo”*.

Explicado el proceso que ha llevado a la creación del Banco Central Europeo después de muchas décadas y cambios, podemos profundizar acerca de los conceptos básicos y el funcionamiento de esta institución que hoy día gobierna la política económica y monetaria de la Unión Europea.

1.2 El estatus de independencia

Un aspecto fundamental del BCE es que esta institución se constituye desde un principio como un órgano independiente de la política Europea y de los bancos centrales de los diversos estados miembros. El Banco central Europeo es una institución con un presidente y unos órganos internos que lo gobiernan, son los siguientes:

- a. El comité ejecutivo, formado por el Presidente del BCE, el Vicepresidente y cuatro miembros más, todos elegidos mediante acuerdo por los presidentes de los diferentes países de la Eurozona. Su mandato se establece por ocho años, no renovables.

Este órgano es el encargado de llevar a cabo la política monetaria que establece el Consejo de Gobierno y de dar directrices a los bancos centrales nacionales.

- b. El consejo de gobierno, es el órgano supremo decisor del BCE. Está formado por los seis anteriores miembros del Comité Ejecutivo y por los gobernadores de los bancos centrales de la zona euro. Su cometido es definir la política en todos sus aspectos.
- c. El Consejo General es el tercer y último organismo del BCE. es un órgano orientado a trabajar con los países que en un futuro formarán parte de la Eurozona, debido a que no todos los Estados miembros de la Unión Europea han adoptado aún el euro.

Está formado por el Consejo de Gobierno más los gobernantes de los Bancos Centrales de estos países.

En definitiva todos ellos tratan de establecer y llevar a cabo unas políticas para alcanzar unos objetivos económicos independientes de la ocurrencia o interés de político de un país en particular, esto es fundamental y tiene un objetivo claro.

Existen numerosos argumentos teóricos y sobrados ejemplos empíricos ocurridos a lo largo de la historia, que han demostrado que esta condición de independencia de los bancos centrales con respecto al vínculo político mejoran significativamente los resultados de sus políticas, además de la credibilidad de estos.

Es de destacar este último concepto de credibilidad del BCE, ya que juntos ayudan a mantener la inflación bajo control, evitando así prácticas comunes como la monetización de la deuda⁶. Como decía González Páramo, J.M. (2005), *“contribuyendo, de esta forma, al logro de los objetivos de la política económica marcados por el BCE, como el mantenimiento de un crecimiento sostenido y un alto nivel de empleo”*, centrándose y estableciendo como objetivo principal la estabilidad de los precios que explicamos a continuación.

De la misma forma González Páramo añade que el Banco Central Europeo ha de estar acompañado de la aplicación rigurosa de unas normas de control que le otorgan transparencia, rindiendo cuentas de sus decisiones ante los ciudadanos y sus representantes. Así el BCE opera bajo una disciplina que asegura que desempeñe sus funciones de acuerdo con su mandato.

⁶ La monetización de la deuda consiste en financiar la deuda con la emisión de dinero, esto ocurría anteriormente en muchos países europeos con sus respectivos bancos centrales sometidos a la política, ocasionando en muchas ocasiones problemas inflacionarios.

1.3 El objetivo fundamental: la estabilidad en precios

Otro pilar fundamental que rige la política monetaria del BCE desde sus inicios y que queda recogido en el tratado de la Unión Europea, concretamente en su artículo 105.1, es el que establece como objetivo primordial y prioritario del Banco Central Europeo el mantener la estabilidad de precios en la zona euro.

Este aspecto, como ocurría con el estatus de independencia de esta misma institución, tiene una razón fundamentada tanto en el ámbito teórico como en la experiencia acumulada, y es que es sobradamente conocido que altas tasas de inflación tiene consecuencias muy negativas sobre el empleo y el crecimiento de una economía en general.

Un caso extremo de las consecuencias que pueden llegar a derivar de esto, es el ocurrido en Alemania entre los años 1921 y 1923 tras la primera guerra mundial.

Algunos de los vencedores de esta contienda como Francia y Gran Bretaña impusieron a Alemania el pago de las reparaciones de guerra. La derrotada Alemania ante esta situación y su incapacidad para generar riqueza como para afrontar el pago de la deuda, optó por la impresión de dinero. El aumento del circulante entre la población fue tal que su moneda empezó a devaluarse, sus consecuencias fueron diversas y muy perjudiciales para el país, como por ejemplo el aumento de los precios, de los tipos de interés, modificaciones del tipo de cambio y abandono de la moneda como unidad de intercambio. Es este caso hablamos de un proceso de hiperinflación, es decir, una inflación mayor de 50% al mes.

En cambio en una economía con una situación de estabilidad en precios sin grandes fluctuaciones bruscas de este índice en un periodo de tiempo relativamente corto, contribuye al:

- a. Crecimiento del bienestar social.
- b. Sostenimiento del desarrollo económico y el empleo.

Estos últimos conceptos forman parte también de los objetivos que el BCE pretende alcanzar, aunque vienen condicionados por el principal, es decir, la estabilidad en precios, por ello siempre son secundarios y condicionados al cumplimiento del primero.

En el apéndice funciones de la web del BCE aparece esta misma anterior aclaración con las siguientes palabras: *“La Unión Europea tiene múltiples objetivos (artículo 3 del Tratado de la Unión Europea), entre los que se incluyen el desarrollo sostenible de Europa basado en un crecimiento económico equilibrado y en la estabilidad de los precios, y una economía social de mercado*

altamente competitiva, tendente al pleno empleo y al progreso social. En consecuencia, la estabilidad de precios no solo es el objetivo principal de la política monetaria del BCE, sino que constituye uno de los objetivos de la Unión Europea en su conjunto. Así, el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea y el Tratado de la Unión Europea definen una jerarquía de objetivos para el Eurosistema, y en ellos se especifica que la estabilidad de precios es la contribución más importante que la política monetaria puede aportar para lograr un entorno económico favorable y un elevado nivel de empleo”.

Hecho este inciso hay que aclarar que entiende el BCE por estabilidad en precios, y es que en la ley este concepto es algo ambiguo. Como explica González Páramo, José Manuel (2005), *“el Banco Central Europeo publicó una definición cuantitativa de estabilidad de precios como «un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) inferior al 2 por 100 para el conjunto de la zona del euro». Con posterioridad, el Consejo de Gobierno del BCE aclaró este objetivo, explicando que se propone mantener las tasas de inflación «en un nivel inferior, aunque próximo, al 2 por 100 a medio plazo»”.*

Es conveniente explicar algunos de los elementos que aparecen en la definición anterior:

- a. La evaluación de la estabilidad en precios por parte del BCE toma en consideración las condiciones de la totalidad de los países que componen la zona euro y no solo la de los países más influyentes o con más peso.
- b. El BCE eligió como instrumento de medición de la estabilidad de precios, el Índice Armonizado de Precios de Consumo o IAPC por sus siglas. La elección de este método no es fruto de la casualidad o de una simple preferencia por este método, sino que el BCE lo eligió debido a que este presenta ciertas ventajas en materia de transparencia, haciendo aún más patente su compromiso con la independencia de este con respecto a la política.

El IAPC es el único índice capaz de representar fidedignamente los precios armonizados de una cesta típica de bienes y servicios adquiridos por los hogares de un país en cuestión con la de los diferentes países que componen la zona euro.

- c. Por último, es interesante explicar los motivos más destacables del por qué del límite impuesto, aunque bastante pequeño, positivo a la tasa de inflación:
 - i. Por una parte es un instrumento para evitar situaciones de deflación y las consecuencias negativas que se pueden derivar de ello, ya que siempre se pretende y se controla para que resulte, aunque sea mínimo, un incremento en el nivel de precios.

Elevadas tasas de paro, recortes en inversiones, disminución de consumo, estancamiento e incluso decrecimiento de la actividad económica o el aumento de la deuda son algunos ejemplos de las consecuencias de un proceso de grave deflación que podrían llevar al fracaso de las políticas del Banco Central Europeo, así como de sus propios objetivos.

- ii. Se configura como un instrumento de precaución ante posibles errores en el cálculo del Índice Armonizado de Precios al Consumo (IAPC), así por ejemplo la inflación medida en la eurozona por el IAPC en un año t pudiera resultar errónea como consecuencia de un sesgo en su cálculo y que la inflación real fuera superior. Esto es común debido a las dificultades para incluir sin demora los cambios en las preferencias de consumo del mercado en el IAPC.

En la zona euro este error resulta difícil de evaluar como consecuencia de la cantidad de factores que pueden distorsionar su cálculo, aunque se presupone bastante reducido debido a la labor de actualización y comprobación continua que realiza el Eurostat⁷ en el IAPC.

Existen bastantes más motivos por los que el BCE impone este límite a la tasa de inflación, aunque en definitiva todos están orientados a evitar que algunos de los países pertenecientes al club europeo alcancen tasas de inflación negativas y evitar las consecuencias que se pueden derivar de ello.

En teoría, entender los mecanismos de control y los objetivos del Banco Central Europeo en materia de precios en la eurozona es bastante sencillo, pero en la práctica este control resulta mucho más complicado.

Veamos algunos ejemplos gráficos de la evolución del IAPC en la realidad:

En la Figura 1 podemos observar claramente que el límite impuesto no se ha cumplido siempre. A partir de año 2000, como podemos observar, se sobrepasa claramente el límite del 2% fijado por el Banco Central Europeo.

Esto fundamentalmente se debe, como bien explica la OCDE (2002), *“en parte, a una serie de episodios adversos: en 2000, los precios del petróleo se dispararon y las importaciones se*

⁷ La Oficina Europea de Estadística (Eurostat), es la oficina estadística de la Comisión Europea, esta produce datos sobre la Unión Europea y promueve la armonización de los métodos estadísticos de los estados miembros.

encarecieron como consecuencia de la caída del euro; posteriormente, durante parte de 2001 y también a principios de 2002, los precios de los productos alimentarios sufrieron fuertes aumentos”.



Figura 1.

Fuente: Global-Rates: Inflación Europa IPCA; Gráficos-Datos históricos de la inflación armonizada (2015).

Hasta el año 2007 la inflación en la zona euro fluctúa con cierta estabilidad entre el 2% y el 3%, en estos años se incubaba la burbuja financiera que dará paso a la actual crisis económica en la que aún estamos inmersos.

Entre los años 2007-2008, años de estallido de la crisis financiera, se establece una inflación algunas decimas por debajo del 2%, a partir de este momento y durante un año aproximadamente el índice IAPC inicia una escalada hasta los 4 puntos porcentuales. Se inician



Figura 2.

Fuente: Global-Rates: Inflación Europa IPCA; Gráficos-Datos históricos de la inflación armonizada (2015).

entonces unos procesos de estabilizadores por el BCE, que posteriormente explicaremos.

Así se entra en una etapa convulsa de grandes fluctuaciones hasta aproximadamente el año 2013, cuando parece que la inflación queda de nuevo controlada, esta vez sí, por debajo del límite del 2% como podemos observar más detalladamente en el gráfico de la evolución del índice IPCA del año 2014 de la Figura 2.

1.4 Los instrumentos de política monetaria

Ya hemos hablado de que el control y la estabilidad de precios del banco central es uno de sus objetivos principales y uno de los pilares en los que se fundamenta esta institución, expliquemos brevemente qué instrumentos de política monetaria se suele emplear para ello y regular así el efectivo circulante que en definitiva es el instrumento que el BCE puede controlar.

En la web oficial del Banco de España se recogen estos instrumentos y procedimientos de control monetario que el BCE utiliza en función de las preferencias y la situación del mercado:

a. Operaciones de mercado abierto.

Permiten controlar los tipos de interés, gestionar la situación de liquidez del mercado y orientar la política monetaria.

Se dividen en cuatro categorías:

i. Operaciones principales de financiación.

Son operaciones temporales de inyección de liquidez de carácter regular, periodicidad semanal y vencimiento a una semana que ejecutan los bancos centrales nacionales mediante subastas estándar. Son la principal fuente de financiación del sistema crediticio dentro del marco del Eurosistema.

ii. Operaciones de financiación a plazo más largo.

Son operaciones temporales de inyección de liquidez de periodicidad mensual y vencimiento a tres meses que ejecutan los bancos centrales nacionales mediante subastas estándar. Su objetivo es proporcionar financiación adicional a plazo más largo a las entidades de contrapartida.

iii. Operaciones de ajuste.

Se ejecutan de forma *ad hoc* para gestionar la situación de liquidez del mercado y suavizar los efectos que las fluctuaciones inesperadas de liquidez en el mercado causan sobre los tipos de interés. Los bancos centrales nacionales realizan normalmente estas operaciones mediante subastas rápidas o procedimientos bilaterales.

iv. Operaciones estructurales.

Se llevan a cabo siempre que el BCE desea ajustar la posición estructural del Eurosistema frente al sector financiero (con periodicidad o no). Se llevan a cabo mediante la emisión de certificados de deuda, operaciones temporales u operaciones simples.

b. Facilidades permanentes.

Su objeto es proporcionar y absorber liquidez y controlar los tipos de interés del mercado a un día. Son gestionadas por parte de los bancos centrales nacionales de forma descentralizada. Las entidades que operan con el Eurosistema pueden recurrir por iniciativa propia a dos tipos de facilidades permanentes:

i. La facilidad marginal de crédito.

Permite a las entidades obtener liquidez a un día de los bancos centrales nacionales contra activos de garantía. Salvo el requisito de presentar activos de garantía suficientes, no suelen existir límites de crédito ni otras restricciones a fin de que las entidades puedan gozar de esta facilidad.

El tipo de interés de la facilidad marginal de crédito constituye normalmente un límite superior para el tipo de interés de mercado a un día.

ii. La facilidad de depósito.

Permite a las entidades realizar depósitos a un día en los bancos centrales nacionales. No suelen existir límites para estos depósitos ni otras restricciones a fin de que las entidades puedan gozar de esta facilidad. El tipo de interés de la

facilidad de depósito constituye normalmente un límite inferior para el tipo de interés de mercado a un día.

c. Mantenimiento de unas reservas mínimas.

Se aplica a las entidades de crédito de la zona del euro. Su objeto es estabilizar los tipos de interés del mercado monetario y crear (o aumentar) el déficit estructural de liquidez. Sus principales características son:

- i. Se determinan en relación con algunas partidas de su balance.
- ii. Se determinan en función del nivel medio de reservas diarias durante un período de mantenimiento de un mes.
- iii. Se remuneran al tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Euro sistema.

Para acabar en lo referente a la estabilidad de precios del Banco Central Europeo, añadir que este objetivo, no está definido en el tiempo, es decir, no hay una definida de antemano una fecha para valorar si los objetivos se han logrado o no, si no que estos objetivos están definidos en el largo plazo y sus políticas están concebidas de esta forma. Esto es lógico debido a que estos procesos necesitan décadas para valorar si las tendencias de un sistema económico cambian.

1.5 Comunicación, transparencia y credibilidad del BCE

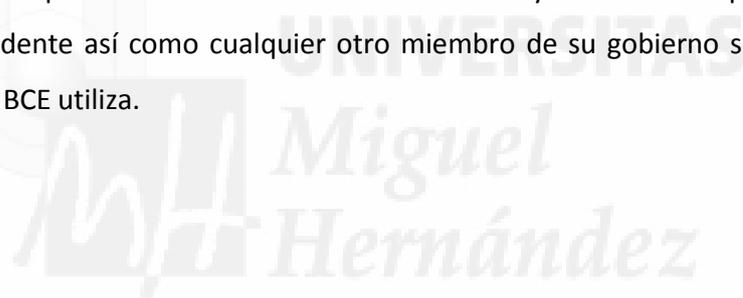
Las tecnologías de la comunicación tienen mucha que ver hoy día en el funcionamiento del BCE a diferencia como ocurría hace años, y es que los medios de comunicación actuales pueden transmitir los anuncios, las medidas o el rumbo de las decisiones por ejemplo, de la futura política monetaria que pueda adoptar un banco central concreto inmediatamente después de hacerse pública esta decisión. Así los responsables de los demás países o bancos centrales pueden anticipar o tomar medidas considerando dicha información. Esto va íntimamente ligado con el concepto de transparencia que explicamos a continuación.

La mayoría de los bancos centrales del mundo, al menos los más importantes, hoy día conceden mucha importancia al concepto de transparencia, ya que esta influye muy significativamente en la eficacia de las medidas económicas y monetarias que adopte el banco central en concreto,

además como explicábamos anteriormente en el apartado de 1.2, tiene una relación directa con el concepto de credibilidad.

Juntos conforman un aspecto importante para el Banco Central Europeo ya que influyen en su forma de actuar y la forma en que los mercados responden. La experiencia ha probado sobradamente que un banco central con credibilidad al anunciar anticipadamente las medidas económicas que aplicará, lleva a los mercados a actuar en consecuencia y en la dirección de estas incluso antes de haberse aplicado. Así que el BCE debe medir muy acertadamente todos sus anuncios y los tiempos en los que los aplica para no perjudicar su credibilidad, que en definitiva, conforma un instrumento más que tiene a su alcance para controlar la política económica y monetaria. Por este motivo se han elaborado unos instrumentos y procedimientos de comunicación.

Las conferencias de prensa tras adoptar medidas económicas y monetarias explicando los motivos de estas, comunicados del presidente del BCE, publicación de estas informaciones en su propia web oficial, la publicación de su Boletín Mensual y entrevistas que conceden su presidente, vicepresidente así como cualquier otro miembro de su gobierno son instrumentos muy comunes que el BCE utiliza.



2. Inicio de la crisis financiera y su posterior desarrollo

Una vez explicados los instrumentos y razones por los que la política monetaria Europea se rige, desarrollaremos las condiciones que dieron lugar a la crisis y cómo esta se ha desarrollado en los años posteriores a su inicio.

Este punto es fundamental para entender posteriormente las medidas de política monetaria que el Banco Central Europeo ha tomado para estabilizar el ciclo económico y hacer frente a la crisis.

2.1 Antecedentes y causas de la crisis financiera

Como bien relata Peláez Rodríguez, E. (2011), todo empezó tras la crisis tecnológica de comienzos del siglo XXI. Los capitales empezaron a invertirse en bienes inmuebles debido a que los tipos de interés existentes en aquellos años eran muy bajos y apenas proporcionaban rentabilidad por mantenerlos en depósitos u otras operaciones similares. Como es lógico el aumento de la demanda de dichos bienes conllevó el aumento de los precios de los mismos así como el montante de las hipotecas concedidas sobre ellos. Con un interés tan bajo en el mercado, los bancos vieron reducida su rentabilidad sobre los préstamos que habían concedido, de manera que la concesión de hipotecas a clientes sin apenas recursos, las conocidas como hipotecas subprime o hipotecas basura, se disparó con el objetivo de mantener la rentabilidad sus balances.

El punto de inflexión se produce en 2004 cuando la Reserva Federal Americana (el banco central de Estados Unidos) sube los tipos de interés para controlar la inflación que se había disparado por esta misma situación. A consecuencia de esta medida el precio de las viviendas y las ventas empiezan a descender, además los impagos de hipotecas, debido al incremento de los tipos de interés que elevaba la cuantía de las cuotas mensuales, se incrementan preocupantemente. Muchas entidades hipotecarias de Estados Unidos empiezan a quebrar y esto se traduce en pérdidas de los índices bursátiles de todo el país que empiezan a notar la incertidumbre y la desconfianza en el mercado.

El considerado cuarto banco de inversiones con más importancia de Estados Unidos, Lehman Brothers quebró, desatando definitivamente la crisis y la alarma en otros bancos e inversores. Y es que debido a esta situación, las demás entidades crediticias e inversores extremaron las precauciones restringiendo el crédito, incluso reduciendo las operaciones comerciales y financieras entre ellas mismas, dificultando y agravando aún más la situación.

2.2 ¿Cómo se trasladó esta crisis a Europa?

Los bancos europeos habían invertido enormes cantidades de dinero en activos provenientes de fondos hipotecarios estadounidense y como consecuencia sufrieron un duro golpe por la traslación de esta situación a sus balances. Los gobiernos de la mayoría de países que integran la Unión Europea como Francia, Irlanda, Países Bajos, Dinamarca, Alemania y Bélgica entre otros, en un intento de impedir la quiebra de algunos bancos acudieron en su ayuda.

El daño en el sistema era demasiado profundo y el coste del rescate resultó ser muy elevado para los países afectados y para la Unión Europea en general, tanto que en Irlanda, casi provocó la quiebra del mercado financiero hasta que finalmente intervino la UE con ayuda financiera.

A partir del año 2008 se empiezan a denotar importantes cambios en los índices macroeconómicos de los países Europeos y de Estados Unidos fundamentalmente. Algunos importantes organismos del ámbito económico internacional como el FMI y el Banco Mundial empiezan a hablar de recesión a nivel mundial, y es que en los índices de estos países afectados por la crisis del sector financiero se observa claramente:

- a. Una disminución sustancial del consumo y de la producción de bienes y servicios de las empresas.
- b. Un aumento de las tasas de desempleo, en algunos países del sur de Europa como España, Portugal o Grecia preocupantemente altas.
- c. Una reducción de la inversión, tanto en el ámbito público como en el privado.
- d. Una disminución en el margen de beneficio neto de las empresas.
- e. Una reducción de la inflación, derivada de la menor demanda de bienes y servicios que a su vez viene relacionada con el mayor desempleo.

Convirtiéndose en toda regla en una crisis económica para los estados.

En 2009, tras dos trimestres consecutivos de pérdidas del producto nacional bruto total de los estados miembros de la Unión Europea se considera que esta entra oficialmente en recesión.

Los gobiernos Europeos que anteriormente se habían acostumbrado a pedir prestado al sistema financiero anualmente grandes cantidades de dinero sin encontrar ninguna dificultad para financiar sus políticas y presupuestos, habían acumulado durante años enormes déficits públicos.

Esto se debió entre otras cosas, a que con la integración de la Unión Europea a partir del nuevo siglo, muchos países eran mucho menos competitivos que otros de su entorno, lo que favorecía esta práctica para intentar situarse a la par de estos en los indicadores macroeconómicos y con ese mismo objetivo realizar las reformas requeridas.

Ahora se encontraron con que esta situación había cambiado, de manera que se vieron en serias dificultades no solo para financiar sus nuevos presupuestos sino para devolver el montante y los intereses por el déficit acumulado en años anteriores.

Además otros países iban acumulando otros desequilibrios que acabarían uniéndose a la inestabilidad que provocaba la situación proveniente de EE.UU, complicando mucho la situación de estos y de los de su entorno. Un ejemplo es el de España, uno de los más notables de la UE por el tamaño de su economía. En este país los sucesivos gobiernos habían permitido e incluso incentivado directa e indirectamente mediante deducciones en el IRPF o ayudas por compra de vivienda por ejemplo, el desarrollo de una burbuja inmobiliaria. Como bien sabemos las economías de muchos de los estados de la UE se encuentran aún con serias dificultades económicas, con unas altas tasas de endeudamiento y déficits anuales, altas tasas de paro etcétera.

Lo que se inició como una crisis financiera evolucionó pasando a convertirse posteriormente en una crisis económica y casi simultáneamente, para complicar aún más la situación macroeconómica europea, una crisis de la deuda soberana.

En la Web de la Comisión Europea sobre asuntos Económicos y Financieros se puede ampliar esta información.

2.3 Deficiencias del BCE para frenar el desarrollo de la crisis

La crisis destapó las deficiencias del sistema económico de la UE, y es que los mecanismos establecidos por el Banco Central Europeo no parecían haber sido suficientemente rigurosos o haber funcionado con eficacia para atajar o prevenir esta situación.

No es difícil identificar, y así mismo las recoge la misma comisión europea, BCE (2011_a), las deficiencias que propiciaron el desarrollo de la crisis, veámoslos brevemente:

a. Escasa importancia de los déficits públicos y la deuda.

Anteriormente a la crisis financiera, la unión europea no había puesto suficiente atención en la vigilancia de los déficits de los presupuestos públicos anuales de los países miembros, de la misma forma tampoco en el nivel de la deuda pública. Debido a la buena situación económica no eran de especial preocupación para el BCE los déficits y la acumulación de deuda por parte de algunos estados. Esto llevó a que algunos países que no respetaban las exigencias impuestas por el Banco Central Europeo en materia de control de estos indicadores, mantuvieran déficits durante años ante la pasividad de este.

Junto a esto, con el estallido de la crisis el sistema de financiación propia de los estados, es decir, mediante impuestos, fue tan afectado por el traslado de la crisis financiera a la economía real que en pocos años la mayoría de los países de la UE aumentaron su deuda pública hasta niveles casi insostenibles.

La consecuencia de esto es que en la actualidad se hace un seguimiento más estricto de estos indicadores, otorgándoles mucha más importancia de lo que la tenía antes.

b. Escasa supervisión de la competitividad y los desequilibrios macroeconómicos.

No se prestó la suficiente atención a las tareas que conllevaban la vigilancia del proceso de aumento del crédito financiero y la competitividad de las economías de la Unión Europea. Esto conllevó la acumulación de deuda del sector privado hasta puntos excesivamente peligrosos para el sector, lo que desembocó en la debilidad de las entidades financieras, agravando la situación macroeconómica de la UE que en parte ellas mismas habían propiciado con la inflación del mercado de la vivienda.

c. Deficiente control de la observancia.

Los mismos estados de la Unión Europea no prestaron la suficiente importancia al control y el cumplimiento de las normas que regulan el mercado de la zona Euro, incluso hoy día sabemos que países como Grecia falsificaron sus cuentas y demás indicadores macroeconómicos para aparentar mayor estabilidad económica de la que realmente el país disfrutaba. De esta forma, como es lógico se necesitaba un mecanismo sancionador más estricto, serio y creíble.

d. Retrasos internos de los organismos reguladores y sancionadores.

Con bastante frecuencia, la complicada operativa interna institucional, lleva a retrasar la adopción de decisiones con respecto a un tema o tarea determinada, agravando aún más la situación si cabe. Esto no fue una excepción en el BCE.

e. Financiación de emergencia frente a la crisis y su retraso interno en la solución.

La Unión Europea aún no había vivido una crisis económica y financiera tal y como se estaba desarrollando esta, de manera que cuando se puso de manifiesto no existía ningún mecanismo de apoyo financiero a los países de la Eurozona que se encontraran en momentos de dificultades financieras.

La ayuda financiera era especialmente necesaria, no solo para hacer frente a las dificultades de los países más comprometidos por esta situación, sino también para evitar que los problemas, que iban acumulándose, se contagiaran y afectaran a otros países agravando la situación.

Una vez vistas las deficiencias en las que incurrieron los diferentes organismos encargados de la gestión de la política monetaria, es mucho más sencillo entender el por qué el Banco Central Europeo se vio en la obligación elaborar y adoptar un plan de acción, con el fin de atajar los dañinos efectos que se desarrollaban con rapidez poniendo en riesgo la estabilidad y continuidad de la Unión Europea.

3. Política monetaria aplicada por el Banco Central Europeo frente a la crisis

Analizaremos primeramente las medidas de la primera fase de contingencia sobre la crisis económica y financiera que adoptó el Banco Central Europeo, son las conocidas como medidas convencionales. Estas están basadas en la utilización de los mecanismos comunes que el BCE posee ante posibles dificultades o inestabilidades económicas. Seguidamente se desarrollará la segunda fase en la que se aplican las llamadas medidas no convencionales, es decir, aquellas que se han aplicado y desarrollado extraordinariamente ante la crisis que estamos experimentando.

3.1 Las medidas convencionales adoptadas por el BCE frente a la crisis

El Banco Central Europeo para conseguir el objetivo principal de estabilidad en precios en las condiciones normales de un ciclo económico estable, utiliza una serie de instrumentos comunes en política monetaria conocidos como medidas convencionales. Estos se introducían anteriormente de manera que no se va a profundizar en definirlos, si no en explicar su evolución y afectación en la forma en que han ayudado a la solución de la crisis, son:

- a. Operaciones de mercado abierto
- b. Facilidades permanentes
- c. Reservas mínimas

3.1.1 Medidas convencionales aplicadas sobre las Operaciones de Mercado Abierto

En la primera fase de reorientación del ciclo económico, las primeras medidas se orientan sobre las operaciones de mercado abierto, Hernando, I., Llopis J. y Vallés J (2012). Estas son usadas por el BCE para proporcionar a las entidades financieras y de crédito liquidez en un determinado periodo de tiempo preestablecido, siempre claro está, a cambio de que la entidad sujeta le ceda un determinado activo financiero como aval. Como sabemos dentro de esta primera clasificación destacan las operaciones principales de financiación, debido a que son estas las que proporcionan el mayor porcentaje de liquidez del sistema financiero, respecto a los demás instrumentos.

De estas operaciones deriva el tipo de interés oficial de la política monetaria, a través de unas subastas estándar en las que pueden participar todas las entidades independientemente de su nivel de importancia en el sector, con vencimiento y asiduidad semanal.

Anteriormente a la crisis, estas subastas, se llevaban a cabo a un tipo de interés variable, es decir, el Banco Central Europeo comunicaba a las entidades financieras participantes el tipo mínimo al que iba a prestar el dinero, y estas pujaban comunicando por el tipo de interés al que pretendían adquirir una determinada cantidad de liquidez. Este sistema regulador era el utilizado por el BCE, anteriormente al año 2008, para mantener una determinada cantidad de dinero en circulación y así orientar y mantener los tipos de interés del mercado a corto plazo hacia el nivel mínimo considerando las pujas del sector interbancario. De esta forma se distribuía el circulante entre las entidades financieras, logrando que estas alcanzaran las reservas mínimas exigidas por el mismo BCE, asegurando la estabilidad del sistema financiero y económico en su totalidad.

Con la llegada de la inestabilidad sobrevenida con la crisis financiera, este sistema acabaría ocasionando problemas en el funcionamiento del mercado monetario, poniendo de manifiesto que el antiguo método de subastas, basado en el tipo de interés y liquidez agregada, no cumplía eficientemente con su función tal y como lo había hecho hasta la fecha.

A finales del año 2008, cuando la inestabilidad ocasionó más problemas en el sector, quedó claro que el tipo de interés al que se financiaba el mercado interbancario ya no dependía únicamente de los factores explicados, si no que a estos se añadía la influencia de la distribución del capital entre las entidades financieras, de la cantidad inyectada y futuras perspectivas por parte del Banco Central Europeo. La consecuencia de todo este proceso es que tuvo que modificar el método y el tipo de subastas para evitar los problemas que se iban agravando con la utilización de este método y asumió el papel de intermediador bancario para asegurar una correcta redistribución del capital.

Con los cambios operativos introducidos, que posteriormente desarrollaremos, el Banco Central Europeo establece el actual interés oficial de la eurozona. Colomo, C. (2013) argumenta: “este nuevo método es fundamental para la estabilidad ya que es el tipo de interés de referencia para la fijación del coste aplicado a los préstamos que los bancos conceden a los hogares y empresas, afectando a sus decisiones de consumo, ahorro e inversión. Estas decisiones determinan la producción y la demanda de una economía y por tanto, los precios”.

Una vez explicado el funcionamiento y las modificaciones por las que pasó este índice, analicemos su evolución con la crisis financiera.



Figura 3.

Fuente: Global-Rates: Tipo REFI del BCE - intereses del banco central europeo, Gráfico: Gráfico Interés europeo BCE - tipos de interés largo plazo (2015).

Como podemos observar en el gráfico de la figura 3, aproximadamente entre mediados del año 2007 a prácticamente el cuarto trimestre del año 2008, el BCE elevó los tipos de interés en 25 puntos básicos, llegando a situar el índice en el 4,25% aproximadamente. Según el propio BCE esta decisión fue tomada por la aparición de presiones inflacionistas. Entre finales de 2008 y el primer trimestre de 2009, es notable, y así se puede observar claramente en el gráfico anterior, que en apenas unos meses dio un giro de 360 grados en la política monetaria. Se observa la reducción de los tipos de interés oficiales a cuotas nunca antes observadas. El tipo de interés de las operaciones de mercado abierto se redujo hasta alcanzar el 1%, manteniéndose inalterado en esta cifra prácticamente durante los dos años siguientes. Sin embargo podemos observar unos ligeros incrementos en el segundo semestre del año 2011 situándose en torno al 1,50%, estos pueden explicarse, como decíamos, por el objetivo de evitar los riesgos inflacionarios sobre IPCA que pudieran ir surgiendo.

Con el paso de los meses los problemas no menguaban, ocasionando nerviosismos y rigideces en los mercados financieros. Además las presiones inflacionistas no ayudaban, cundió la desconfianza en el sector produciendo una escasez de crédito entre las entidades de financiación.

Como respuesta se observan dos nuevas actuaciones por parte del BCE, reduciendo el tipo de interés en los últimos meses de 2011 en 25 puntos básicos, retornando el índice al 1% después de los dos puntales incrementos producidos.

Mario Draghi, presidente del Banco central Europeo actualmente, impulsa dos nuevas rebajas del tipo de interés, exactamente en julio de 2012 se produce la primera actuación. Rebaja el tipo de interés del 1% al 0,75% con el objetivo de incentivar el crédito al sector privado, es decir, tanto a empresas como familias, y así reactivar la demanda y con ella el crecimiento ante la previsión de una notable caída de la inflación. Según el histórico de este índice del Banco Central Europeo se vuelven a producir dos nuevas rebajas en mayo y noviembre del año 2013, situando el tipo de interés en el 0,25%, un mínimo histórico de este índice hasta la fecha.

Los riesgos reales de deflación de la eurozona y la notable previsión de un bajo crecimiento o incluso de crecimiento plano llevaron a estas decisiones, con ellas se intento mantener una inflación constante durante un periodo de tiempo considerable y depreciar el euro para incentivar las exportaciones ya que se encontraba muy alto con respecto a otras monedas, especialmente el dólar.

Esta tendencia no cambiaría con la entrada del año 2014. La inflación de nuevo experimentaría sucesivas caídas, preocupando aún más si cabe a los mercados. De nuevo se decreta por parte del BCE una nueva caída del tipo de interés hasta situarlo en el 0,15%, muchos economistas e instituciones preveían una bajada aún mayor en estas fechas, hasta el 0,10% concretamente. El motivo de no tomar esta decisión en contra de lo que muchos esperaban, era asegurarse un margen de maniobra ante la posibilidad de que hubiera que aplicar nuevas bajadas en el futuro en este índice ante posibles dificultades aún mayores.

Cosa que ocurrió por última vez en septiembre del 2014, como podemos observar en la tabla 1⁸, hasta situar el tipo de interés en el mínimo histórico del 0,05%.

Estas sucesivas modificaciones tenían un objetivo claro, modificar el tipo de interés al que el Banco Central Europeo presta dinero a los bancos y así orientar la política monetaria influyendo en las variables macroeconómicas como en el precio oficial del dinero, inflación, demanda, etcétera, intentando mejorar la situación de crisis.

⁸ En la tabla 1, están reflejadas detalladamente todas las fechas de las modificaciones por parte del BCE en el tipo de interés explicado en los párrafos anteriores.

Por otra parte, las continuas bajadas de interés denotan a su vez la ineficacia de esta política, ya que de surgir efectos no serían tan recurrentes estas acciones.

Cambios del tipo de Interés del BCE	
07/05/2009	1,000%
07/04/2011	1,250%
07/07/2011	1,500%
03/11/2011	1,250%
08/12/2011	1,000%
05/07/2012	0,750%
02/05/2013	0,500%
07/11/2013	0,250%
05/06/2014	0,150%
04/09/2014	0,050%

Tabla 1.

Fuente: Euribor-rates.eu: BCE, Gráfico: Evolución Del Tipo De Interés Del BCE (2015).

3.1.2 Medidas convencionales aplicadas sobre las Facilidades Permanentes

En segundo lugar, se establecen medidas en las facilidades marginales de crédito y de depósito (facilidades permanentes). Recordamos que son aquellos instrumentos que facilitan y retiran liquidez a un día, controlando así los tipos de interés y mermando su volatilidad.

En los previos y primeros años a la crisis (2007 y 2008) los tipos de interés de las facilidades permanentes siempre giraron en torno al 1%, por debajo del tipo de interés oficial del BCE. Con el inicio de la inestabilidad financiera el BCE decidió bajar este margen al 0,25%, a partir de ese momento a medida que bajaba el tipo de interés oficial este margen también lo hacía, hasta llegar al 0%, esto afectaba directamente a los bancos pasando a no obtener ninguna rentabilidad por mantener su dinero en depósitos del BCE.

Aunque no fue hasta el 5 de junio de 2014 cuando se toma por parte del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo, la medida más drástica adoptada por el BCE en este aspecto. Se establecen tipos de interés negativos en las facilidades marginales de depósito, concretamente fijándolo en el -0,10%, exigiendo así intereses a los bancos por mantener su dinero en depósitos del BCE.

Esto que es algo insólito y nunca visto hasta la fecha, tenía un claro objetivo y así lo manifestó Mario Draghi, las entidades financieras debían hacer circular el crédito y así conseguir que las medidas aplicadas en la política monetaria tuvieran un impacto real en la economía.

3.1.3 Medidas convencionales aplicadas sobre las Reservas Mínimas

El último instrumento monetario sobre el que el BCE pudo pero no aplicó medidas por el momento, fue sobre las reservas mínimas que deben mantener los bancos del Eurosistema. Este límite anteriormente a la crisis el BCE lo establecía en un 2% de los pasivos computables en un mes. El fin era controlar el interés al que se prestan los bancos el capital, es decir, el interés interbancario, controlando así las oscilaciones de liquidez diarias. Con la crisis se requería poner más dinero en circulación en el mercado para afectar sobre otros instrumentos macroeconómicos influenciados con estas medidas, de manera que, el BCE rebajó estas exigencias para que las entidades financieras optaran por hacer circular el crédito.

Esta información se ampliará con más detalle en el apartado *d.* de la sección 3.2.3, ya que aunque en un principio forman parte de los instrumentos convencionales se introdujeron dentro de un paquete de medidas no convencionales.

Una vez explicadas las primeras, se desarrollarán las siguientes medidas, las medidas no convencionales.

3.2 Las medidas no convencionales adoptadas por el BCE frente a la crisis

La situación en la que estaba inmersa la economía de la eurozona era preocupante. Los mecanismos, instrumentos e índices que el BCE manejaba sobre los mercados denotaban este hecho, sus tipos de interés ya por los suelos y sin apenas margen de maniobra es un claro ejemplo.

A pesar de los intentos de amortiguar esta situación, obligaron al Banco Central Europeo a desarrollar medidas suplementarias.

Como explican Esteve V. y Prats M.A. (2011), estas medidas se basaron en políticas de apoyo al crédito, y como nos adelanta el nombre, se pueden considerar en toda regla unas medidas configuradas dentro de un plan de políticas de expansión monetaria. Son conocidas como las medidas no convencionales del BCE frente a la crisis y configuran una segunda fase de apoyo a las medidas convencionales. Su utilización se debe al poco margen de actuación que ofrecían a estas alturas las medidas sobre los instrumentos convencionales.

Debido a las características y configuración de la economía europea, en la que se ha observado una gran dependencia del sector financiero, estas medidas se han orientado a apoyar a este sector principalmente, otorgándoles mayores facilidades de liquidez, crédito, etcétera.

Expondremos este apartado siguiendo el orden cronológico que establece el anexo 1⁹ de Millaruelo, A. y del Río A. (2013), donde recogen de una forma gráfica el proceso de aplicación de estas medidas no convencionales.

Daremos una especial importancia a las tensiones soberanas de los países europeos provocadas por la traslación de la crisis financiera a la economía real y a su deuda.

Finalmente abordaremos las soluciones planteados por el BCE a los desafíos que la crisis financiera ha sometido a los mercados financieros europeos.

3.2.1 Primeros dictámenes sobre la articulación de los mecanismos e instrumentos de dotación de liquidez a la economía (2007-2009)

A pesar de la dejadez del BCE en los mecanismos de prevención, como exponíamos en el apartado 2.3, la respuesta interna del Banco Central Europeo fue bastante rápida. Para atajar la creciente desconfianza en el sector y la excesiva precaución de las entidades participantes en el sistema, actuó estableciendo mecanismos frente a la crisis del sector y los mercados interbancarios, veámoslos:

a. Operaciones complementarias a plazo con vencimiento a 3 y 6 meses.

La continua desconfianza en el sistema propició un aumento de demanda de liquidez en

⁹ Es conveniente visualizar el Anexo 1 a medida que se desarrolla este apartado para facilitar la comprensión.

los mercados, de manera que el Banco Central Europeo se vio en la obligación de aumentar el plazo de sus préstamos en varias operaciones adicionales, unas dos primeras con vencimiento a 3 meses y otras dos 6 meses. Según el BCE (2007) la primera emisión con vencimiento a 3 meses tuvo lugar el 23 de noviembre de 2007 y la segunda el 12 de diciembre del mismo año con un importe de 60.000 millones de euros. La segunda emisión con vencimiento a 6 meses se realizó el 2 de abril y el 9 de julio del año 2008, estas por un importe menor que las primeras, unos 25.000 millones de euros.

Podemos llegar a pensar que estas actuaciones era más de lo mismo de lo que venía realizando el BCE anteriormente, y así fue, el dinero se inyectaba directamente a las entidades financieras mediante las facilidades de depósito de manera que dicha liquidez no conseguía llegar a la economía real, ya que estas destinaban la liquidez a cubrir sus necesidades y el sobrante lo mantenían en sus cuentas del BCE.

Llegados aquí, ya podemos observar como el BCE mediante estas actuaciones deja de un lado los instrumentos comunes con los que venía operando, caracterizados por intervenciones muy ecuanímes y prudentes por su parte.

b. Líneas financieras Swaps.

Antes de desarrollar este apartado es necesario explicar brevemente que es una línea financiera swap. El SBIF lo define como *“un contrato financiero entre dos partes que acuerdan intercambiar flujos de caja futuros de acuerdo a una fórmula preestablecida. Se trata de contratos hechos a medida, es decir, con el objetivo de satisfacer necesidades específicas de quienes firman dicho contrato. Respecto de su configuración, los contratos de swap contienen especificaciones sobre las monedas en que se harán los intercambios de flujos, las tasas de interés aplicables, así como una definición de las fechas en las que se hará cada intercambio y la fórmula que se utilizará para ese efecto”*.

Hecha esta introducción, podemos explicar las operaciones realizadas con esta operativa.

Las entidades financieras que tenían depósitos en el mercado financiero de Estados Unidos, iniciaron una rápida retirada de estos fondos inmediatamente después de la quiebra de uno de los bancos más importantes del EE.UU, el holding de Lehman Brothers, provocando una escasez de dólares. La Reserva Federal para paliar los perjudiciales efectos que esto podía llegar a ocasionar más si cabe en su economía, habilitó una serie de líneas swaps, con varios bancos centrales importantes en la

economía mundial, entre ellos el BCE para posibilitar una mayor disponibilidad de dólares. Alexeenko, G., Collen, S. y Davidson (2012).

Aproximadamente a los 6 meses de habilitarse estas líneas recíprocas (Dólar- Euro, Euro-Dólar) el BCE, debido a las dificultades que ya estaba atravesando el sistema financiero Europeo, dispuso de estas facilidades con el objetivo de aliviar a los bancos comerciales Europeos, unos 20.000 millones de dólares a un plazo de 6 meses, según el propio BCE. Un año más tarde se amplió esta misma línea de financiación mutua, para evitar recelos y tensiones mayores.

De la misma forma en 2008, debido a las presiones en los mercados financieros, se dispararon los tipos de cambio entre el Euro y los francos Suizos, creciendo la necesidad de financiación en esta moneda, de manera que se procedió a abrir una línea swap entre el Banco Central Suizo y el BCE.

Estas operaciones en un primer momento ayudaron a relajar los mercados de divisas tal y como se pretendía, pero solo momentáneamente, el sistema seguía acumulando tensiones y como veremos posteriormente, se volvió a dotar a estas líneas de nueva financiación.

c. Modificaciones en la operativa de las Subastas.

Con la desconfianza reinando en los mercados financieros debido a todas las situaciones que se venían sucediendo, los bancos apenas realizaban operaciones de crédito entre ellos. A esto se añade que la operativa del tipo de subasta aplicada hasta 2008 no alcanzaba a cubrir la totalidad de las necesidades de solvencia efectiva de los bancos, de manera que para cubrir las exigencias que el BCE les exigía como reservas mínimas, no destinaban la liquidez al objetivo principal de las medidas de política económica convencionales aplicadas por el BCE, reactivar la demanda y el crecimiento económico mediante el aumento del crédito al sector privado. El BCE no tuvo más margen que cambiar el tipo de subasta que aplicaba.

Se estableció un tipo de subasta semanal a un tipo de interés fijo con adjudicación plena, es decir, el BCE marcaba un tipo de interés fijo al que iba a prestar la totalidad de la cantidad que las entidades financieras demandaran, claro está, siempre que lo pudieran respaldar con sus activos. Este método en teoría debía mejorar la distribución y la cantidad del capital entre los bancos aumentando la posibilidad de liquidez y de crédito a

las empresas y familias, el problema de este método es que se ofrecía liquidez a corto y no a largo plazo, de manera que esta no se trasladaba a la economía real en su totalidad. Solo ayudó a relajar las presiones monetarias a corto plazo.

d. Ampliación de los activos admitidos como garantía.

El cambio de subasta ayudó a que los bancos tuvieran una mayor facilidad para financiarse y obtener mayor cantidad de crédito y liquidez, de manera que era necesario ampliar los activos validos que pudieran funcionar como garantía en la contraprestación, para evitar que la falta de estos pudiera conllevar una restricción en las medidas. El BCE (2008), admitía como garantía de las ejecuciones de crédito los siguientes activos:

- I. Las obligaciones de deuda denominadas en divisas distintas al euro, como por ejemplo la libra esterlina o el dólar emitidas en la zona euro.
- II. Los instrumentos de deuda expedidos por entidades de crédito que se valoren validas cuando estas no se negocien en mercados regulados por el Banco Central Europeo.
- III. Los productos de inversión de renta fija cuando estuvieran apoyados o cubiertos por otro instrumento aceptado como garantía valida.
- IV. Los créditos sindicados denominados en euros del Reino Unido, es decir, en un crédito sindicado la diferencia con los préstamos comerciales radica en que debido al volumen del mismo las empresas obtienen el préstamo dividido entre dos o más entidades financieras.

Con estas operaciones se logró rebajar los tipos de interés al que se financiaban las entidades de crédito, y como consecuencia aumentaron este tipo de operaciones derivando en un exceso de liquidez en sus haberes, que posteriormente eran devueltos mediante las facilidades de depósito al BCE. Como consecuencia igual que ocurría con las demás medidas aplicadas el circulante no llegaba a alcanzar la economía real.

e. Plan de estímulo mediante compra de bonos garantizados.

El BCE en su consejo de gobierno mensual de mayo de 2009 aprobó un programa de estímulo mediante la adquisición de bonos garantizados con un total de 60.000 millones de euros, para aliviar la situación de la banca privada y ofrecer a sus clientes unas mejores condiciones.

Este programa tuvo sus efectos beneficiosos para el sistema. La emisión de bonos se incrementó notablemente, aumentando las transacciones de estos en el mercado primario de la mayoría de los países de la eurozona.

También el mercado secundario tuvo una cierta mejoría aunque no tan llamativa. Esta información puede ampliarse en BCE (2009).

f. Ampliación del vencimiento de las operaciones a plazo.

El mismo año 2009, el BCE también amplió el vencimiento de sus operaciones complementarias a plazo de las que hablábamos en el punto *a.*, pasando de vencer a los 6 meses como se había preestablecido anteriormente, a 12 meses.

Esta medida se toma con el fin de complacer las exigencias de liquidez que las financieras reclamaban en un intento de demostrar un control total sobre la situación político económica que requería la coyuntura financiera.

De la misma forma que ocurría con todos los demás intentos de inyección de capital a la economía, las entidades amasaban el capital en sus balances para cubrir las exigencias de las reservas mínimas, sin que este capital pudiera circular y originara una mínima revitalización del panorama económico.

A continuación en la tabla 1 se muestra un resumen de todas las inyecciones de capital al mercado de todo este primer periodo:

Fecha emisión	Operación	Importe (Millones €)	Vencimiento
23/11/2007	OFPMLC	60.0000	3 meses
12/12/2007	OFPMLC	60.000	3 meses
17/12/2007	LF Swaps	20.000	6 meses
02/04/2008	OFPMLC	25.000	6 meses
09/07/2008	OFPMLC	25.000	6 meses
06/05/2009	CBPP	60.000	2 años
25/06/2009	OFPMLC	420.240	12 meses

Elaboración propia. Fuente BCE.

Tabla 2.

OFPMLC (Operaciones de Financiación a Plazo Más Largo Complementarias).

LF Swaps (Líneas financieras Swaps).

CBPP (Programa de adquisición de valores, compra de bonos garantizados o Covered Bonds).

A pesar del cuestionable éxito a corto plazo de las políticas del BCE en un intento de reactivar el crédito y poner en marcha toda la maquinaria financiera y económica de la Unión Europea, es incuestionable la rapidez con el que el BCE aplicó las medidas económicas que consideró más oportunas para la complicada situación expuesta, modificando los instrumentos y operativas de las que disponía.

En un periodo de tiempo a medio-largo plazo empezó a trasladarse esa liquidez a la economía real, el cual era su objetivo desde un principio, y se empezaron a vislumbrar los primeros síntomas positivos de las políticas monetarias aplicadas por el BCE.

3.2.2 Actuaciones sobre el traslado de la crisis financiera a la deuda soberana (2009-2011)

Tras los intentos continuados de controlar las tensiones, presiones y dificultades por las que atravesaban los mercados, y tras una aparente calma sobrevenida con las medidas aplicadas en política monetaria, a finales del año 2009 empezaron a resurgir las inquietudes económicas con el inicio de la conocida como crisis de deuda soberana de los estados miembros de la Unión Económica y Monetaria Europea.

Según el Boletín Económico del Banco de España (06/2009), los balances de las cuentas de algunos países Europeos presentaban graves desequilibrios, poniendo en jaque la sostenibilidad de estos y del Euro en cuestión. El BCE inició una política monetaria que proporcionara la estabilidad suficiente que la zona Euro necesitaba ante los nuevos y duros acontecimientos que ya se empezaban a intuir.

a. Programa para el Mercado de Valores (Securities Markets Programme).

Las dificultades en las que estaban inmersos algunos países para obtener financiación como Grecia, Portugal y España fundamentalmente, junto con Italia, aunque este último en menor medida, obligaron al BCE a tomar nuevas medidas, esta vez mediante la emisión de bonos soberanos.

González Páramo J.M (2012) expuso de la siguiente forma el problema; *“El deterioro del mecanismo de transmisión causado por las tensiones en el mercado de deuda pública puede ser considerable. En primer término, a través del canal de los precios, ya que se distorsiona el “tipo de interés sin riesgo” que es referencia para la determinación de precios de activos en los demás mercados. La caída del valor de las carteras de bonos soberanos afecta a los balances de los bancos, y reduce, por el canal de la liquidez, el valor de la deuda pública como activo de garantía. Además, la excesiva volatilidad de los precios de los bonos puede forzar a los inversores a deshacerse de los títulos de deuda pública en sus balances y hacer así más difícil la labor de los creadores de mercado. Todos estos canales afectan a la capacidad de los bancos y otros participantes de desempeñar su función en la transmisión de la política de tipos de interés del banco central, pues reducen su papel de intermediación y pueden forzar una contracción del crédito”.*

Para frenar los efectos que se estaban derivando de esta situación, en 2010 el BCE presento el *“Programa para el Mercado de Valores”* tal y como el mismo lo denominó. Las medidas económicas derivadas de este programa, fueron configuradas por un tiempo limitado. La operativa consistía fundamentalmente en la compra de valores deuda en los mercados secundarios, para aumentar la liquidez y facilitar los procesos de financiación, y de esta forma relajar las rigideces económicas y evitar que la incertidumbre se transmitiera a las economías de los demás países de la Unión Europea.

El mismo Banco Central Europeo tiene prohibido negociar y operar en los mercados primarios por su propia normativa interna, de aquí que esta medida se articule sobre los mercados secundarios.

Debido al funcionamiento de la operativa en la que se basaba el programa, es fácil pensar que se podía llegar producir un exceso de liquidez en el mercado, con las negativas consecuencias que se pueden derivar de ello, de manera que el BCE equilibraba estos desajustes con absorciones semanales de la base monetaria.

En un principio este sistema se utilizo en Grecia, pero más tarde también sirvió para comprar bonos deuda de otros países, ayudando momentáneamente a aliviar las dificultades de financiación de estos.

Estas operaciones no acabaron con el problema, sino que lo aplazaban a un momento posterior, podemos llegar a decir incluso que lo incrementaban ya que se acumula más

déficit en los balances de estos países y su economía no crecía a ritmos sostenibles para soportar la devolución de la deuda contraída.

b. Nuevas líneas Swaps en dólares y libras esterlinas.

Con los graves desequilibrios descritos en las cuentas de muchos de los estados Europeos, en BCE junto con la Reserva Federal Estado Unidense acordaron reabrir una nueva línea swap que resultara beneficiosa para ambas instituciones y los países sometidos a sus políticas. Las principales características de estas nuevas operaciones, es que las nuevas líneas swaps se establecían mediante subastas con periodicidad semanal, a un tipo de interés pactado por ambos bancos centrales y con adjudicación plena, es decir, la misma operativa en la que el BCE se apoyó a partir de 2008 para sus subastas.

EL BCE abriría a su vez una línea swap con el Banco Central de Inglaterra para aliviar las presiones que este país empezaba a sentir por el traslado de las tensiones a su mercado financiero, además de aliviar la demanda de libras esterlinas en el mercado Europeo.

c. Segundo plan de estímulo mediante adquisición de bonos garantizados.

Las condiciones del sector financiero no habían mejorado sustancialmente desde la aplicación de las medidas correctoras, por ello el Banco Central Europeo impulsó a partir del 7 de octubre de 2010 un segundo plan de estímulo mediante la adquisición de bonos garantizados, con el fin de mejorar y potenciar el provisión de liquidez.

Este nuevo programa se impulsaba con un propósito menos ambicioso que el primer plan de estímulo, pues paso de 60.000 millones del primero a 40.000 millones en este segundo.

El resultado no resultó todo lo exitoso que se pretendía, ya que solo se adquirieron 16.000 millones de los 40.000 millones disponibles. Se llegó a la conclusión posteriormente que el motivo de esto fue debido a que el mercado de bonos no necesitaba este segundo plan de estímulo, ya que funcionaba adecuadamente con las correcciones efectuadas con el primer plan. Este nuevo plan no ayudó a rebajar el tipo de interés ni a activar el mercado, objetivos que el BCE pretendía.

Con estas 3 medidas no convencionales podemos dar por concluidas las correcciones que el BCE aplicó en esta segunda etapa. Siguiendo la tendencia hasta aquí observada, este paquete de medidas no cambio la situación, continuando los problemas en los mercados.

Además para acabar este apartado, añadir que, finalmente debido a los graves desequilibrios de los balances Helenos no hubo más remedio que llevar a cabo una reestructuración de la deuda de este país. Esta situación originó el temor al impago por parte de los acreedores privados, lo que generó una escalada de contagios en la prima de riesgo de los países con altas tasas de déficit, generando un encarecimiento por financiar su deuda.

La prima de riesgo es la diferencia entre el interés que se paga por la deuda de un país y el que se paga por la de otro, en Europa se utiliza como referencia Alemania.

Tabla resumen de las inyecciones de capital de la segunda fase:

Fecha emisión	Operación	Importe (Millones €)	Vencimiento
10/05/2010	2º LF Swaps	24.420	4 meses
07/10/2011	CBPP	40.000	2 años

Elaboración propia con datos del BCE.

Tabla 3.

CBPP (Programa de adquisición de valores, compra de bonos garantizados o Covered Bonds).

2º LF Swaps (Segundas líneas financieras Swaps)

3.2.3 Fase sistémica de la crisis deuda soberana y el deterioro del sector financiero (2011-2014)

Al contrario de los que se pretendía, las dificultades no menguaban, poniendo de manifiesto la dudosa efectividad de las medidas llevadas a cabo por el Banco Central Europeo frente a la crisis financiera, ahora trasladada y afectando más que nunca a la deuda soberana y financiación de los países de la UE.

Eran ya muchos los críticos que cuestionaban el sentido de las políticas del BCE, pero en contra de una reorientación de la política, el BCE aplicó una nueva serie de medidas en la misma línea que las hasta ahora explicadas, aunque esta vez mucho más intensas.

a. Segundo programa para el Mercado de Valores.

A principios del tercer trimestre del año 2011, el BCE apostó por aplicar un segundo programa para el mercado de valores mucho más intenso que el primero. Las compras de este segundo programa de deuda pública soberana se realizaron con las misma

condiciones, requisitos y operativa que el primer plan aplicado en 2010, como consecuencia tubo los mismos resultados.

El montante de las compras de bonos soberanos alcanzados por parte del BCE en este segundo programa, se elevó hasta los 211.400 mil millones de euros según el BCE (2011_b) en su informe anual.

b. Inyección masiva de liquidez al sector financiero.

La quiebra por insolvencia de algún banco privado europeo ya era más que una posibilidad, pues el mercado financiero se encontraba ya con más que serias dificultades y esta opción podría ocasionar un desastre financiero y económico.

Ante esta situación, el BCE optó de nuevo por ofrecer al sistema financiero más financiación con unas condiciones aún más favorables.

Este nuevo paquete de medidas consistía en dos operaciones de inyección de liquidez masiva al sistema financiero, a un tipo de interés fijo con vencimiento a medio largo plazo, 3 años concretamente, todo esto algo insólito hasta el momento. Veamos seguidamente una tabla resumen de estas operaciones:

Fecha emisión	Vencimiento	Importe (Millones €)	Nº de Entidades
21/12/2011	29/01/2015	489.190,75	523
29/02/2012	26/02/2015	529.530,81	800

Elaboración propia con datos del BCE.

Tabla 4.

De todas las medidas aplicadas, cuyo fin fuera la inyección de capital al sistema, esta fue la que mayor éxito obtuvo, inyectando al sistema financiero 1.018.721,56 millones de euros.

Esta liquidez fue destinada principalmente a la compra de deuda pública, lo que se tradujo en una reducción de la prima de riesgo de la mayoría de los países. También se destinó a las cuentas que los bancos mantienen en el BCE, es decir, a las facilidades de depósito, así, de la misma forma como ocurrió en repetidas veces anteriores, el dinero fue devuelto en parte al Banco Central Europeo no llegando a la economía real. Aunque cabe decir que estas medidas si cumplieron con parte de su propósito, ya que ayudaron

a relajar la incertidumbre ocasionada por los problemas solvencia que padecían las entidades de crédito.

c. Segunda ampliación de los activos admitidos como garantía.

En el informe anual del BCE (2012_a), aparece, además de las dos inyecciones de capital explicadas anteriormente, la segunda ampliación de los activos admitidos como garantía.

El BCE rebajó las exigencias por las que un préstamo, en el activo de una entidad de crédito, pudiera ser aceptado por los Bancos Centrales Nacionales como contraprestación en las operaciones de financiación de estos. De esta forma, las entidades de crédito obtendrían mayores facilidades para obtener financiación y se incentivaría a estas a conceder un mayor número de préstamos al sector privado, llegando la liquidez al mercado, impulsando la demanda, el consumo y la inversión.

De nuevo, en la práctica, el mensaje no acabó de calar en el sector financiero, la financiación obtenida se destinaba a cubrir las reservas mínimas exigidas y a los depósitos del BCE.

d. Modificación del coeficiente de reservas mínimas mantenido.

Como introducíamos en el apartado 3.1.3, rebajando las reservas mínimas que las entidades financieras debían mantener, en teoría se impulsaría la inyección de liquidez al mercado. En diciembre de 2011 el BCE redujo del 2% al 1% las reservas que los bancos debían mantener.

Esta medida apenas tuvo impacto en el sistema financiero y menos en la economía en general.

e. Operaciones monetarias de compraventa (OMC).

Con esta medida finaliza el programa para el mercado de valores llevado a cabo hasta ahora. En septiembre de 2012, el BCE acordó la llevar a cabo la última serie de operaciones de compraventa de deuda soberana en los mercados secundarios.

En el programa, disponible en BCE (2012_b), contiene la siguiente normativa:

- i. Queda en manos del consejo de gobierno del BCE fijar las fechas de inicio, prorrogación y fin del programa, supeditado al objetivo de la estabilidad de precios.

- ii. La adquisición preferente de bonos soberanos con vencimiento de uno a tres años, sin límites de compra.
- iii. Absorción íntegra de la liquidez originada con las operaciones del programa OMC.
- iv. Rigurosa condición de que el país solicitante de estas operaciones hubiera requerido la ayuda de al menos uno de los dos siguientes organismos:
 - El FEEF o Fondo Europeo de Estabilidad Financiera.
 - El Mecanismo Europeo de Estabilidad o MEDE por sus siglas.

Aunque este programa se articuló en el año 2012, no fue hasta el pasado año 2014 cuando se realizó la primera operación. Esto ha contribuido a calmar la incertidumbre existente en el mercado financiero y en el sistema económico en general. A consecuencia de esto se inicia una de las mayores caídas en las primas de riesgo vista hasta ahora desde los inicios de la recesión.

f. Una nueva política de comunicación para tiempos de crisis.

Un Banco Central con credibilidad, (uno de los pilares fundamentales del BCE), al anunciar una serie de medidas futuras de política monetaria, influye en las decisiones a corto plazo de los participantes en el mercado financiero, ya que estos anticipan sus acciones y actúan en consecuencia. La nueva política de comunicación del BCE gira en torno a este concepto.

En julio de 2013 el Banco central Europeo anunció la adopción de la llamada estrategia "Forward Guidance". Esta consistía en que el BCE anunciaría las medidas que adoptaría en materia monetaria a corto-medio plazo, con el objetivo que los agentes dirigieran la economía en función de los objetivos del BCE, y derivara en el largo plazo afectando a los tipos de interés, en el consumo, la demanda agregada y la inversión.

Esta medida ha sido un éxito rotundo según Mario Draghi, ya que se han estabilizado los tipos de interés monetarios, hasta ahora muy inestables por las presiones especulativas continuadas.

g. Última ampliación de operaciones complementarias a plazo hasta la fecha.

Actualmente aún no se ha acabado la incertidumbre ni se han relajado las tensiones en el

mercado financiero, de manera que los bancos siguen sin dejar fluir el crédito. Por ello en junio de 2014 el BCE anunció una nueva operación a plazo con las siguientes condiciones:

Fecha emisión	Vencimiento	Operación	Importe (Millones €)	Tipo Interés
05/06/2014	4 años	OFPMLC	400.000	0,15%

Elaboración propia con datos del BCE.

Tabla 5.

*Nomenclatura:

(OFPMLC); Operaciones de Financiación a Plazo Más Largo Complementarias.

Y su solicitud queda condicionada a los siguientes requisitos:

- i. El capital solo se adjudicará para préstamos destinados al sector privado, es decir, empresas y familias, siempre y cuando estos no lo destinen a hipotecas.
- ii. Si esta primera condición no fuera respetada el dinero deberá ser devuelto al BCE.
- iii. Si es respetada, el BCE determinará las futuras cantidades prestadas a las entidades financieras en función de la capacidad de estas para incrementar el crédito únicamente a las empresas.

Es fácil prever que el problema de estas condiciones recae en la dificultad para comprobar que las prestaciones se destinan y cumplen con las condiciones exigidas. Además puede ocurrir que debido a la complicada operativa que haya que aplicar para controlar el cumplimiento los requisitos se desincentive a las entidades de crédito a disponer de estas facilidades.

h. Adquisiciones de bonos de titulización de activos.

El BCE (2014) en su reunión del 4 de junio, anunció una nueva adquisición de bonos garantizados. Pero lo que realmente supone una novedad en la Unión Europea es el anuncio de compra de bonos de titulización de activos, es decir, el BCE respaldará grandes paquetes de préstamos de empresas para así facilitar que las entidades financieras presten esos créditos, el BCE en definitiva actuará como aval de esos préstamos.

Esta medida ya se ha tomado por los Bancos Centrales de otros países como EE.UU o Japón y para nada supone una medida económica precursora. Será aplicada durante dos

años mediante operaciones periódicas aún sin especificar. La cuantía, el vencimiento y otras condiciones tampoco han sido comunicadas por el momento.

Una vez finalizado el análisis de las medidas que el BCE ha considerado oportunas aplicar ante la grave crisis financiera, posteriormente migrada también a la economía real, es inevitable preguntarse si otra dirección en el rumbo de los paquetes de medidas de la política monetaria aplicados hubiera sido posible. Esto nos conduce seguidamente al último punto de este trabajo.



4. ¿Otra política monetaria por parte del BCE hubiera sido viable?

El BCE, bajo las perspectivas de sus gobernantes, desarrolló una política monetaria específica, esto no quiere decir que sea la única opción viable en la gestión de la crisis como argumenta Economistas sin Fronteras. A continuación se exponen algunas medidas alternativas de política monetaria que podrían haber permitido unos mejores resultados, aliviando con una mayor efectividad los efectos de la crisis:

a. El crecimiento y el empleo como objetivo.

Como explicábamos, el principal objetivo recogido por del Banco Central Europeo es mantener la estabilidad de precios de la zona euro, los demás objetivos están condicionados a este. La diferencia con los bancos centrales de otras potencias económicas, como la reserva federal de EE.UU, es que estos también incluyen el crecimiento y el empleo como objetivo principal.

Esta concepción tan estricta de la política monetaria por parte del BCE limitó su actuación en las medidas sobre los instrumentos convencionales de política monetaria aplicadas en el primer periodo de la crisis financiera. No fue hasta la traslación de la crisis a la economía real cuando inició las actuaciones con medidas no convencionales.

Algunos críticos, entre ellos Strauss Kahn, expresidente del FMI y para nada contrario a la concepción de la política monetaria de los actuales gobernantes del BCE, ha criticado con dureza esta concepción junto con los gobiernos más afectados por la crisis.

Según estos el BCE debería reformular sus estatutos e incluir el crecimiento y el empleo en sus objetivos principales, así podría llevar a cabo una política monetaria más tolerante, cercana y real. Además se abrirían un mayor número de posibilidades en la aplicación de políticas económicas y monetarias en el ciclo económico actual y en los venideros.

b. Establecer un plan de supervisión para mantener la solidez financiera.

Además de los errores recogidos en la supervisión de los mecanismos de prevención que el BCE establece, detallados en el apartado 2.3, este no consideró establecer entre sus objetivos de prevención algún índice que pudiera denotar posibles perturbaciones financieras, algo más bien lógico considerando que el fin principal de esta institución es

la estabilidad de los precios y el correcto funcionamiento y control de este sector es fundamental para la consecución del mismo.

Finalmente ante los desastrosos acontecimientos vividos, el BCE tuvo que crear instituciones para un control del mercado financiero, las más relevantes son:

- i. Las Autoridades Europeas de Supervisión Bancaria, de Seguros y Pensiones y Valores y Mercados (MEDE/ESM).
- ii. La Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS).
- iii. El Consejo de Riesgo Sistémico, el Sistema Europeo de Supervisión Financiera (SESF).

Estas son las encargadas de activar la financiación, facilitar colaboración financiera y velar por que las condiciones con las que se otorgan ciertas ayudas se respeten y cumplan.

Este proceso finalizará en un futuro con un largo proceso para la integración del todo el sistema bancario europeo, si se cimienta y se dota de los mecanismos necesarios para la correcta armonización y control de todo el sistema financiero puede acarrear un enorme paso hacia la estabilidad financiera, de lo contrario podría resultar un auténtico desastre.

c. Prestamos directo a las entidades bancarias.

A lo largo del trabajo se ha explicado la provisión de liquidez del BCE a las entidades financieras en dificultades a través de las operaciones de mercado abierto. El problema de esta operativa es que al no definirse el BCE como prestamista de última instancia de estas facilidades, acaban siendo las arcas públicas de los estados los que acababan asumiendo los costes de las inyecciones de capital para salvaguardar sus sistemas financieros.

Esto acababa ocasionando un empeoramiento de su deuda, ya que estas provisiones pasan a formar parte de su pasivo, agravando la situación mediante la trasmisión de la crisis financiera hacia la economía real.

d. Préstamos soberanos.

De la misma forma que el Banco de Japón y el Banco de Inglaterra operan, el BCE podría instaurar un sistema por el cual actuaría como una entidad bancaria privada para los

estados miembros a la Unión Económica y Monetaria Europea. Su necesidad, como bien expone Calvo González, J.L (2013), se basa en la excesiva dependencia de las finanzas públicas de los mercados financieros, un problema más que extendido en los sistemas capitalistas de las sociedades actuales.



Conclusiones

Con los anteriores planteamientos concluimos las explicaciones que en este trabajo se pretendía reunir.

Como hemos podido comprobar, como consecuencia de las difíciles condiciones y características con la que se desarrolla la crisis que aún sufrimos, resulta muy difícil interpretar la dirección en la que se va a extender, y como consecuencia acertar en las medidas más beneficiosas que la situación requiere.

El BCE ha tenido un objetivo claro desde un principio, de acuerdo a la interpretación de la situación económica que ha considerado válida, y en base a ella ha desarrollado las medidas económico financieras que ha considerado mejores y oportunas para la estabilidad de la economía.

Tanto con sus aciertos como con sus errores, no se le puede privar del reconocimiento en el empeño por conseguir sacar a la Unión Económica y Monetaria Europea de esta situación, nunca antes vivida hasta el momento, mejorando y buscando la solución para encaminar a Europa hacia la senda del crecimiento. Pero esto, como institución Europea, no le exime de su responsabilidad en los errores y equivocaciones en relación a la gestión político, económica, monetaria y financiera que le atañe, por este motivo no faltan críticas a su gobierno que reclaman un cambio en la dirección de las políticas y medidas aplicadas, como hemos explicado anteriormente.

Tal vez desde el punto de vista de la concepción egocéntrica que muchas veces forma parte de la personalidad de las instituciones y de la mayoría de sus gobernantes, mostrar una mínima consideración por estas opiniones, y valorar las alternativas propuestas, podría interpretarse como una prueba de debilidad de su gestión o incluso una forma de admitir de forma flagrante la imposibilidad o incompetencia en restaurar la estabilidad ante el complicado panorama económico actual.

De esta forma se plantea un futuro muy incierto en lo que se refiere a la Unión Europea en cuestión. Tal vez un mínimo gesto de reconsideración y valoración de los resultados y alternativas en el rumbo de las políticas aplicadas, o como mínimo simplemente sentarse escuchar a las partes más gravemente afectadas, como los estados con más dificultades para pagar su deuda pública, Grecia por poner un ejemplo más directo y de actualidad, podría

resultar mucho más beneficioso para ambas partes, para la sociedad europea en su conjunto y Europa como institución.

Establecer un plan de acción profundo y común que ataque a los problemas reales de fondo y no un programa parcheado, casi improvisado, como hemos podido observar a lo largo de este documento, facilitar unas mejores condiciones en las ayudas que finalmente no repercutan negativamente a los balances de los estados como ocurre hasta hoy mismo con las medidas aplicadas, restablecer unos tiempos creíbles y factibles para la devolución de las ayudas y no los que ahora impone el BCE sabiendo de antemano su más que probable impago, o intentar que la economía real se active con un programa serio que no tenga por prioridad de fondo beneficiar al sector bancario, son algunas medidas que hoy día exigen los estados y la sociedad de estos en general, de lo contrario posiblemente se entre en una mecánica catastrofista que acabe finalmente con la Unión Europea tal y como la conocemos hoy en día.



Referencias

1. Alexeenko, G., Collen, S. y Davidson, (2012), Las líneas swap refuerzan el rol mundial del dólar. EconSouth, pág. 1-8.
2. Anexo 1. Antonio Millaruelo y Ana del Río, (2013), Las medidas de política monetaria no convencionales del BCE a lo largo de la crisis. Boletín Económico, Enero 2013, Banco de España. Pág. 90.
3. BCE (2007), Decisión sobre la aprobación del volumen de emisión de moneda metálica en 2008 (BCE/2007/16), DO L 317 de 5.12.2007, p. 81.
4. BCE (2008), MEDIDAS PARA MEJORAR EL SISTEMA DE ACTIVOS DE GARANTÍA DEL EUROSISTEMA: RESUMEN DE RESPUESTAS A LA CONSULTA PÚBLICA. pág. 1-7.
5. BCE (2009), The implementation of monetary policy since August 2007, Monthly Bulletin of the ECB (July), pág. 75-89.
6. BCE (2011_a): - Boletín Mensual- 01/07/2012 disponible [en línea] [consultado el 06 de mayo de 2015], URL disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/europe/emu/html/index.es.html#esm>.
7. BCE (2011_b): Annual Report of the ECB. Frankfurt: European Central Bank.
8. BCE (2012_a): Annual Report of the ECB. Frankfurt: European Central Bank.
9. BCE (2012_b) - Boletín Mensual- 11/10/2012 disponible [en línea] [consultado el 10 de mayo de 2015], URL disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/pub/mb/editorials/2012/html/mb121011.es.html>.
10. BCE (2014) - Boletín Mensual, 11/12/2014 disponible [en línea] [consultado el 10 de mayo de 2015], URL disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/pub/mb/editorials/2014/html/mb141211.es.html>.
11. Boletín Económico del Banco de España (06/2009), Servicio de Publicaciones, núm. 6.

12. Calvo González, J.L (2013), European Central Bank and financial crisis. Another policy could have been applied?, Revista Universitaria Europea Nº 19. Diciembre 2013, pág. 19.
13. Colomo, C. (2013), Magazine económico Actibva, Economía para todos: La política monetaria y sus instrumentos. [En línea] [Consultado el 27/04/2015]. URL disponible en: <http://www.actibva.com/magazine/economia-para-todos/economia-para-todos-la-politica-monetaria-y-sus-instrumentos>.
14. Comunidad Económica Europea, [en línea] [consultado el 11 de marzo de 2015], URL disponible en: http://es.wikipedia.org/wiki/Comunidad_Econ%C3%B3mica_Europea.
15. Economistas sin Fronteras (2012), ¿Otra política económica es posible?, Dosieres Esf, Nº7 Octubre 2012.
16. Esteve, V. y Prats, M. A. (2011), La utilización de medidas de política monetaria no convencional frente a la crisis financiera internacional. Principios, págs. 2-34.
17. González Páramo, J. M. (2012) Encuentro Financiero BANKIA-El PAÍS, [en línea] [consultado el 07 de mayo de 2015], URL disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120305.es.html>.
18. González-Páramo, J. M. (2005), Discurso: La política monetaria del BCE en el contexto internacional, Principios y retos. (Pronunciado en las IX Jornadas de Economía Internacional organizadas por la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de La Laguna y la Asociación Española de Economía y Finanzas Internacionales).
19. Hernando, I., Llopis, J. y Vallés, J. (2012), Los retos para la política económica en un entorno de tipos de interés próximos a cero. Banco de España, nº 1207.
20. Lacayo Ojeda, M. H. (2000) (Investigadora de la UNAM), La formación de la Unión económica y Monetaria Europea y la teoría de las zonas óptimas, Nº 199, pág. 7.
21. Linde Paniagua, E. (2006), La Política monetaria de la Eurozona: Rasgos fundamentales. Anales de estudios económicos y empresariales, Vol. VXi, pág. 129-165.

22. Millaruelo, A. y del Río, A. (2013), Las medidas de política monetaria no convencionales del BCE a lo largo de la crisis. Boletín Económico, Enero 2013, Banco de España.
23. Muns Albuixech, J. (1997), "Del plan Werner al euro o la historia de la larga marcha hacia la Unión Monetaria Europea", págs. 9-47.
24. Ocaña, J. C. (2004), La Unión Europea: el proceso de integración y la ciudadanía europea, [en línea] [consultado el 12 de marzo de 2015], URL disponible en: <http://clio.rediris.es/udidactica/maastricht.htm>.
25. OECD Economic Surveys: Euro Área, [en línea] [consultado el 27 de marzo de 2015], URL disponible en: http://www.oecd-ilibrary.org/docserver/download/eco_surveys-euz-2002-sum-es.pdf?expires=1427453728&id=id&accname=guest&checksum=161A7172CDA664C31C3D6C461B0F4681.
26. Peláez Rodríguez, E. (2011), Crisis financiera y crisis económica - Cuadernos de Formación. Colaboración 8/11. Volumen 12/2011, Agencia Estatal de Administración Tributaria.
27. Pérez Bustamante, R. y Wrana, J. (1999), La Unión Económica y monetaria en Europa: Una introducción histórica 1969-1998, Madrid, págs. 83 a 101.
28. SBIF (Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras), Bancafacil [en línea] [consultado el 11 de marzo de 2015], URL disponible en: <http://www.bancafacil.cl/bancafacil/servlet/Contenido?indice=1.2&idPublicacion=4000000000000110&idCategoria=9>.
29. Web Oficial de la Comisión Europea sobre asuntos económicos y financieros, apéndice: la crisis económica y financiera - ¿Por qué se produjo la crisis?, [en línea] [consultado el 13 de abril de 2015]. URL disponible en: http://ec.europa.eu/economy_finance/explained/the_financial_and_economic_crisis/why_did_the_crisis_happen/index_es.htm.
30. Web Oficial del Banco Central Europeo, apéndice: Funciones, [en línea] [consultado el 26 de

marzo de 2015]. URL disponible en:
<https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/html/index.es.html>.

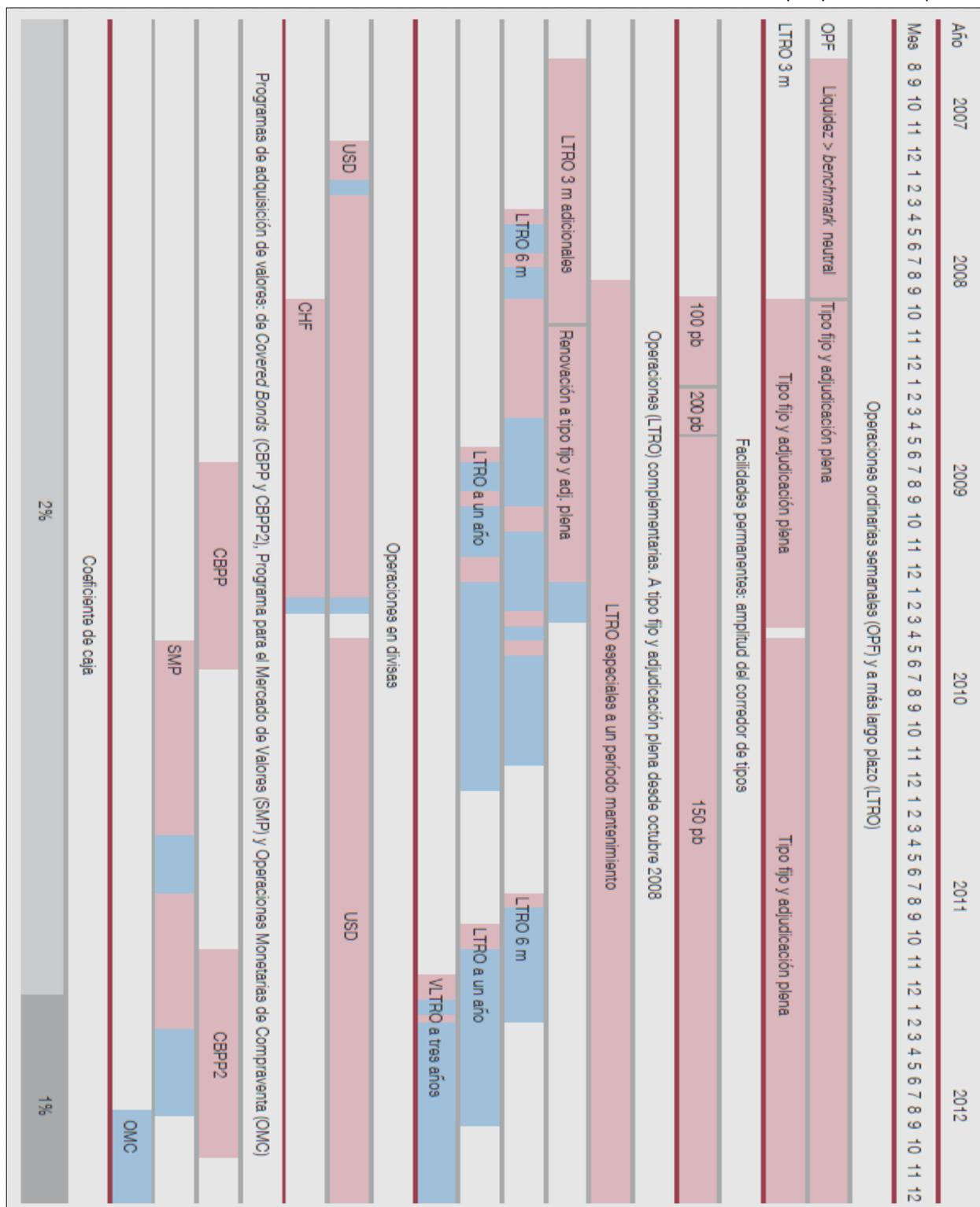
- 31.** Web Oficial del Banco de España, apéndice: Los Instrumentos del Eurosistema, [en línea] [consultado el 26 de marzo de 2015]. URL disponible en:
http://www.bde.es/bde/es/areas/polimone/instrumentos/Los_instrumento_12a60642abac821.html.



Anexos

Anexo 1

CRONOLOGÍA DE MEDIDAS NO CONVENCIONALES DEL EUROSISTEMA. FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.



*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 la liquidez proporcionada por las operaciones anteriores sigue vigente.