



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMIAS Y EMPRESARIALES

EVOLUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO DESDE EL 2008

Autor: Antonio López Meijide
Director: María Jesús Giménez Abad

Madrid
Marzo 2015

Antonio
López
Meijide

EVOLUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO DESDE EL 2008



TABLA DE CONTENIDO

I.	ÍNDICE DE GRÁFICOS.....	3
II.	ÍNDICE DE TABLAS.....	4
III.	ÍNDICE DE ILUSTRACIONES.....	4
IV.	ÍNDICE DE ABREVIATURAS.....	5
1.	RESUMEN, ABSTRACT, PALABRAS CLAVE Y KEYWORDS.....	6
1.1	Resumen y Palabras Clave.....	6
1.2	Abstract and Keywords	6
2.	INTRODUCCIÓN	8
2.1	Objetivos.....	8
2.2	Metodología	8
2.3	Estado de la cuestión	9
2.4	Partes principales del Trabajo de Fin de Grado	9
3.	DESARROLLO DEL SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES	10
3.1	Creación del Euro y del Sistema Interbancario.....	10
3.2	Régimen Jurídico del BCE	12
3.3	Mandato y Objetivos	15
3.4	Estructura de Gobierno del SEBC	16
3.5	Evolución de las economías de la zona euro.....	18
3.6	Evolución de la política monetaria en el Periodo 2000-2007	27
3.7	Instrumentos utilizados durante el periodo de estabilidad.....	29
4.	ESTALLIDO DE LA CRISIS FINANCIERA EN EE.UU	33
4.1	Acción coordinada de los Bancos Centrales.....	33
4.2	Políticas desplegadas por la FED	36
4.3	Respuesta del BCE: adopción de nuevas medidas.....	38
4.4	Políticas desplegadas por el resto de Bancos Centrales	41
5.	INICIO DE LA CRISIS DE DEUDA EN LA U.E.	47
5.1	Inicio de la Crisis de Deuda	47
5.2	Respuesta Inicial del BCE.....	49

5.3	Tipos de Interés Negativos	55
5.4	Forward Guidance.....	57
5.5	Quantitative Easing: Análisis Previo	59
5.6	Quantitative Easing en Europa	64
5.7	Evolución Macroeconómica y Perspectivas desde el 2008	66
6.	PAPEL DEL BCE EN LOS PROGRAMAS DE ASISTENCIA FINANCIERA.....	69
6.1	Análisis de Grecia	69
6.2	Análisis de Irlanda.....	71
7.	UNIÓN BANCARIA: ROL DEL BCE	74
8.	CONCLUSIONES.....	79
9.	BIBLIOGRAFÍA.....	83
10.	ANEXO I USO DE DATOS	89

I. ÍNDICE DE GRÁFICOS

• Gráfico 1 Evolución del PIB (Precios Constantes)	19
• Gráfico 2 Inflación (Precios medios al consumo)	20
• Gráfico 3 Evolución del PIB Agregada (Precios Constantes)	21
• Gráfico 4 Descomposición del PIB sobre el Total Agregado (Precios Constantes)	22
• Gráfico 5 Aumento del PIB 2000 - 2007 (Aritmético)	23
• Gráfico 6 Evolución de la Deuda Privada (% del PIB)	24
• Gráfico 7 Deuda Privada del 2001 al 2007 (% del PIB)	25
• Gráfico 8 Evolución de la Deuda Pública (% del PIB)	26
• Gráfico 9 Deuda Total Externa en el 2007 (% del PIB)	27
• Gráfico 10 Evolución de los Tipos de Interés de los Bonos a 10 años (%)	28
• Gráfico 11 Evolución de los Tipos de Interés de Bancos Centrales (%)	33
• Gráfico 12 Liquidity Swaps por la Reserva Federal (Dólares americanos)	36
• Gráfico 13 Evolución del Balance BCI (millones £)	42
• Gráfico 14 Evolución de la Tasa de Inflación y del PIB en Japón (%)	43
• Gráfico 15 Evolución del Balance del BCJ (millones de Yuanes)	44
• Gráfico 16 Evolución de la Población Activa en Japón (% población total)	45
• Gráfico 17 Tasa de crecimiento del PIB en Japón (% en trimestres)	46
• Gráfico 18 Datos Macroeconómicos Grecia (% del PIB)	48
• Gráfico 19 Tipos de Interés de los Bonos de las Economías Periféricas (%)	49
• Gráfico 20 Evolución de los tipos a los depósitos (%)	51
• Gráfico 21 Activos Totales del BCE, FED, BCJ y BCI (Base 100)	52
• Gráfico 22 Evolución de los tipos de las Operaciones de Refinanciación (%)	54
• Gráfico 23 EONIA y Tipos de Interés del BCE (%)	55
• Gráfico 24 Evolución del PIB en Precios Constantes (Pre-Quantitative Easing) (%)	62
• Gráfico 25 Tipos de Interés de los bonos de las economías periféricas (%)	67
• Gráfico 26 Perspectivas Macroeconómicas en EE.UU y la UE (%)	68
• Gráfico 27 Análisis Macroeconómico de Grecia (%)	70
• Gráfico 28 Análisis Macroeconómico de Irlanda (%)	72
• Gráfico 29 Evolución del Tipo de Cambio Euro/ Dólar americano	81
• Gráfico 30 Evolución tasa de crecimiento del PIB (%)	82

II. ÍNDICE DE TABLAS

• Tabla 1 Lista de las operaciones realizadas por el BCE hasta enero de 2015.....	61
• Tabla 2 Pilares de la Unión Bancaria	75
• Tabla 3 Mecanismo de Funcionamiento de la Unión Bancaria	76

III. ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

• Ilustración 1 Eurozona	11
• Ilustración 2 Reunión Consejo de Gobierno	17
• Ilustración 3 Mario Dragui	60

IV. ÍNDICE DE ABREVIATURAS

- BCA: Banco Central de Canadá
- BCE: Banco Central Europeo
- BCI: Banco Central de Inglaterra
- BCJ: Banco Central de Japón
- BCN: Bancos Centrales Nacionales
- BdE: Banco de España
- CBPP: Covered Bonds Purchase Program
- CE: Comisión Europea
- CEE: Comunidad Económica Europea
- ESEBC: Estatuto del Sistema Europeo de Bancos Centrales
- FED: Federal Reserve
- FMI: Fondo Monetario Internacional
- GPE: Guías de Política Económica
- LTRO: Longer-term Refinancing Operations
- MRO: Main Refinancing Operations
- MRU: Mecanismo de Resolución Único
- MSU: Mecanismo de Supervisión Único
- OMO: Open Market Operations
- OMT: Outright Monetary Transactions
- PE: Parlamento Europeo
- PIB: Producto Interior Bruto
- QE: Quantitative Easing
- SEBC: Sistema Europeo de Bancos Centrales
- SMP: Securities Market Program
- TCEG: Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza
- TLTRO: Targeted Longer-term Refinancing Operations
- TUE: Tratado de la Unión Europea

1. RESUMEN, ABSTRACT, PALABRAS CLAVE Y KEYWORDS.

1.1 Resumen y Palabras Clave

El presente Trabajo de Fin de Grado busca describir la evolución de la política monetaria llevada a cabo por el Banco Central Europeo desde el año 2008. En particular se pretende describir las principales herramientas desarrolladas por la institución monetaria para garantizar el cumplimiento de su mandato, haciendo especial hincapié en el reciente programa de compra de bonos puesto en marcha el 22 de enero de 2015. El motivo de haber elegido como punto de referencia el año 2008 es debido a que esta es la fecha en la que se inicia la Crisis Financiera en EE.UU, que posteriormente se extenderá a Europa derivando en lo que hoy se conoce como la Crisis de Deuda de la Eurozona. A lo largo del documento se realizará un análisis comparativo con las políticas desarrolladas por los bancos centrales de las principales economías desarrolladas a fin de entender mejor el debate que se ha generado en torno a las decisiones del Banco Central Europeo.

Palabras clave: Banco Central Europeo, Política Monetaria, Instrumentos Monetarios, Crisis Financiera, Crisis de Deuda de la Eurozona, Mandato del Banco Central Europeo.

1.2 Abstract and Keywords

The present end-of-degree project is aimed at describing the evolution of the monetary policy carried out by the European Central Bank since 2008. In particular, we will focus on the main monetary tools developed by the monetary institution in order to guarantee the fulfillment of its mandate, with particular emphasis on the recent bonds purchasing programmed launched on the 22nd January 2015. The reason behind choosing 2008 as the benchmark is because it is the origin of Financial Crisis in the U.S., whose effects will extend to Europe leading to the so-called Eurozone Debt Crisis. Throughout this document, a comparative analysis of the monetary policies of the central banks of the

main developed economies will be implemented in order to better understand the debate around the decisions made by the European Central Bank.

Keywords: European Central Bank, Monetary Policy, Monetary Tools, Financial Crisis, Eurozone Debt Crisis, European Central Bank Mandate.

2. INTRODUCCIÓN

2.1 Objetivos

Realizar un análisis y valoración crítica de las medidas adoptadas por el Banco Central Europeo desde el inicio de la Crisis Financiera en 2008, y más concretamente, desde el estallido de la Crisis de Deuda en la Eurozona.

2.2 Metodología

Para cumplir el objetivo mencionado en el apartado anterior se va a seguir la evolución cronológica de las medidas e instrumentos desarrollados por el Banco Central Europeo desde el 2008. Intentamos adoptar una visión crítica en el presente Trabajo de Fin de Grado, recurriendo con frecuencia a artículos de opinión, tanto nacionales como extranjeros, para explicar los distintitos puntos de vista que se ofrecen respecto a la idoneidad y eficacia de las medidas adoptadas por la institución monetaria.

En segundo lugar, indicar que para lograr una mejor comprensión del debate que gira en torno a las medidas analizadas en este trabajo, se presentará un primer capítulo introductorio en el que se detallarán los objetivos, mandato y regulación del Sistema Europeo de Bancos Centrales. Para la descripción de esta primera se hará referencia a la bibliografía oficial del Banco Central Europeo así como a artículos de opinión relacionados.

Una vez presentado el funcionamiento del Sistema Europeo de Bancos Centrales se realizará un análisis macroeconómico con el que se pretende arrojar luz sobre los motivos que han llevado a la situación actual. Los datos utilizados en este análisis se obtendrán de las bases de datos ofrecidas por las principales agencias económicas a nivel global. Entre ellas destacan Eurostat, el Fondo Monetario Internacional y los propios Bancos Centrales.

Finalizado este análisis se pasarán a describir los nuevos instrumentos monetarios puestos en marcha. Se debe tener en cuenta que debido a lo novedoso y extraordinario

de estas herramientas no abunda bibliografía actualizada que aborden estas cuestiones. Por este motivo será necesario recurrir con frecuencia a notas de prensa, artículos de los principales diarios económicos tanto nacionales como internacionales, así como a bibliografía contemporánea.

2.3 Estado de la cuestión

Las acciones desarrolladas por el Banco Central Europeo han sido objeto de escrutinio por parte de los medios de comunicación a nivel global. Tal es así que no es descabellado afirmar que a diario se pueden encontrar referencias en los principales periódicos de cabecera, televisiones y radios de las decisiones adoptadas por la institución monetaria. Tampoco podemos perder de vista los innumerables artículos de opinión que se han elaborado de forma paralela a los debates sobre la conveniencia o no de implementar una determinada medida. En ese sentido, a lo largo del presente documento se va a hacer referencia a estas opiniones y noticias con el objeto de reflejar el estado de opinión de algunos de los más importantes autores ya que sin ello no es posible comprender la complejidad de las decisiones adoptadas por el Banco Central Europeo.

2.4 Partes principales del Trabajo de Fin de Grado

El presente documento se divide en 4 partes diferenciadas. En primer lugar se presentará de forma breve el sistema de funcionamiento del BCE, en concreto se hará mención a su régimen jurídico y mandato. La segunda parte del trabajo corresponderá a un análisis macroeconómico de las economías de la Eurozona protagonistas de la Crisis de Deuda iniciada en 2010. Realizado este análisis se llega al cuerpo del trabajo en el que se estudia los nuevos instrumentos puestos en marcha por el BCE, haciendo especial mención al reciente programa de compra de deuda lanzado por el BCE en enero de este año. Finalmente el trabajo se cerrará con una conclusión en la que se resumen las principales cuestiones tratadas, haciendo especial hincapié por su particular relevancia en el mencionado programa de *Quantitative Easing*.

3. DESARROLLO DEL SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES

Para esta primera parte del trabajo se va recurrir a la bibliografía oficial del Banco Central Europea y en particular a la obra *The European Central Bank: History, Roles and Functions* (K.Scheller, 2006, pp. 15-62), en ella se describe no sólo el régimen jurídico del organismo comunitario sino también sus mecanismos de funcionamiento, instrumentos y medidas adoptadas hasta el año 2010.

3.1 Creación del Euro y del Sistema Interbancario

Desde su creación el 1 de enero de 1999 el Banco Central Europeo (en adelante, BCE) es la entidad encargada de la instrumentación de la política monetaria dentro de la zona euro. Para su creación, los bancos centrales de 11 de los Estados miembros de la Comunidad Europea (en adelante UE) acordaron transferir sus competencias en materia de política monetaria. Este proceso fue organizado en sucesivas fases que se describen a continuación:

- a) El origen de la Unión Monetaria debemos encontrarlo en el documento “*Marjolin Memorandum*” elaborado por la Comisión Europea en 1962. Tras esto, se creó un comité formado por los gobernadores de los Bancos Centrales para coordinar las políticas monetarias de los Estados miembros de la Comunidad Económica Europea (en adelante, CEE). Sin embargo, no es hasta 1971 cuando encontramos el primer plan concreto para elaborar la unión monetaria y económica. Este plan aparecía contenido en el documento denominado “*The Werner Report*”.
- b) Los siguientes pasos fueron la creación del sistema “*Snake*” por el que se acordaba reducir los márgenes de fluctuación entre las distintas divisas de los Estados miembros de la C.E.E. en el año 1971. Un año más tarde se acuerda crear el Fondo de Cooperación Monetaria para asegurar que se cumplía con los objetivos del plan “*Snake*”. Tras esto se crea el Sistema Monetaria Europeo y se firma el Acta Única Europea en 1979 y 1986 respectivamente. En 1989 el Consejo

- acuerda la firma del Tratado de Estabilidad de la Unión Europea

Fuente: The Economic Collapse

- Analizado el proceso de formación del SEBC convendría matizar que mientras el Banco de Japón y la FED son las autoridades monetarias únicas de sus respectivos Estados, el BCE es la autoridad monetaria de un ente de carácter supranacional, conformado por Estados soberanos y con gran autonomía en materia económica. Este rasgo sin duda

11

puede explicar algunas de las cuestiones que nos han llevado a la crisis económica actual.

3.2 Régimen Jurídico del BCE

De la lectura de los artículos 3 y 4 del Tratado de la Unión Europea (en adelante, TUE) TUE se desprende que la unión monetaria y política no se limita solamente al desarrollo de una economía de mercado, sino que además tiene como pilares la búsqueda de la innovación, desarrollo sostenible e inclusión social. Estos principios, y en especial a la mención que se hace del control de los precios, deben ayudar a comprender mejor el funcionamiento y mandato del BCE.

Además conviene precisar que existe una separación de competencias en materia de política económica, por un lado los Estados mantienen las competencias en materia de política fiscal debiendo coordinarse para cumplir con los objetivos de la Unión (art. 4, 98 y 99 del TUE); y por otro lado la política monetaria se ha transferido al SEBC. Esta separación ha sido para muchos autores el gran fracaso del euro ya que si bien ha existido una política monetaria Única llevada a cabo por el BCE, cada Estado ha aplicado una fiscal distinta lo cual ha generado fuertes desequilibrios en un gran número de estados europeos. Uno de los más críticos en este sentido ha sido el presidente del instituto IFO alemán Hans-Werner Sinn que pese a todas sus críticas aboga por la creación de los Estados Unidos de Europa como vehículo para asegurar un crecimiento sólido a largo plazo (Sinn, *The Euro Trap: On Bursting Bubbles, Budgets and Beliefs*, 2014).

Para asegurar esta coordinación se han desarrollado las Guías de Política Económica (GPE) que contienen recomendaciones en materia de política económica con indicaciones específicas para cada Estado miembro. Asimismo se crearon los denominados “procesos” que son procedimientos concretos para mejorar la mencionada coordinación². Por último, debemos hacer referencia al ya mencionado Pacto de

² Entre ellos destacamos el proceso de Luxemburgo (políticas en materia laboral), Cardiff (análisis de reformas estructurales), Colonia (busca el diálogo entre los agentes sociales, los

Estabilidad, que pretende establecer una serie de condiciones en materia de política fiscal para asegurar la estabilidad económica dentro la zona euro. Los principales requisitos son:

- a) No traspasar un límite de déficit público comparado con el Producto Interior Bruto (en adelante, PIB) anual superior al 3%.
- b) No superar un límite de deuda pública sobre PIB del 60%.
- c) Además se prevén una serie de supuestos bajo los cuales se pueden traspasar estos umbrales, como es una caída del Producto Interior Bruto superior al 2% anual.
- d) Los Estados miembros además tendrán que remitir periódicamente programas de estabilidad al Consejo y a la Comisión. Además los Estados asociados deberán enviar programas de convergencia, todo ello con el objetivo de cumplir con los objetivos presupuestarios y mantener unos ciertos niveles de armonización, que se medirán con los siguientes parámetros:
 - I. Evolución de los precios
 - II. Política fiscal
 - III. Control de los tipos de cambio
 - IV. Evolución de los tipos de interés a largo plazo.

En la actualidad existe un importante debate en torno a este Pacto de Estabilidad y Crecimiento. El motivo es que durante la época de fuerte crecimiento para los países periféricos las grandes potencias europeas incumplieron en repetidas ocasiones los límites impuestos en el acuerdo (destacando los casos de Alemania y Francia). Esto ha servido para que los países periféricos hayan solicitado en innumerables ocasiones relajación de objetivos de déficit y hayan excedido el techo de deuda del 60%. En este sentido nos gustaría mencionar aquí de nuevo al economista Hans-Werner Sinn que señala que los repetidos incumplimientos de Francia e Italia deberían servir como ejemplo de que el sistema de mutualización³ (denomina así al sistema en el que un Banco Central o los fondos de rescate compran activos de los Estados miembros) no

Estados miembros, la CE y el BCE) y el de Lisboa (que busca una mejor funcionamiento del mercado único)

³ Hans-Werner Sinn (2014) contraponen este sistema al Liability System en el que cada Estado miembro se hace responsable de su propia deuda de forma que los tipos de interés demandados por los inversores son más altos.

funciona, y que por tanto el programa OMT del BCE (del que hablaremos más adelante) debe ser abolido tanto por los incentivos perversos que implica como por su dudosa legalidad de acuerdo con el tribunal constitucional alemán (Sinn, Eurozone debt mutualization or individual liability, 2014).

El fracaso manifiesto del anterior tratado supuso que los Estados miembros acordaran la firma de un nuevo acuerdo. Además, el profesor Hans-Werner Sinn aclara que este convenio fue una condición necesaria impuesta por Alemania para la creación de los fondos de rescate y el programa OMT del BCE. De esta forma, el 2 de marzo de 2012 los Estados miembros de la UE (con las excepciones de Reino Unido y República Checa) firmaron el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza (TECG).

Pasamos ahora al análisis del marco jurídico del Sistema Europeo de Bancos Centrales (en adelante, SEBC). El SEBC se compone del BCE y de los Bancos Centrales de los distintos Estados miembros de la Unión (incluso aquellos que no son miembros del euro). Por otra parte conviene aclarar, que el SEBC no tiene personalidad jurídica propia si no que ésta la ostentan el BCE y los Bancos Centrales de forma individual (tal y como se indica en el art. 107 del TUE). Las razones para adoptar este sistema, que recibió el nombre de Eurosistema en 1998 fueron:

- a) Los Estados miembros no estaban dispuestos a la creación de un único banco central
- b) El mantenimiento de los Bancos Centrales Nacionales (en adelante BCN) aseguraba el mantenimiento de la logística, conocimientos y experiencia desarrollada hasta el momento. Por lo que los BCN podrían seguir desarrollando sus funciones (más allá de la política monetaria que se entregaba al BCE).
- c) Razones de cercanía geográfica y culturales lo aconsejaban.

Además de disponer de personalidad jurídica propia, el BCE es uno de las instituciones oficiales de la Unión Europea tal y como se recoge en el art. 7 del TUE, especificándose en el punto 3 del mencionado artículo que se regulará siguiendo lo dispuesto en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (en adelante TFUE). Todo esto nos lleva a concluir que esta entidad goza de genuinos poderes y que, en el ámbito de sus funciones, actúa como órgano independiente, es decir, no se supedita a las instrucciones de la CE o del Consejo Europeo. Esta legitimidad no se manifiesta únicamente a nivel

comunitario (en el ya mencionado art. 7 del TUE) sino que los distintos Estados comunitarios han ido adaptando sus legislaciones para reconocer la legitimidad del BCE a nivel nacional.

3.3 Mandato y Objetivos

Tal y como dispone el artículo 127 del TUE *“El objetivo principal del Sistema Europeo de Bancos Centrales, denominado en lo sucesivo «SEBC», será mantener la estabilidad de precios”*. Además de mantener la estabilidad de los precios, en el artículo 127 se indica que el Eurosistema (en el presente documento las denominaciones de Eurosistema y SEBC se utilizarán indistintamente) *“apoyará las políticas económicas generales de la Unión con el fin de contribuir a la realización de los objetivos de la Unión establecidos en el artículo 3 del Tratado de la Unión Europea. El SEBC actuará con arreglo al principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia, fomentando una eficiente asignación de recursos de conformidad con los principios expuestos en el artículo 119”*. Vemos por tanto que se otorga al Eurosistema la función del control de precios y de apoyo al resto de políticas generales. No obstante, este apoyo no otorga al BCE responsabilidad directa en el resto de políticas sino que debe tener en cuenta el resto de variables para poder cumplir su objetivo primario: “la estabilidad de los precios”. Este objetivo se llevará a cabo a través de las tareas contenidas en el apartado 2 del artículo 105:

1. Definir y ejecutar la política monetaria de la Unión.
2. Realizar operaciones de divisas coherentes con las disposiciones del artículo 219.
3. Poseer y gestionar las reservas oficiales de divisas de los Estados miembros.
4. Promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago.
5. Autorizar la emisión de billetes de banco en euros en la Unión (art. 128). Los Estados emitirán las monedas, previa autorización del BCE.
6. Gestión de las políticas que lleven a cabo las autoridades competentes con respecto a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y a la estabilidad del sistema financiero (art.127.5).

7. Emitir informes consultivos acerca de aquellas materias que sean de su competencia, tanto para propuestas de la Unión como de los Estados miembros. (art. 126.4).

Una última función que merece una mención especial es la regulatoria. El BCE tiene competencia sancionadora a través de la cual puede imponer multas y pagos periódicos a las empresas que no cumplan con los reglamentos y decisiones emitidas por el BCE.

Respecto a la distribución de tareas entre el BCE y los BCN, el tratado no determina con claridad, más allá de las competencias expresamente asignadas al BCE, cómo se debe efectuar. Hasta ahora, tal y como indica el párrafo tercero del art. 12.1 del Estatuto del SEBC (en adelante, ESEBC), el principio predominante ha sido el de descentralización, de forma que en la práctica la mayoría de las tareas son realizadas por los BCN:

- a) Operaciones de Política Monetaria.
- b) La mayoría de las operaciones externas como agentes del BCE.
- c) Asegurar la emisión y entregas de billetes.
- d) Pago y liquidación de valores.

Esta cuestión del mandato del BCE no es baladí. Existe en la actualidad un fuerte debate en torno al lanzamiento del programa de *QE* ya que muchos economistas arguyen que esta compra de bonos excede claramente el mandato del BCE. Las razones que se adujeron para esta puesta en marcha fue que las perspectivas de inflación a medio plazo se habían hundido, no obstante algunos economistas señalaron que este fenómeno había sido producido por la caída del crudo y que el BCE lo había utilizado como excusa para lanzar un plan de estímulo.

3.4 Estructura de Gobierno del SEBC

Tal y como se indica en el artículo 9.3 del Estatuto del Sistema Europeo de Bancos Centrales los órganos rectores del BCE, y a su vez los gestores del SEBC, serán el Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo. Pasamos ahora al análisis de cada uno de ellos:

- a) Consejo de Gobierno: se compone de los 6 miembros del Comité Ejecutivo así como de los gobernadores de los bancos centrales que forman parte de la Moneda Única, que ejercerán sus derecho de voto en función de un sistema de rotación que garantice que la composición del BCE represente la composición de la economía de la



Ilustración 2 Reunión Consejo de Gobierno

Fuente: Banco Central Europeo

Zona Euro. Conviene aclarar que los miembros provenientes del Comité Ejecutivo participan con los mismos derechos que los gobernadores de los BCN, lo que dota de un carácter supranacional este consejo. Además tal y como dispone el artículo 284.1 del TUE el Presidente del Consejo y un miembro de la Comisión podrán participar, sin derecho de voto, en las reuniones del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.

Sus competencias aparecen recogidas en el artículo 12 del ESEBC que determina que el Consejo de Gobierno adoptará *“las orientaciones y decisiones necesarias para garantizar el cumplimiento de las funciones asignadas al SEBC con arreglo al Tratado y al Estatuto. El Consejo de Gobierno formulará la política monetaria de la Comunidad, incluidas, en su caso, las decisiones relativas a los objetivos monetarios intermedios, los tipos de interés básicos y el suministro de reservas en el SEBC, y establecerá las orientaciones necesarias para su cumplimiento”*.

Por lo que se refiere al sistema de votación, en la medida en que se trata de un órgano independiente no supeditado a las decisiones de los EM, preconiza la regla de una persona un voto y toma de decisiones será por mayoría, salvo en dos supuestos que se hará por dos tercios y unanimidad (los casos de recomendaciones para la modificación del ESEBC). Este sistema de votación también es criticado por Hans-Werner Sinn (Sinn, The Euro Trap: On Bursting Bubbles, Budgets and Beliefs, 2014) ya que, pese a que el objetivo del control de los precios no depende del país del que provenga el representante, los Estados

no tienen capacidad de decisión en relación a su capital en el BCE, tamaño de su economía, e incluso población.

- b) Comité Ejecutivo del BCE: es el órgano decisor operativo del BCE, es decir, es el órgano encargado de tomar las decisiones del día a día. Este órgano se compone de seis miembros (Presidente, Vicepresidente y otros 4 miembros) elegidos entre personas de reconocida competencia en el sector bancario, y en especial, en el monetario. Estos miembros son elegidos por los jefes de Estado de los países miembros de la Unión. Las funciones del comité ejecutivo se recogen en el artículo 12.1 y 12.2 del ESEBC y son:
- a. Poner en práctica la política monetaria de conformidad con las orientaciones y decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno.
 - b. Impartir las instrucciones necesarias para que los BCN los ejecuten.
 - c. Puede recibir delegación de poderes, cuando expresamente lo determine el Consejo de Gobierno.
 - d. Preparación de reuniones del Consejo de Gobierno⁴.

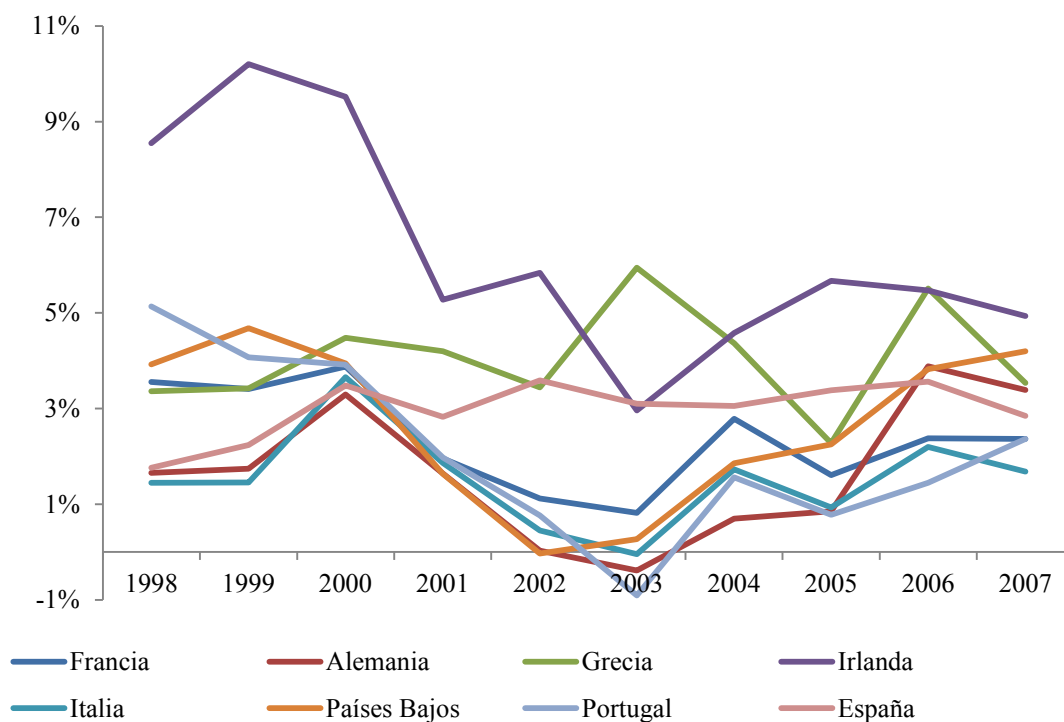
3.5 Evolución de las economías de la zona euro

Una vez presentados los principales rasgos jurídicos-legales del SEBC pasamos a realizar un breve análisis económico de las principales economías de la zona euro durante el periodo de estabilidad. Esto nos permitirá comprender mejor el origen de la actual crisis financiera ya que algunas de las medidas implementadas durante este periodo han actuado como detonante de la Crisis en las que se encuentra sumida la Eurozona.

El primer análisis que presentamos es el del PIB de la Eurozona. En el siguiente gráfico se presentan de forma individual la evolución del PIB de las principales economías de la zona euro (incluyendo a Grecia e Irlanda):

⁴ La preparación de las reuniones consiste en preparar los documentos, la agenda del día, así como presentar propuestas de decisión para el Consejo Europeo.

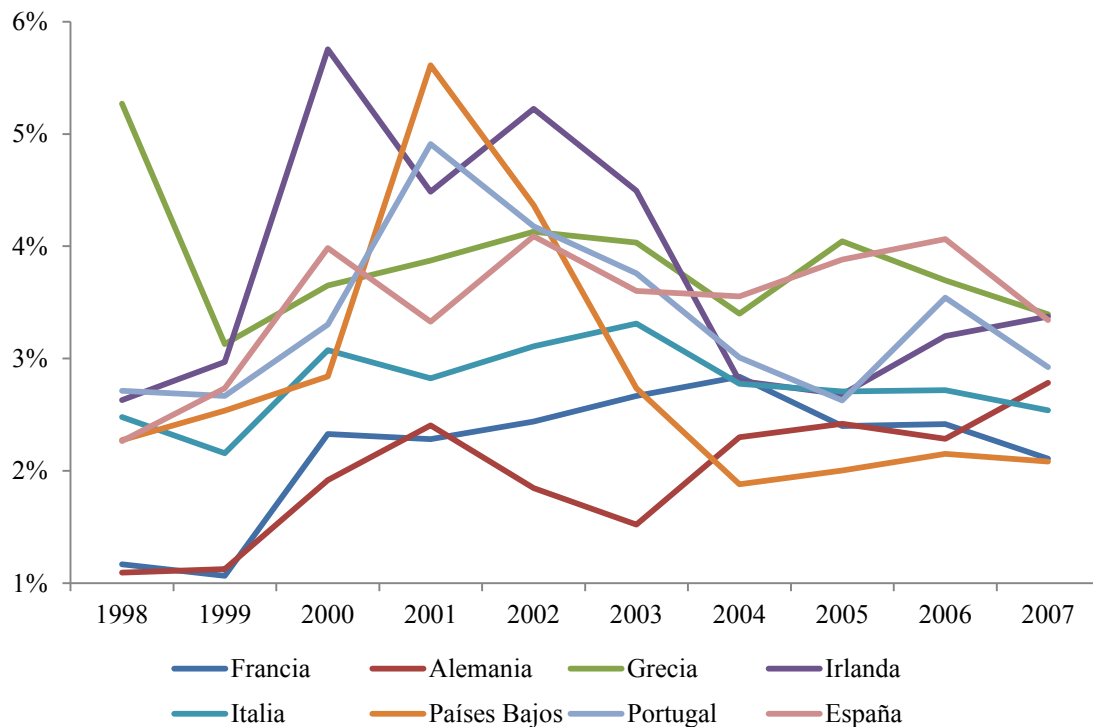
Gráfico 1 Evolución del PIB (Precios Constantes)



Fuente: elaboración propia, datos del FMI

Como vemos en este gráfico desde la creación del Euro la mayoría de las economías de la zona euro han registrado tasas de crecimiento positivas durante este periodo. Sin embargo, son llamativos los casos de Francia, Alemania y Países Bajos cuyas economías sufrieron durante el periodo de inicio del Euro unas tasas de crecimiento bajas comparadas con sus homólogos periféricos (España, Italia, Irlanda, Grecia y Portugal). Estas tasas propiciaron que el BCE adoptase medidas (que serán analizadas en el siguiente punto) que sin duda repercutieron en las economías periféricas. Prueba de ello son las distintas tasas de inflación registradas durante este periodo en la Eurozona:

Gráfico 2 Inflación (Precios medios al consumo)



Fuente: elaboración propia, datos del FMI

Como vemos en el gráfico las economías con un crecimiento más débil registraron crecimientos de los precios más bajos, mientras que las que mantuvieron una tendencia expansiva más fuerte, sufrieron crecimientos de los precios más acentuados.

De esta forma vemos que, en cuanto a crecimiento económico se refiere, durante el periodo 2000 – 2007 las economías europeas se podían clasificar en dos grandes grupos: por un lado los periféricos que registraban crecimientos de PIB fuertes combinados con tasas altas de inflación⁵; y por otro lado los continentales, (con Alemania al frente) que presentaban crecimientos débiles e incluso fases recesivas, con moderadas tasas de inflación.

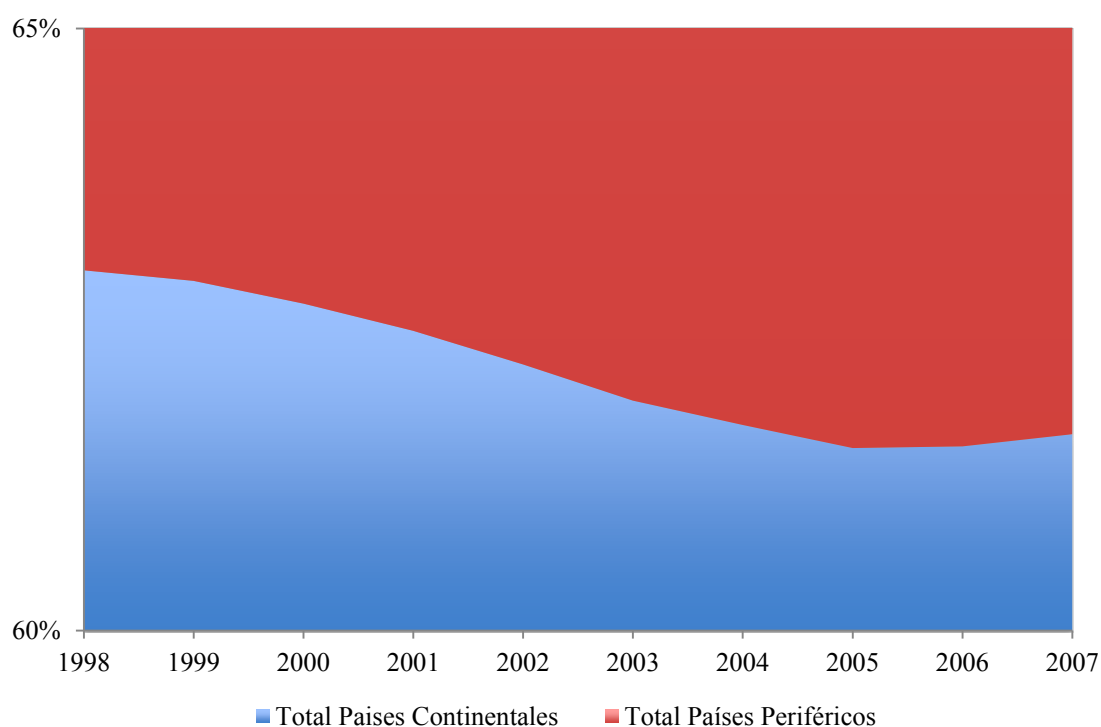
Esta doble velocidad supuso un problema para el BCE ya que las medidas de estímulo dirigidas a las economías más débiles podrían recrudecer el sobrecalentamiento de las que registraban ciclos expansivos más fuertes. Vemos por tanto un primer problema

⁵ Hans-Werner Sinn señala que este proceso inflacionario es lo que llevó a una pérdida de competitividad de las economías periféricas porque éstas subidas de precio se veían repercutidas en los salarios (que muchas veces estaban ligados a los índices de inflación).

estructural del Euro, y que llevó a que algunos autores propusieran la existencia de dos euros: uno para las economías continentales y otro para las periféricas de forma que las políticas monetarias pudieran adaptarse mejor a las circunstancias y características de estos grupos de países.

Durante este periodo de tiempo también se produjo un proceso de convergencia de las distintas economías de la zona euro, de forma que los PIB de las regiones más deprimidas aumentaron de forma más rápida aproximándose al de las regiones más avanzadas. Presentamos un gráfico que muestra la proporción que suponía cada uno de los países arriba analizados sobre la suma total de sus PIB en el periodo analizado⁶

Gráfico 3 Evolución del PIB Agregada (Precios Constantes)



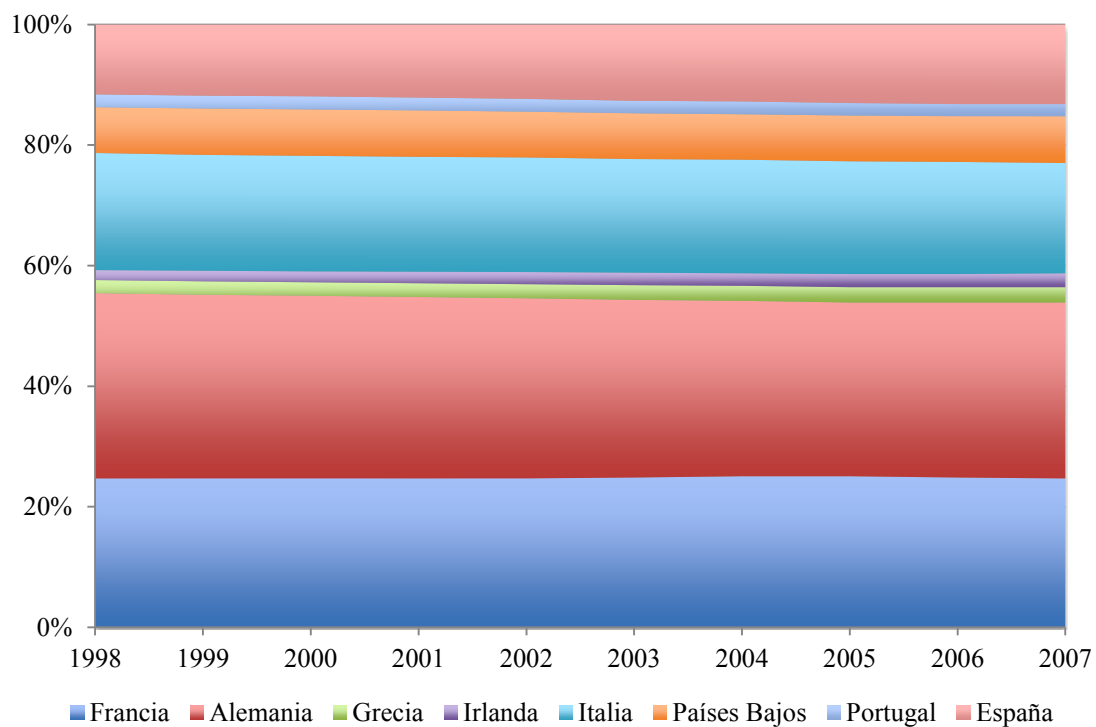
Fuente: elaboración propia, datos del FMI

Este gráfico pone de manifiesto que desde la creación del euro los países periféricos han aumentado a un mayor ritmo su PIB respecto a los países continentales, es decir, si sumamos los PIB de las potencias continentales nos encontramos que éstas han pasado de representar más de un 63% del PIB a cerca del 61%. Esta variación es significativa si

⁶ Un cálculo sobre el PIB total de la zona euro no sería representativo ya que se han producido sucesivas incorporaciones de nuevos Estados miembros.

tenemos en cuenta el tamaño de las economías que se comparan: como se puede observar en el siguiente gráfico el PIB alemán gira en torno al 20% del total agregado por lo que los incrementos de una economía como la irlandesa o portuguesa tiene que ser muy pronunciado para recortar dicha diferencia.

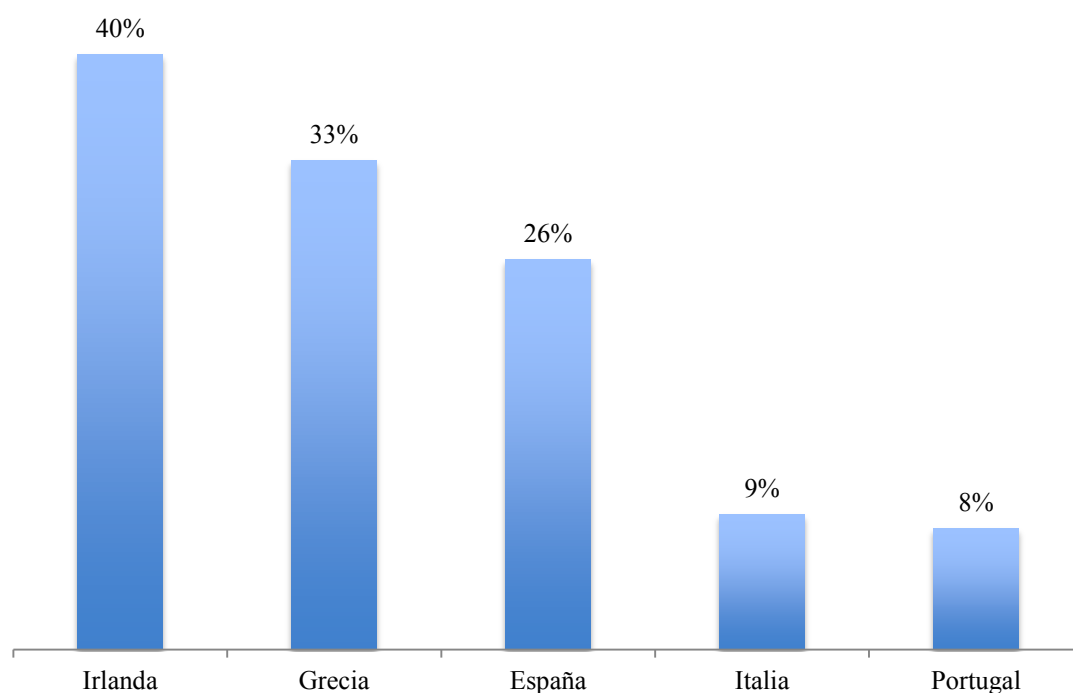
Gráfico 4 Descomposición del PIB sobre el Total Agregado (Precios Constantes)



Fuente: elaboración propia, datos del FMI

En estos dos gráficos se comprueba como la evolución del PIB de los países periféricos fue mucho más pronunciada que la de sus homólogos continentales, aumentando su peso sobre el total agregado. Casos significativos son los de Grecia, España e Irlanda que durante este periodo registraron avances importantes:

Gráfico 5 Aumento del PIB 2000 - 2007 (Aritmético)

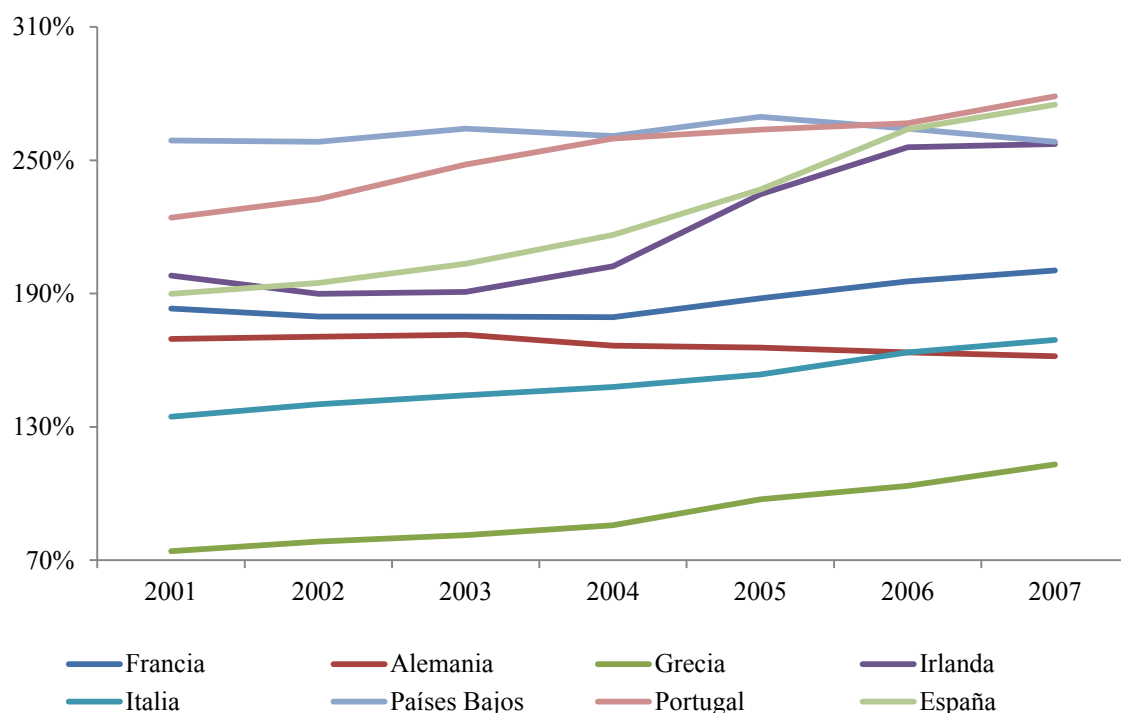


Fuente: elaboración propia, datos del FMI

Del gráfico adjunto se deduce que también dentro de los países periféricos se pueden distinguir dos grupos en cuanto a crecimiento. Sin embargo, para ver en detalle los efectos en cada uno de estos países se debe analizar la evolución de la deuda tanto del sector privado como público. Muchos economistas aducen que el desarrollo que han experimentado la mayorías de las economías desarrolladas en tiempos recientes ha sido debida a una incontrolada adicción a la deuda⁷.

⁷ La cuestión sobre el excesivo apalancamiento global es tratada de forma brillante en la obra “*House of Debt*” (Sufi, 2014). En el plano nacional destacan economistas mediáticos como Santiago Niño Becerra y su obra “Más allá del Crash”.

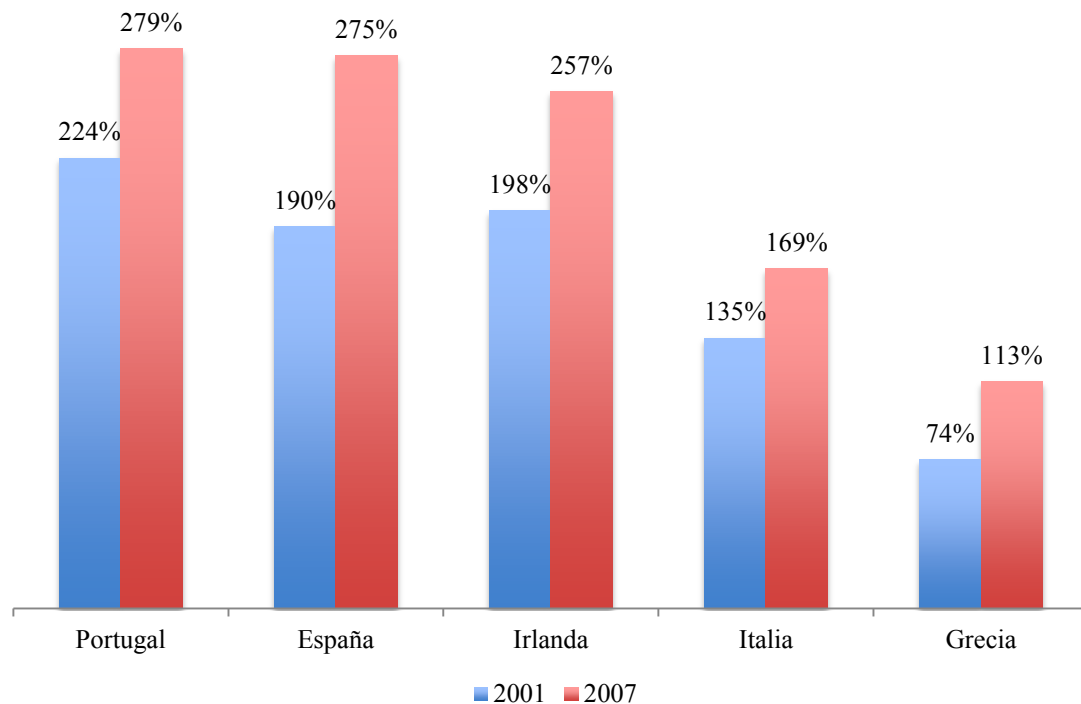
Gráfico 6 Evolución de la Deuda Privada (% del PIB)



Fuente: elaboración propia, datos del servicio de estadística de la OCDE

Con este gráfico podemos concluir que se ha producido un aumento generalizado del endeudamiento del sector privado en los países de la zona euro. Sin embargo, este ha sido más pronunciado en los países periféricos que en los continentales, especialmente en los casos de Portugal, Irlanda y España. En el caso de estos dos últimos países el ciclo expansivo del crédito se trasladó al sector privado creando dos inmensas burbujas en el sector de la construcción (Díez, 2013, pp. 209-217).

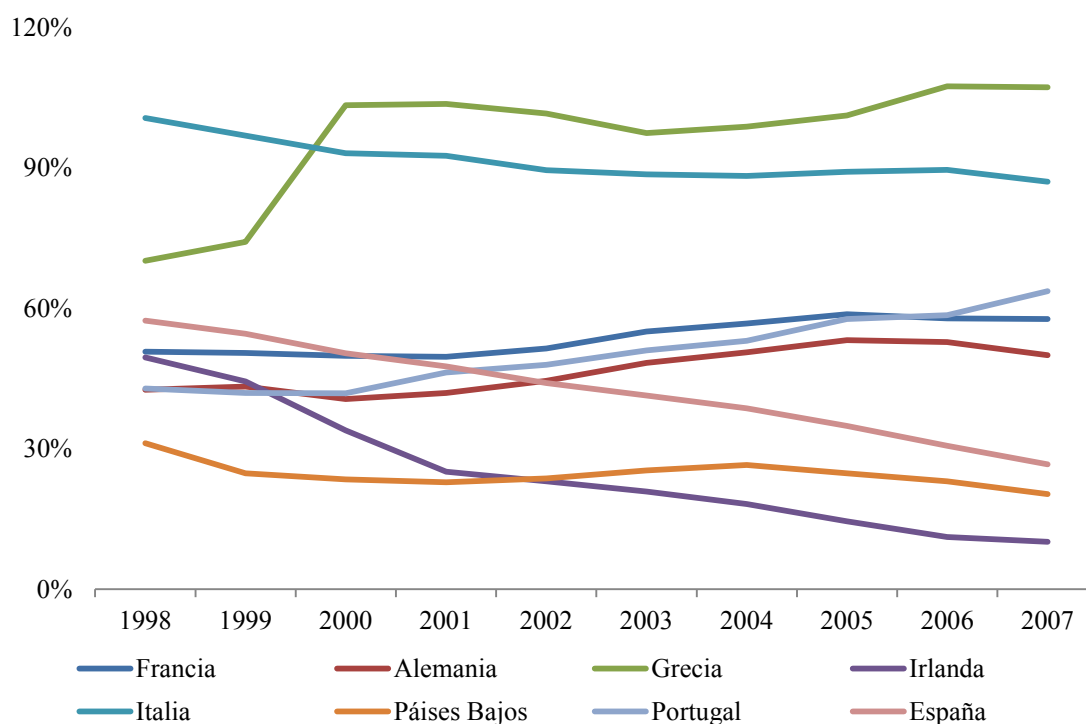
Gráfico 7 Deuda Privada del 2001 al 2007 (% del PIB)



Fuente: elaboración propia, datos del servicio de estadística de la OCDE

Paradigmático es el caso de Grecia, que como vemos en la anterior tabla presenta uno de las menores tasas de endeudamiento privado. Este es uno de los claros indicadores de que este análisis no debe limitarse al sector privado sino que conviene analizar también la evolución del endeudamiento del sector público:

Gráfico 8 Evolución de la Deuda Pública (% del PIB)

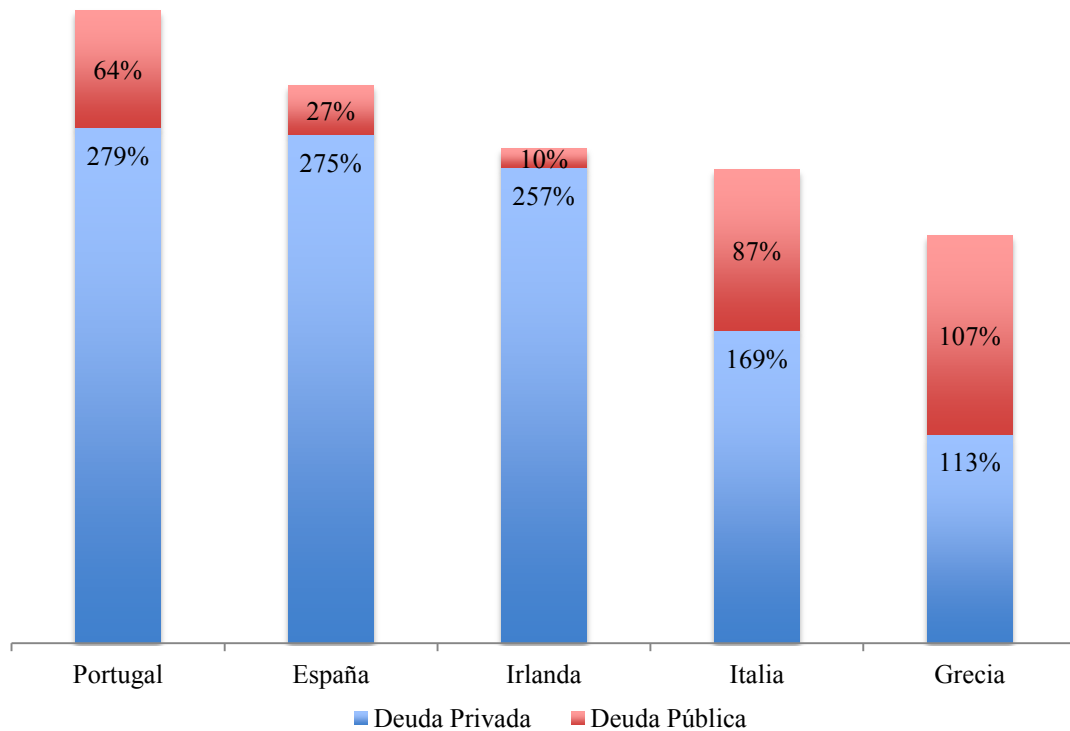


Fuente: elaboración propia, datos del FMI

Desde la creación del Euro, la mayoría de los gobiernos de las economías de la zona euro llevaron a cabo un proceso de desapalancamiento del sector público. Las excepciones más llamativas son las de Grecia y Portugal, países que incrementaron de forma sostenida su endeudamiento público durante este periodo. A esto hay que sumar el caso de Italia, cuya reducción de deuda ha sido muy limitada, manteniendo durante todo este periodo un nivel de endeudamiento superior a la media. Hans-Werner Sinn explicaba en una conferencia impartida el 15 de septiembre de 2014 para *Peterson Institute for International Economics* (Sinn, *The Euro Trap: On Bursting Bubbles, Budgets and Beliefs*, 2014), que si Italia hubiera tomado las medidas oportunas hubiera reducido su deuda a 0 (precios constantes); o al 30% en precios reales.

Por último, se adjunta un gráfico con el nivel de endeudamiento agregado de cada una de las economías más afectadas durante la crisis de deuda de la eurozona que servirá como punto de partida para comprender el origen del problema y las medidas extraordinarias adoptadas por el BCE.

Gráfico 9 Deuda Total Externa en el 2007 (% del PIB)



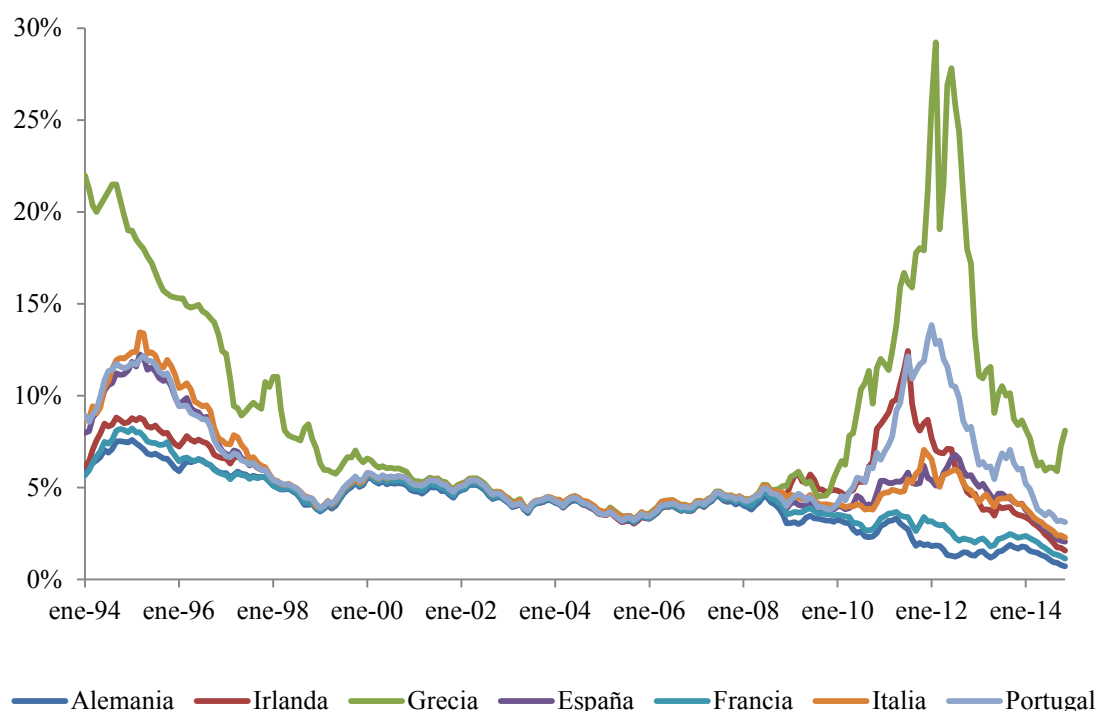
Fuente: elaboración propia, datos del FMI y servicios estadísticos de la OCDE

Todo lo expuesto hasta ahora permite concluir que una de las causas de la Crisis que asola a la Eurozona es el sobreendeudamiento, bien sea público o privado, de las economías periféricas. Por este motivo conviene analizar las medidas adoptadas durante este período por el BCE para determinar si éstas tuvieron alguna influencia.

3.6 Evolución de la política monetaria en el Periodo 2000-2007

Uno de los primeros efectos que tuvo la creación del euro fue la convergencia de los tipos de interés de los distintos países de la eurozona. Los “*spreads*” de la deuda pública son importantes no sólo como indicador del coste de financiación de los gobiernos, sino también como punto de referencia de la del sector privado, de forma que una abaratamiento de la deuda pública tiene *ceteris paribus* el mismo efecto en el sector privado. Para ilustrar esta idea adjuntamos un gráfico en el que se incluyen los la evolución de los tipos de interés soportados por los mencionados Estados:

Gráfico 10 Evolución de los Tipos de Interés de los Bonos a 10 años (%)



Fuente: elaboración propia, datos de Eurostat

Conviene llegados a este punto hacer de nuevo referencia al autor Hans-Werner Sinn que considera que esta convergencia fue uno de los problemas estructurales de la creación del euro (Sinn, *The Euro Trap: On Bursting Bubbles, Budgets and Beliefs*, 2014). En su obra afirma que los inversores sobreestimaron la seguridad del euro, siendo esto un fenómeno sin precedentes (ni si quiera entre los Estados de EE.UU ha tenido lugar). Una de las razones esgrimidas es que los inversores asumieron que el riesgo era común entre los diferentes socios del euro, de forma que si una economía caía el resto de los Estados acudirían en su rescate (ignoraron claramente el Tratado de Maastricht ya que ni siquiera Alemania y Francia cumplieron el mandato).

Este autor considera que la convergencia de los tipos de interés tuvo como efecto una burbuja de crédito (Sinn, *Germany's capital exports under the euro*, 2011) en los países periféricos, algunos de los cuales lo canalizaron hacia el sector de la construcción (Irlanda y España); mientras que otros lo hicieron hacia el sector público como Portugal y Grecia (a través de un aumento de los sueldos públicos y un incremento de la

inversión pública). Afirma igualmente que sin duda este proceso condujo a un “crecimiento real”, pero también aclara que este crecimiento tiene un “alto componente inflacionista” que encareció los medios de producción, y en especial el factor trabajo ya que en muchos de estos países los salarios se encontraban ligados a los indicadores de inflación⁸.

Como resaltamos en el apartado anterior, durante el periodo 2001 al 2004 las grandes economías europeas registraron bajas tasas de crecimiento (e incluso negativas en el caso de Alemania). Ante esta circunstancia se adoptaron medidas tanto en el plano real como en el monetario:

- a) Economía real: por un lado Alemania, siendo canciller el socialista Schroeder (que da nombre al famoso “*Plan Schoroeder*”) y con el objetivo de reducir su alta tasa de paro, adoptó dolorosas medidas en el plano laboral (como la reducción de beneficios sociales y la eliminación del salario mínimo) (Sinn, Germany’s capital exports under the euro, 2011) como en el fiscal (conteniendo e incluso reduciendo el gasto público).
- c) Política Monetaria: durante este periodo el BCE realizó una política monetaria expansiva para reactivar las débiles economías de Francia y Alemania.

3.7 Instrumentos utilizados durante el periodo de estabilidad

Para la explicación en este punto recurrimos de nuevo a la bibliografía oficial del BCE, en concreto al documento llamado “*La Aplicación de la Política Monetaria en la Zona del Euro*” (Banco Central Europeo, 2012, pp. 10-12). Este documento detalla los principales instrumentos utilizados por el SEBC para la implementación de la política monetaria, remitiendo su contenido a la Orientación del Banco Central Europeo de 20 de septiembre de 2011 sobre los Instrumentos y Procedimientos de la Política Monetaria del Eurosistema, en la cual se recogen las definiciones que se transcriben a continuación

⁸ La gran excepción fue Alemania que redujo sus costes laborales alrededor de un 30% en comparación con la media de sus socios europeos. Esto acentuó aún más la pérdida de competitividad periférica.

(artículo 1.3). Durante el periodo de estabilidad (2000 – 2007) los principales instrumentos monetarios utilizados por el BCE fueron:

1. **Operaciones de mercado abierto (art. 1.3.1):** tienen como objetivo fundamental controlar los tipos de interés, gestionar la situación de liquidez del mercado y señalar la orientación de la política monetaria. Este tipo de operaciones se llevan a cabo a través de 5 tipos de actuaciones:
 - a. Las *operaciones temporales* (aplicables mediante cesiones temporales o préstamos garantizados).
 - b. Las *operaciones simples*.
 - c. La emisión de certificados de deuda del BCE.
 - d. Swaps de divisas.
 - e. Captación de depósitos a plazo fijo.

Estas operaciones se inician a instancias del BCE, que también decide el instrumento a utilizar y las condiciones para su ejecución. Se pueden realizar mediante subastas estándar, subastas rápidas o procedimientos bilaterales. Además las operaciones del BCE se pueden agrupar en 4 tipos según la finalidad que persigan:

- I. Las **operaciones principales de financiación** son operaciones temporales de inyección de liquidez de carácter regular, periodicidad semanal y vencimiento habitual a una semana, que los BCN ejecutan mediante subastas estándar.
- II. Las **operaciones de financiación a plazo más largo** son operaciones temporales de inyección de liquidez de periodicidad mensual y vencimiento habitual a tres meses. Estas operaciones (subastas estándar) tienen por objeto proporcionar a las entidades de contrapartida financiación adicional a plazo más largo.
- III. Las **operaciones de ajuste** se ejecutan de forma *ad hoc* para:
 - a. Gestionar la situación de liquidez del mercado.
 - b. Controlar los tipos de interés.
 - c. Suavizar los efectos que en dichos tipos causan las fluctuaciones inesperadas de liquidez en el mercado.

Las operaciones de ajuste se ejecutan principalmente mediante operaciones

temporales, pero también pueden realizarse mediante swaps de divisas o la captación de depósitos a plazo fijo. Los instrumentos y procedimientos utilizados en la ejecución de las operaciones de ajuste se adaptan a los tipos de transacciones y a los objetivos específicos que se persiguen en cada caso. Los BCN realizan normalmente estas operaciones mediante subastas rápidas o procedimientos bilaterales.

IV. **Operaciones estructurales:** se realizan mediante la emisión de certificados de deuda del BCE, operaciones temporales y operaciones en firme. Se llevan a cabo siempre que el BCE desea ajustar la posición estructural del Eurosistema frente al sector financiero (de forma periódica o no periódica). Los BCN ejecutan estas operaciones realizadas en forma de operaciones temporales y emisión de certificados de deuda mediante subastas estándar.

2. Facilidades permanentes (art. 1.3.2):

Las facilidades permanentes tienen por objeto:

- Proporcionar y absorber liquidez a un día
- Señalar la orientación general de la política monetaria
- Controlar los tipos de interés del mercado a un día

Las entidades que operan con el Eurosistema⁹ pueden, por propia iniciativa, recurrir a dos facilidades permanentes, sujetas al cumplimiento de ciertas condiciones de acceso (véase también el cuadro 1):

- a) Las entidades pueden utilizar la **facilidad marginal de crédito** para obtener liquidez a un día de los BCN contra activos de garantía. En circunstancias normales no existen restricciones al crédito (salvo el requisito de presentar las garantías suficientes). 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.
- b) Las entidades pueden utilizar la **facilidad de depósito** para realizar depósitos a un día en los BCN. En circunstancias normales, no existen límites para estos depósitos ni otras restricciones. El tipo de interés de la

⁹ Los BCN gestionan las facilidades permanentes de forma descentralizada.

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

3. Reservas mínimas (art. 1.3.3):

El sistema de reservas mínimas del Eurosistema se aplica a las entidades de crédito de la zona del euro y tiene como objetivos primordiales estabilizar los tipos de interés del mercado monetario y crear (o aumentar) el déficit estructural de liquidez. Se determinan en relación con algunas partidas de su balance.

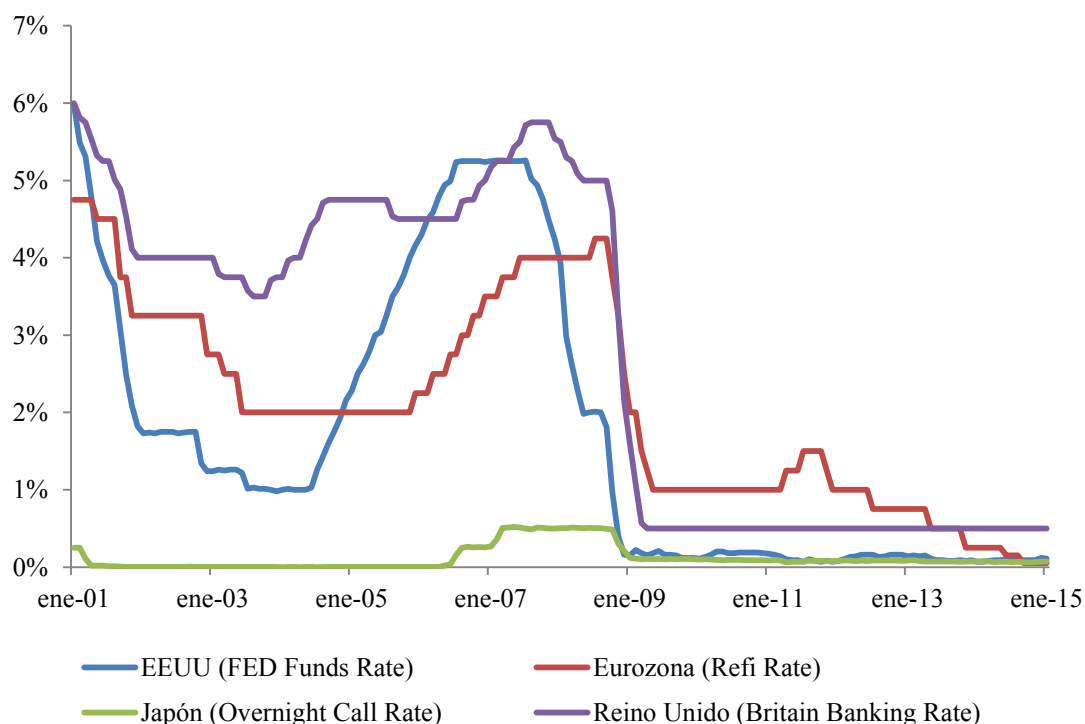
Para alcanzar el objetivo, el sistema permite a las entidades hacer uso de mecanismos de promedios. Así, el cumplimiento de las reservas mínimas se fija en función del nivel medio de reservas diarias durante el periodo de mantenimiento. Las reservas exigidas a las entidades se remuneran al tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema.

4. ESTALLIDO DE LA CRISIS FINANCIERA EN EE.UU

4.1 Acción coordinada de los Bancos Centrales

Desde el estallido de la Crisis Financiera en EE.UU en 2008 los bancos centrales de la mayoría de las economías desarrolladas han implementado políticas monetarias acomodaticias. Tal y como recuerdan Rakesh Mohan y Muneesh Kapur en su artículo “*Monetary Policy Coordination and the Role of Central Banks*” (Kapur, 2014), este camino fue iniciado por la Reserva Federal en el año 2007.

Gráfico 11 Evolución de los Tipos de Interés de Bancos Centrales (%)



Fuente: elaboración propia, datos de los Bancos Centrales Nacionales

Los Bancos Centrales de Canadá (BCA) y de Inglaterra (BCI) imitaron posteriormente los movimientos de la FED. Por lo que se refiere al BCE, no siguió esta senda expansiva hasta mitad del 2008, endureciéndose después para finalmente entrar en la senda acomodaticia a partir de octubre de 2008 (tras el colapso de *Lehman Brothers*). Sin embargo, mencionar aquí que el BCE se ha mostrado más reacio a estas políticas

expansivas, muestra de ello es que los tipos de interés no bajaron al 0,25% hasta noviembre de 2013.

Uno de los motivos de este retraso es el conocido debate en el seno del consejo de gobierno del BCE. Esencialmente encontramos dos posturas enfrentadas: las de los miembros de las economías periféricas (liderados por Francia, Italia y España); y por otra lado la de Alemania y los países Nórdicos (denominados por parte de algunos medios como “los Halcones”). Empero, tal y como se recuerda en el artículo de *The Economist* del 29 de marzo de 2014 (The Economist, 2014), parece que existe unidad en cuanto a la necesidad de implementar medidas que busquen una salida al actual ciclo deflacionista. En palabras de Jens Weidman (Gobernador del Bundesbank) (El Economista, 2014):

"Las medidas no convencionales que se están considerando son territorio desconocido. Esto implica que necesitamos una discusión sobre su efectividad y sobre su coste-beneficio"

Las acciones coordinadas no aparecieron en los primeros momentos de la crisis sino que durante ese periodo cada Banco Central buscaba soluciones a sus problemas domésticos y no asumían que esta crisis iba a tomar carácter global. Por tanto no es hasta después de la caída de *Lehman Brothers* (8 de octubre de 2008), cuando encontramos la primera acción coordinada de las instituciones monetarias de seis de las economías más desarrolladas de la OCDE¹⁰. Esta medida consintió en una reducción de los tipos de interés de entre 25 y 50 puntos básicos.

Para reforzar la idea de que estas medidas fueron una auténtica acción coordinada nos gustaría transcribir, tal y como hicieron Rakesh Mohan y Muneesh Kapur en su mencionado artículo, las palabras del Consejo de Gobierno de la Reserva Federal del año 2008:

"By showing that policymakers around the globe were working closely together, had a similar view of global economic conditions, and were willing to take strong actions to address those conditions, coordinated action could help to bolster consumer and business confidence and so yield greater economic benefits than unilateral action".

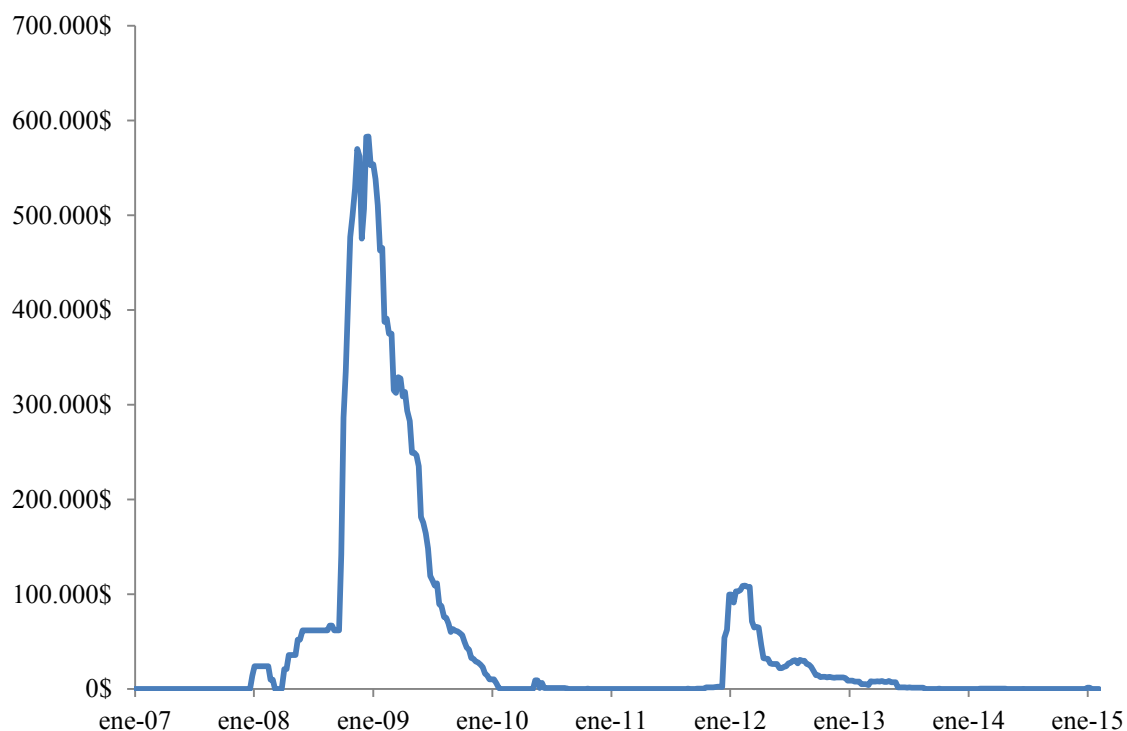
¹⁰ BCA, BCE, FED, BCI, Banco Central de Suiza y el Banco Central de Suecia.

En este párrafo vemos de forma clara como la FED reconoce que los beneficios que se pueden obtener de una acción coordinada son mayores que los de una acción unilateral ya que el proceso de globalización acontecido en los últimos 25 años ha hecho que las condiciones monetarias trasciendan a los Estados.

Por otra parte Rakesh Mohan y Muneesh Kapur reconocen que, a diferencia de lo ocurrido con los tipos de interés, existió una mayor coordinación para la provisión de liquidez a través del uso de *Swaps*. La Reserva Federal, el BCE y el Banco Central de Suiza extendieron líneas de liquidez en dólares americanos en Diciembre de 2007 a consecuencia de los temores desplegados por el inicio de la crisis en EE.UU. Estas líneas de liquidez fueron ampliadas a otros doce¹¹ Bancos Centrales durante el periodo transcurrido entre septiembre y octubre de 2008. Podemos concluir que se trataba de una auténtica respuesta global de las instituciones monetarias de la mayoría de los países desarrollados.

¹¹ Banco de la Reserva de Australia, Banco Central do Brasil, el BCA, Banco Nacional de Dinamarca, el BCI, el Banco de Japón, el Banco de Corea, el Banco de México, Banco Central de Nueva Zelanda, el Norges Bank, la Autoridad Monetaria de Singapur, y el Sveriges Riksbank

Gráfico 12 Liquidity Swaps por la Reserva Federal (Dólares americanos)



Fuente: elaboración propia, datos Consejo de Gobierno de la FED

Estas líneas de liquidez fueron también renovadas por el BCE y la FED en abril de 2009, noviembre de 2011 y octubre de 2013. La idea de estos acuerdos es proveer de liquidez de la moneda extranjera entre las instituciones firmantes (en el 2013: BCE, BCI, Banco Central de Japón, Banco Central de Suecia y FED). Tal y como indica el BCE en su nota de prensa de 31 de octubre de 2013 (Banco Central Europeo, 2013):

“Los actuales acuerdos swaps han ayudado a aliviar tensiones en los mercados financieros y mitigar sus efectos en las condiciones económicas. Los acuerdos en vigor (permanentes) continuarán sirviendo como una barrera prudente de liquidez”.

4.2 Políticas desplegadas por la FED

El objetivo de este documento es describir la evolución de la política monetaria del BCE a raíz del estallido de la crisis financiera en EE.UU. Para alcanzarlo, no podemos perder de vista los movimientos de su homólogo americano (Fed) debido a que en

numerosos supuestos, entre ellos el reciente programa de *Quantitative Easing*, los movimientos del BCE han replicado a los de la FED. Además también es el punto de partida necesario para lograr una mejor comprensión del debate en torno a las diferentes políticas acometidas en ambos lados del Atlántico. Para este propósito recurrimos a la nota de prensa del Consejo de Gobierno de la Fed publicada el 8 de enero de 2014 (Reserva Federal, 2014). En esta nota se encuentran agrupados en tres categorías los principales instrumentos utilizados por la institución monetaria desde el inicio de la crisis:

- a) El primer grupo hace referencia a las provisiones de liquidez a corto plazo para bancos y otras instituciones financieras. Los principales instrumentos utilizados son *Discount window*, *Term Auction Facility* (TAF), *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF), y *Term Securities Lending Facility* (TSLF). En esta categoría incluimos también los ya mencionados acuerdos *Swap* con las distintas instituciones monetarias internacionales.
- b) El segundo grupo hace referencia a inyecciones de liquidez directamente a prestamistas e inversores. Los instrumentos más relevantes son: *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF), *Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility* (AMLF), *Money Market Investor Funding Facility* (MMIFF), y el *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF).
- c) Finalmente el Consejo de Gobierno resalta las operaciones de mercado abierto. A través de ellas se busca apoyar el funcionamiento de los mercados financieros, forzar una tendencia bajista en los tipos de interés y conseguir en general unas condiciones financieras más acomodaticias a través de la compra de valores a largo plazo por la reserva federal. Es en este grupo donde se incluyen las controvertidas compras de Agency-guaranteed Mortgage-backed Securities (MBS) a un ritmo de 40 mil millones de dólares americanos mensuales por el FOMC. En enero de 2013 el ritmo fue aumentado a 45 mil millones hasta diciembre de 2013, cuando las compras se redujeron en 10 mil millones.

A la hora de analizar las diferencias entre las políticas implementadas por la FED y el BCE, debemos tener en cuenta las diferencias en sus mandatos. Recordemos que el

BCE tiene el objetivo mientras que la FED¹² es además responsable de fomentar el crecimiento (Sección 2A¹³ de la *Federal Reserve Act*).

4.3 Respuesta del BCE: adopción de nuevas medidas

Al igual que su homólogo americano, el BCE ha tomado nuevas medidas y desarrollado nuevos instrumentos desde el inicio de la Crisis Financiera. Una buena aproximación es la incluida en la bibliografía oficial del BCE, en particular en el documento: “*The Monetary Policy of the ECB*” (Banco Central Europeo, 2011, pp. 126-128):

1. Extensión de los vencimientos de las provisiones de liquidez: es aquí donde encontramos las conocidas macro-inyecciones de liquidez (LTRO). Los programas LTRO (*Longer-term Refinancing Operations*) tenían como objetivo reducir la incertidumbre que dominaba los mercados en el inicio de la Crisis. La idea era extender los vencimientos de las subastas de liquidez hasta 3 y 6 meses, 12 después de la caída de *Lehman Brothers*, meses para fomentar que los bancos e instituciones financieras no dejaran de proveer de crédito a la economía real. De nuevo encontramos detractores de estas políticas como por ejemplo el Director General de Renta 4 Jesús Sánchez Quiñones (Quiñones, 2013). En este artículo el autor considera que la combinación de las subastas de liquidez proporcionadas por el BCE, la regulación más favorable a la compra de bono que la concesión de crédito y la promesa de hacer lo que sea necesario para salvar el euro, han provocado en los bancos una adicción a la financiación del BCE. Sin embargo, Quiñones también afirma que “*De momento los bancos siguen disfrutando de los efectos anestésicos y alucinógenos de la liquidez*”

¹² Se debe mencionar que la actual presidenta de la FED, Janet Yellen llegó junto a marido George Akerlof a conclusiones en las que existe una relación entre política monetaria y mercado de trabajo (Davies, *The Economics of Janet L. Yellen*, 2013)

¹³ “*The Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy's long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates.*”

proporcionada por el BCE, pero en algún momento la actitud de la autoridad monetaria cambiará”.

2. Fijación de un tipo fijo: en lugar del tradicional proceso de fijación de tipos de interés a través de la subasta, el BCE adoptó un interés fijo para las operaciones de refinanciación. De esta forma las instituciones que tengan acceso podrán hacerlo de forma ilimitada siempre que presenten garantía de conformidad con las normas del BCE.
3. Acuerdos (*Currency Swap*): este instrumento ya fue descrito al hablar sobre la acción coordinada de los Bancos Centrales. Remarcar de nuevo que el propósito de este instrumento es el de proveer de liquidez en moneda extranjera (principalmente, dólares americanos) a los bancos europeos que tuvieran vencimientos en dicha moneda.
4. Requisitos de Garantías (*Collateral Requirements*): como ya hemos mencionado, para acceder a la financiación del BCE los bancos deben presentar activos que sirvan como garantía para respaldar el crédito. Si se aumenta el número de activos aceptados como garantía, se amplía el número de elementos del balance que los bancos pueden aportar, y de esta forma se incrementa a su vez indirectamente el acceso a la financiación.
5. Programa de compra de bonos garantizados (*Covered Bonds Purchase Program*): el Eurosistema aceptó comprar por valor de 60 mil millones de euros bonos emitidos en la eurozona entre mayo de 2009 y junio de 2010. El propósito de este instrumento era el de dotar de liquidez al mercado de bonos garantizados (donde muchas instituciones financieras buscan fondos), que quedó inactivo tras el estallido de la Crisis Sub-prime.
6. SMP (*Securities Market Program*): Este programa fue adoptado en mayo de 2010 cuando se produjeron las tensiones en el mercado de bonos soberanos, disparándose los *spreads* de los países periféricos con respecto a Alemania. Este programa permite al Eurosistema realizar intervenciones en los mercados de deuda pública y privada para evitar “disfunciones” en su operativa. Es importante resaltar aquí que:

- a. En el caso de la compra de deuda pública se limita al mercado secundario, de conformidad con los límites establecidos al mandato del BCE a los Tratados.
- b. Las compras que se realicen no afectarán al balance del BCE ya que se neutralizarán con operaciones de absorción de liquidez. Esta afirmación no es baladí debido a que supone la principal diferencia con el controvertido programa de *QE* que se estudiará más adelante.
- c. Este instrumento será el precedente al programa OMT desarrollado por el BCE en el año 2012.
- d. La diferencia con el programa de *Covered Bonds Purchase Program* reside en el objeto de la compra: los bonos son emitidos por entidades financieras.

7. *Targeted Longer-term Refinancing Operations (TLTRO)*: fueron anunciadas en Junio de 2014. Estas operaciones tienen como propósito principal mejorar el funcionamiento del mecanismo de transmisión monetaria hacia la economía real (Banco Central Europeo, 2014). Bajo esta herramienta las instituciones financieras podrán pedir prestada una cantidad que suponga hasta el 7% de los préstamos totales concedidos a instituciones privadas (no financieras) dentro de la zona euro en dos operaciones: septiembre y diciembre de 2014 (Banco Central Europeo, 2014).

Durante el periodo entre marzo de 2015 y junio de 2016 todas las instituciones elegibles podrán participar en los programas TLTRO que tendrán lugar trimestralmente, de forma que las nuevas cantidades podrán ser hasta 3 veces el préstamo neto de cada entidad. Todas las operaciones de TLTRO tienen como vencimiento septiembre de 2018. Los tipos de interés de todas las operaciones son fijos y coincidirán con los fijados para los Eurosistemas *Main Refinancing Operations* (MRO) en el momento de la reclamación de los fondos más un spread de 10 puntos básicos.

Esta aproximación a las políticas monetarias del BCE y de la FED nos permite realizar una primera conclusión: la crisis actual tiene componentes desconocidos hasta el momento, de aquí que los Bancos Centrales se hayan visto obligados a innovar y desarrollar nuevas herramientas para afrontarlos. En este sentido Xavier Sala i Martín

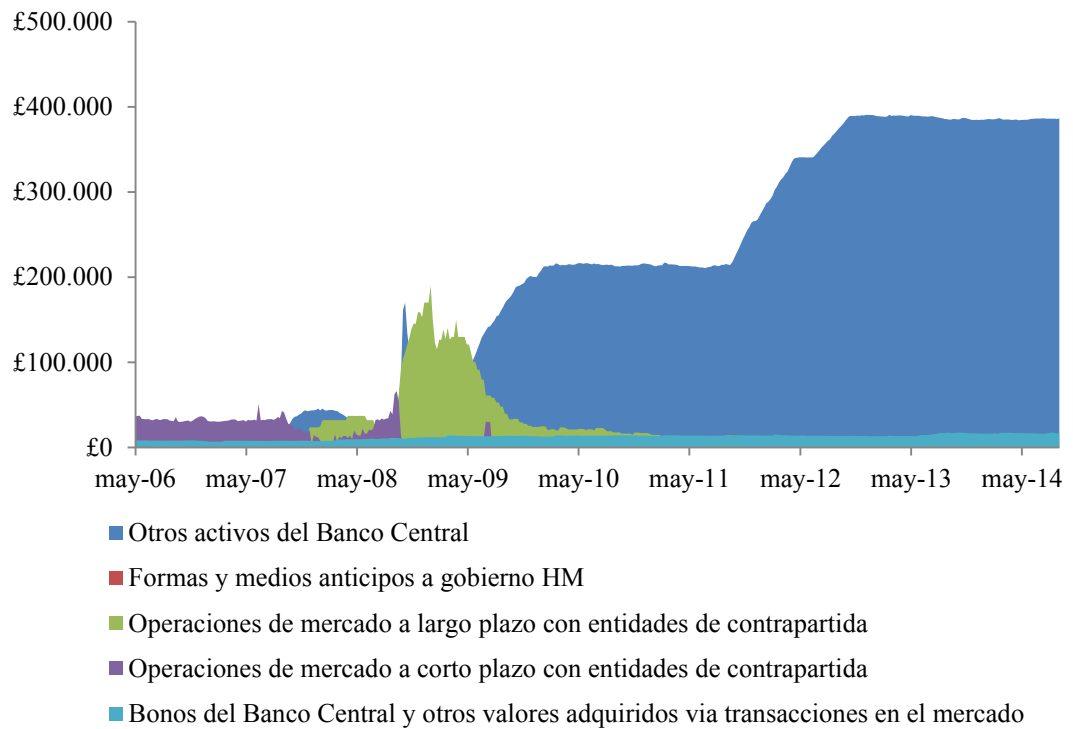
afirmaba que la bajada de interés a tipos negativos es “*es entrar en territorio desconocido ya que no hay muchas experiencias históricas de los bancos centrales importantes*” (Martín, 2014). Por otra parte el profesor Sala i Martín se muestra convencido de que estas políticas monetarias no convencionales se prolongarán durante mucho tiempo.

4.4 Políticas desplegadas por el resto de Bancos Centrales

En este epígrafe queremos hacer mención a las políticas desplegadas por los Bancos Centrales de Japón y de Inglaterra. El motivo es que estos dos bancos han sido los que han implementado políticas más agresivas dentro de los miembros de la OCDE y es por ello que algunos economistas tienden a incluirlas en los debates sobre la conveniencia o no de un determinado instrumento. Comencemos nuestro análisis con el BCI:

- a) Banco Central de Inglaterra (BCI): uno de las cuestiones más importantes con respecto a la política monetaria llevada a cabo por el BCI es el denominado “*Quantitative Easing*”. Al igual que la FED el Banco Central de Inglaterra ha llevado a cabo un proceso de compra de activos. El análisis en detalle sobre este programa, sus objetivos y efectos lo dejamos para un epígrafe posterior. Sin embargo si que quisiéramos incluir un gráfico en el que se muestra la enorme compra de activos realizada por el organismo monetario. Tal y como explica la institución a través de su página web oficial el objetivo del programa es acercar la inflación al *target* del 2% anual.

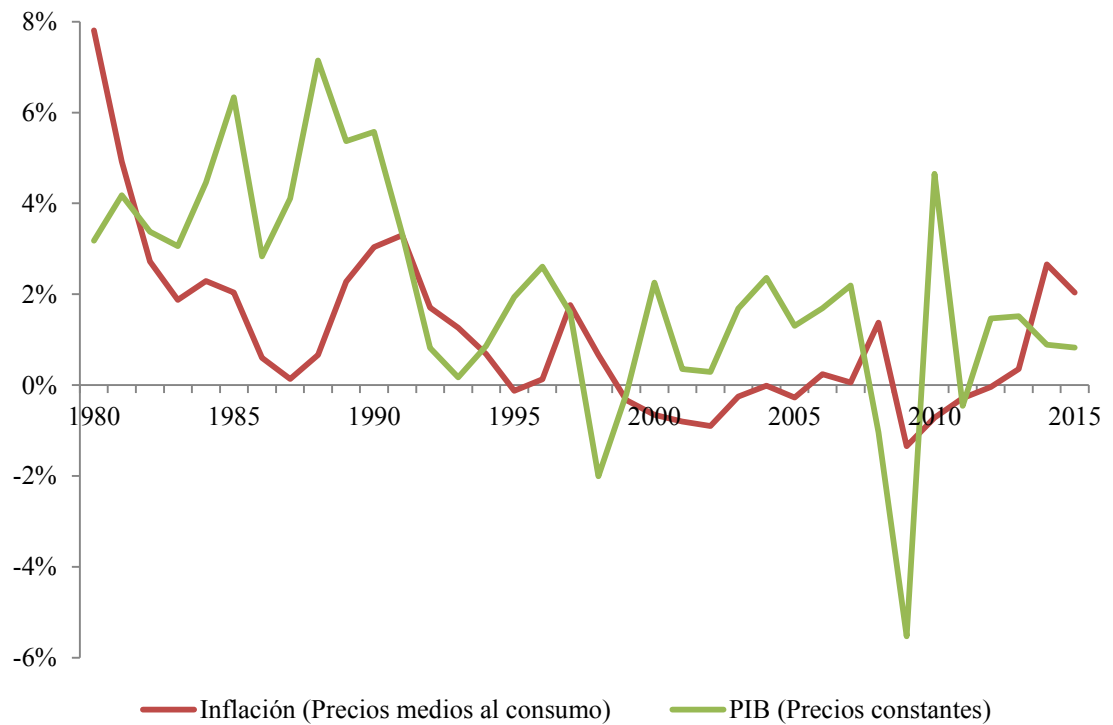
Gráfico 13 Evolución del Balance BCI (millones £)



Fuente: elaboración propia, Datos del Banco Central de Inglaterra

- b) Banco Central de Japón: aquí es de mención obligada el denominado programa de “*Abenomics*” (denominado así por el primer ministro Shinzō Abe). Este programa combina una política monetaria muy agresiva con una política fiscal flexible y reformas estructurales todo ello con el objetivo de sacar a Japón del periodo deflacionario en el que lleva sumido los últimos 20 años e impulsar un crecimiento sostenible en el futuro.

Gráfico 14 Evolución de la Tasa de Inflación y del PIB en Japón (%)



Fuente: elaboración propia, datos del FMI

Para llevar a cabo este programa el primer ministro nombró como presidente del Banco Central de Japón a Haruhiko Kuroda quien inició un ambicioso programa de “*Quantitative Easing*” con el objetivo de alcanzar una tasa anual de inflación del 2%.

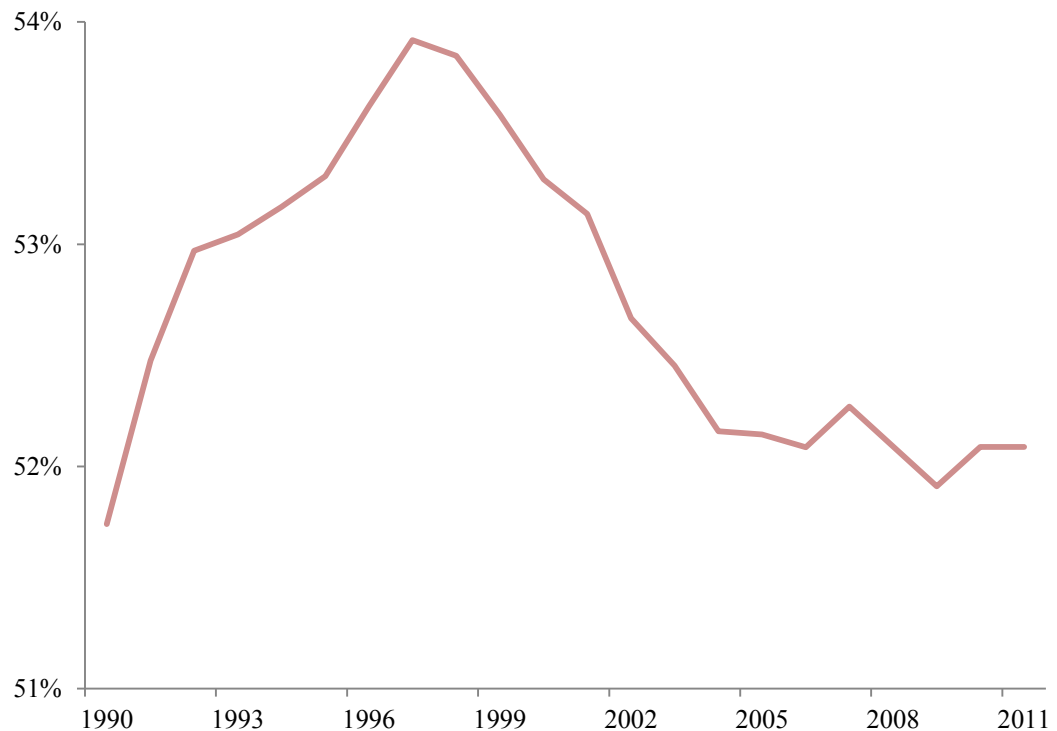
Gráfico 15 Evolución del Balance del BCJ (millones de Yuanes)



Fuente: elaboración propia, datos del Banco Central de Japón

Pese a lo innovador del programa, éste ha sido duramente criticado por algunos economistas. Por ejemplo Martín Wolf, director del diario *Financial Times*, consideraba desde un principio que este programa no sería suficiente y centraba el problema del crecimiento en una caída de la población en edad de trabajar (Wolf, 2013). En esta misma línea, Daniel Lacalle (Lacalle, "Abenomics" o el Timo de la Estampita, 2014) aclaraba después de que se aplicaran estas medidas: “No sólo aumenta la deuda, sino que el déficit comercial se ha disparado hasta alcanzar un nivel inaceptable”. En su opinión la devaluación supuso un mayor coste de las importaciones que no se vio marginalmente compensado con la mejora de las exportaciones. Añade además que la mejora de la inflación en Japón de inicios de 2014 se debió a “los costes energéticos y de los bienes importados, no porque crezcan los salarios o mejoren de manera relevante los otros conceptos”. Por otro lado, Lacalle sitúa al igual que Martín Wolf la caída de la fuerza trabajadora de Japón como la principal causa de las débiles tasas de crecimiento.

Gráfico 16 Evolución de la Población Activa en Japón (% población total)

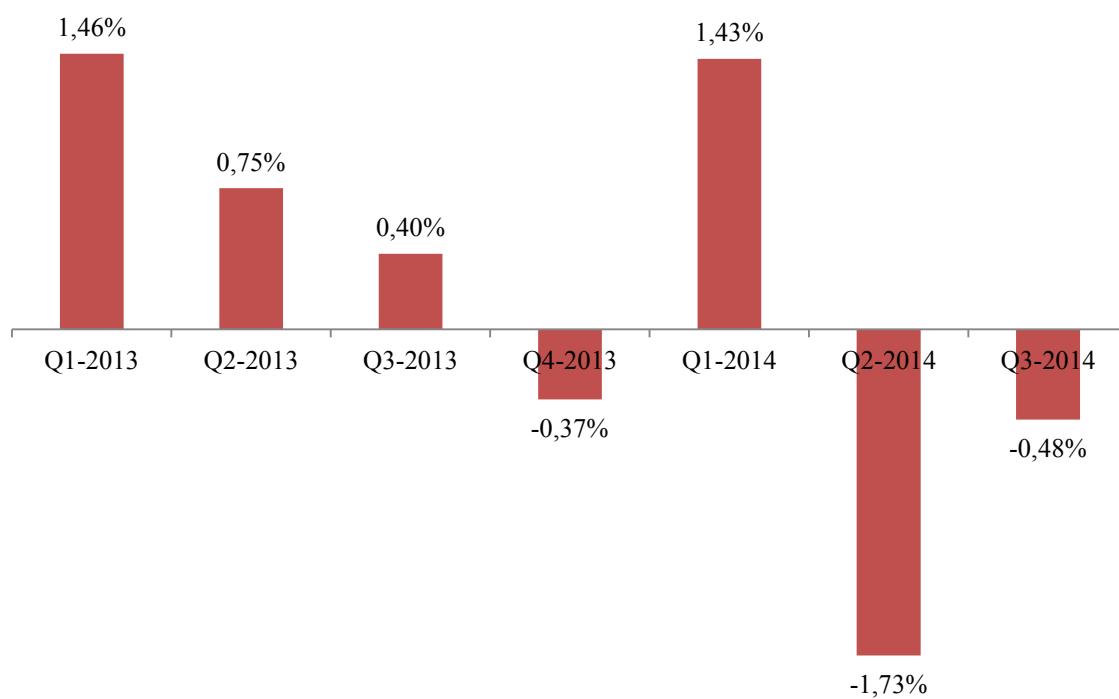


Fuente: elaboración propia, datos del FMI e Index Mundi

Finalmente quisiéramos mencionar que, a consecuencia de la tasa negativa de crecimiento registrada en el tercer trimestre del año 2014, el ejecutivo nipón decidió convocar elecciones a fin de lograr la aceptación popular de su plan económico. En estas elecciones se renovó el mandato del ejecutivo de Shinzō Abe que prometió continuar con las medidas descritas en este epígrafe.

Tras estas elecciones Japón ha logrado volver a la senda del crecimiento aunque las tasas que presenta están muy alejadas de la de su contraparte americana y plantea dudas sobre la efectividad de este conjunto de medidas. En el siguiente gráfico se muestran las tasas de crecimiento del primer mandato de Shinzō Abe.

Gráfico 17 Tasa de crecimiento del PIB en Japón (% en trimestres)



Fuente: elaboración propia, datos de los servicios estadísticos de la OCDE

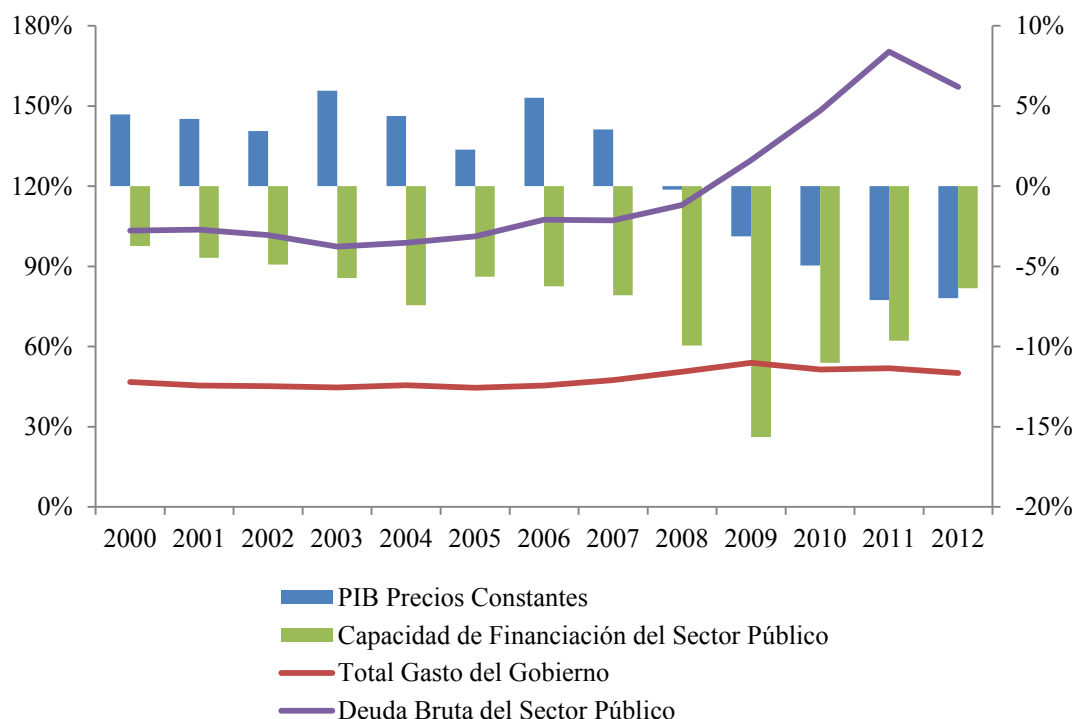
5. INICIO DE LA CRISIS DE DEUDA EN LA U.E.

5.1 Inicio de la Crisis de Deuda

La Crisis de Deuda de la Eurozona se inició en el año 2010 cuando el *rating* del bono soberano de Grecia fue degradado a bono basura. A consecuencia de esto se inició una serie de tensiones en los mercados de deuda soberana que dispararon los diferenciales de los países periféricos con respecto al bono alemán. No es motivo de análisis en este trabajo las causas últimas del desastre griego, lo que no impide que incluyamos brevemente las 5 causas destacadas por el ministro griego de finanzas en su *Stability and Growth Program* de 2010 (Ministro de Finanzas de Grecia, 2010). Según este documento las 5 causas que llevaron al colapso griego fueron:

- 1) Crecimientos del PIB: tras 2008 los crecimientos del PIB pronosticados por la agencia griega de estadística fueron sobreestimados.
- 2) Déficit Público: como ya comentamos en puntos anteriores, desde la creación del euro, Grecia no sólo no ha disminuido el gasto del sector público sino que además lo ha aumentado considerable y progresivamente.
- 3) Deuda pública: Durante el periodo de bonanza el gobierno Griego no redujo el endeudamiento del sector público lo que acabó con el margen de maniobra del ejecutivo una vez comenzó la crisis económica (ver gráfico *supra*).
- 4) No cumplimiento del presupuesto
- 5) Credibilidad de los datos estadísticos: durante el periodo 2005 al 2009 Eurostat notificó varias incidencias al gobierno griego sobre los datos fiscales enviados al organismo europeo. Sin embargo el caso más controvertido fue el encubrimiento de deuda realizada a través de los acuerdos Swap celebrados entre el gobierno griego y Goldman Sachs (Balzli, 2010).

Gráfico 18 Datos Macroeconómicos Grecia (% del PIB)

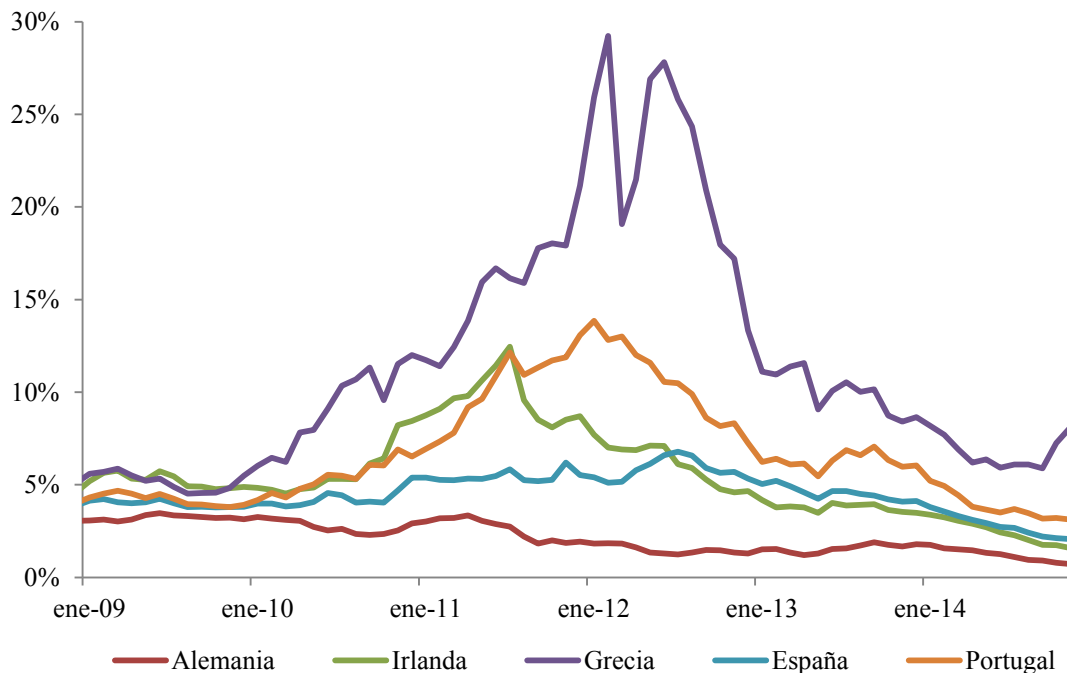


Fuente: elaboración propia, datos del FMI

Como ya hemos mencionado, estos motivos llevaron a las agencias de calificación a revisar el *rating* del país heleno y degradarlo a bono basura. Esto trajo como efecto la imposibilidad de Grecia de acceder a los mercados para financiarse, conduciendo al colapso económico y al efecto contagio del resto de las economías periféricas (este efecto fue especialmente visible en el mercado de los *Credit Default Swaps*, CDS). En el caso de España, el 28 de abril de 2010 S&P bajó la calificación de la deuda (Amigot, 2010) (Fitch el 29 de mayo y Moody's el 30 de septiembre). Este no acceso a la financiación es el rasgo característico de la actual crisis europea y que da nombre a al periodo recesivo en el que vivimos (Crisis de Deuda).

Queremos mostrar aquí uno de los gráficos más recurrentes a lo largo de los últimos años. En él se muestra la evolución de los tipos de interés de los bonos soberanos de los países más afectados durante la crisis de deuda:

Gráfico 19 Tipos de Interés de los Bonos de las Economías Periféricas (%)



Fuente: elaboración propia, datos de Eurostat

5.2 Respuesta Inicial del BCE

Para este epígrafe recurrimos al boletín económico del Banco de España (BdE) de Julio de 2013. En este documento, denominado “La Respuesta del Banco Central Europeo a la Crisis”, se desglosan algunas de las medidas adoptadas por el BCE desde el 2008. Lo primero que indica su autor, José Luis Malo de Molina¹⁴, es que el BCE fue el primer Banco Central en responder al cambio de percepción al riesgo y a los *spreads* exigidos por los inversores tras el colapso de *Lehman Brothers*.

La primera medida que el BCE adoptó fue la de proveer de liquidez al sistema a través de las operaciones que se han descrito más arriba. El objetivo que se perseguía con estas medidas era el de convertir al Banco Central Europeo en el principal proveedor de financiación al quedar el mercado interbancario cerrado por la desconfianza e

¹⁴ José Luis Malo de Molina es Director General de la Dirección General de Economía, Estadística e Investigación.

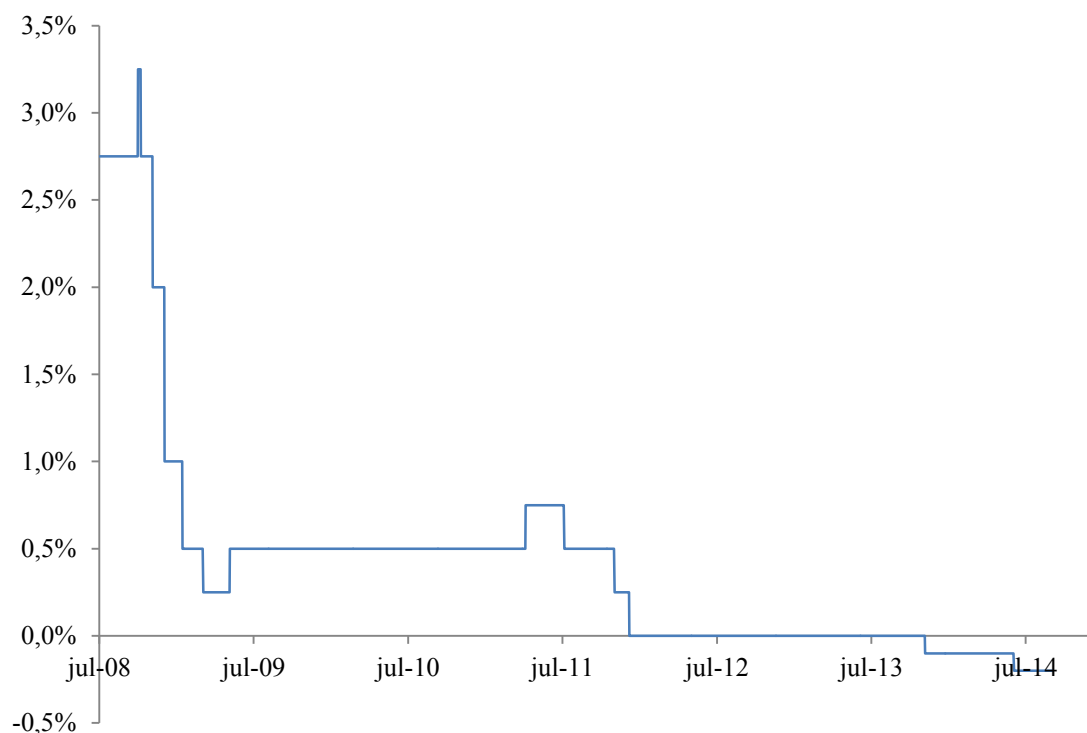
incertidumbre (prestamista de última instancia). De esta forma muchas de las transacciones que en la época pre-crisis se realizaban entre agentes financieros pasaron a estar depositadas en el balance del Balance del BCE.

El problema es que al depositarlos en el BCE¹⁵, estos fondos dejan de circular por el sistema financiero, y con ello dejan de proveer de fondos a empresas y familias. De ahí que una de las medidas más recurrentes desde el 2008 ha sido la disminución de los tipos de interés abonados por los bancos centrales a las instituciones financieras depositantes, con el propósito último de promover que estos fondos sean prestados al resto de agentes económicos, y en especial, a familias y empresas.

Sin embargo es necesario puntualizar que ha habido numerosas críticas a esta medida. Muchos economistas consideran que el problema del crédito en la eurozona, y en concreto en los países periféricos es la falta de una demanda solvente. Además, queríamos también traer aquí la teoría del “*Zero Lower Bound*” incluida, entre otra, en la obra “*House of Debt*” (Sufi, 2014, pp. 53-56). De acuerdo con esta teoría existe un límite a la bajada de los tipos de interés y es el del 0% porque en ese momento es cuando el dinero se guarda en *cash* debido a que este no puede generar intereses negativos y no puede perder valor.

¹⁵ El BCE paga intereses a las instituciones financieras que depositan fondos en él.

Gráfico 20 Evolución de los tipos a los depósitos (%)

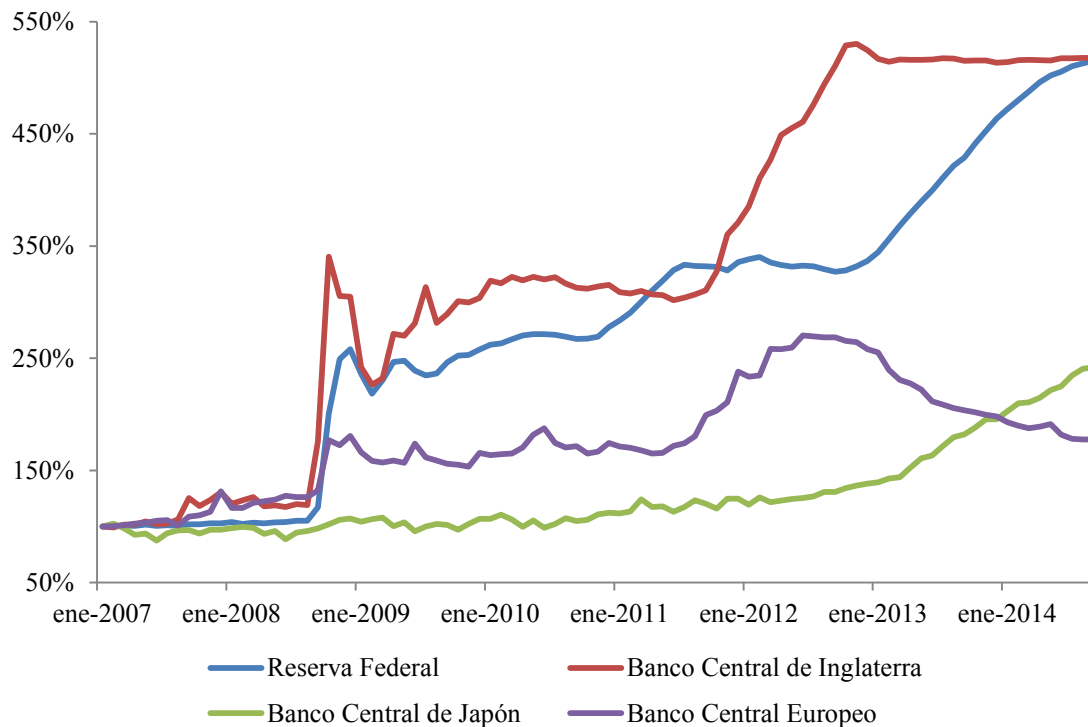


Fuente: elaboración propia, datos del BCE

Por otra parte como ya se indicó *supra*, para dotar de liquidez en toda la UE el BCE pasó a fijar el tipo de interés, además de alargar los vencimientos de las operaciones de liquidez realizadas por el BCE (de 3 meses a 3 años) y flexibilizar los criterios de elegibilidad de garantías por el BCE. El propósito era transmitir certidumbre a los inversores, mostrándoles que el BCE estaba dispuesto a aportar refinanciación en el corto y medio plazo para que volvieran a invertir.

Otro grupo de medidas son las consistentes en compra de valores (públicos y privados). Dentro de este grupo destacamos el ya mencionado programa SMP (*Securities Market Program*) mediante el cual el BCE compraba títulos con el objetivo de restablecer las conexiones en los mercados financieros.

Gráfico 21 Activos Totales del BCE, FED, BCJ y BCI (Base 100)



Fuente: elaboración propia, datos del Consejo de Gobierno de la FED

Una primera diferencia a la vista de este gráfico es que los programas de compra de valores han sido mucho más reducidos en el caso del BCE que en el de sus homólogos inglés y americano. Esto hace que muchos economistas consideren que la mejora económica en Reino Unido y EE.UU fue debida a estos programas, y que por ello el BCE debería empezar a realizar políticas más agresivas. Por ejemplo, el 20 de octubre de 2014 Christopher Thomson publicó en el *Financial Times* (Thompson, 2014) a raíz del inicio del nuevo programa de compra de activos garantizados que esta medida no sería suficientemente efectiva y que:

“Si el BCE quiere aumentar de forma significativa el crédito, entonces tendrá que lidiar con los activos de mayor riesgo dentro del balance, en concreto aquellos que consumen más capital y dificultan el crédito. Además también debe fijar como objetivo aquellos valores que pueda comprar en cantidades masivas: deuda soberana”.

Citamos este artículo porque queremos mostrar un grupo de opinión en torno a los programas de compra por parte del BCE. Sin embargo ya indicamos *supra* que hay otro grupo de economistas que se muestran firmemente en contra de estas medidas.

Destacamos aquí de nuevo el debate entre los miembros del Consejo de Gobierno del BCE y el titular del Bundesbank Jens Weidmann (Davies, It's Draghi versus Weidmann on ECB QE, 2014) (apoyado por el instituto IFO) que afirmó:

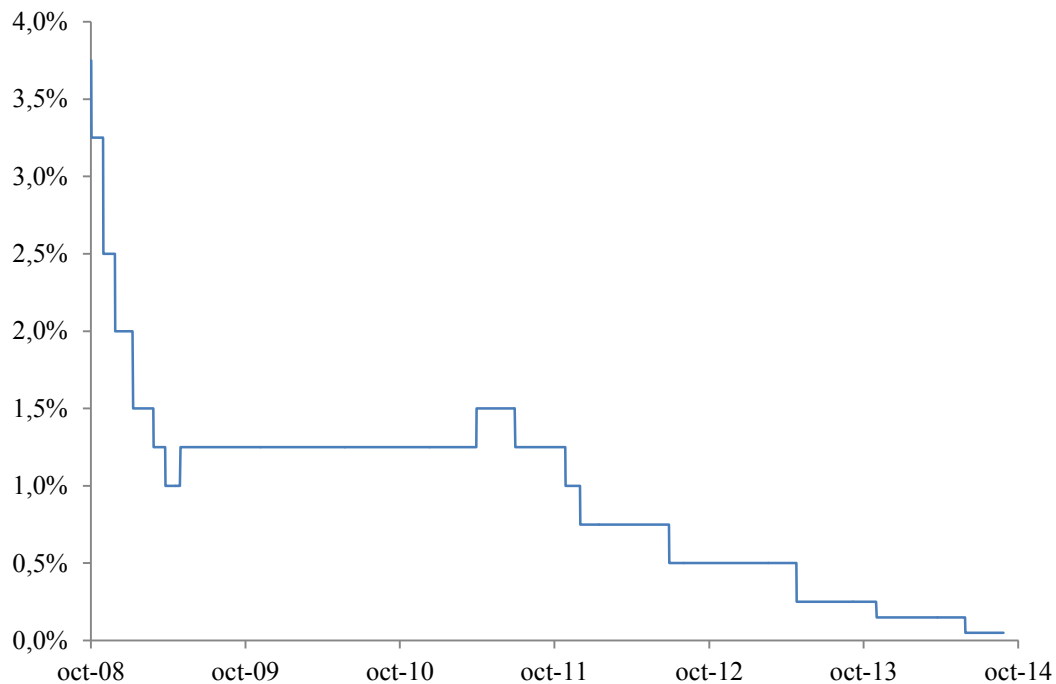
“Las compras de bonos del gobierno en el mercado secundario no están prohibidas como tales. Sin embargo, el mandato del BCE está más estrechamente limitado que el de los bancos centrales en otras áreas monetarias. La financiación monetaria está prohibida por una buena razón, y esta prohibición no se debe permitir que se eluda a través de compras en el mercado secundario”.

Lo que Jens Weidmann pretende decir es que el BCE no debe eludir su prohibición de compra de deuda soberana en el mercado primario mediante su compra en el secundario. Tengamos en cuenta que la entrada del BCE va a provocar un aumento masivo de demanda que va a ocasionar un desplome de los precios en el mercado secundario, lo cual va a repercutir en el primario a través de una caída de los tipos de interés en su emisión. Como ya se ha indicado en el primer capítulo de este trabajo el motivo de esta prohibición es evitar que los Estados moneticen sus déficits.

Es de sobra conocido que Alemania es el país más reacio a implementar este tipo de medidas. Sin embargo, también hay economistas nacionales que se muestran en contra de este tipo de instrumentos (Lacalle, El Plan Dragui no Arregla Europa, 2014). No obstante se profundizará en esta cuestión *infra*.

Volviendo de nuevo al análisis de las medidas, el informe del BdE también explica que el hecho de que el BCE proveyera de financiación ilimitada a un tipo de interés fijo (en lugar del sistema de subastas) hace que los tipos se fijen por la parte más baja del tramo entre el tipo de los depósitos y el de las operaciones de refinanciación. Vemos que este tipo de interés también ha ido reduciéndose de forma progresiva:

Gráfico 22 Evolución de los tipos de las Operaciones de Refinanciación (%)



Fuente: elaboración propia, datos del BCE

El BCE señaló que estas medidas se tomaron más tarde en la zona euro que en EE.UU y en Inglaterra porque en las etapas iniciales de la crisis “no existía riesgo deflacionario” y por el “diferente *timing* en la evolución de la crisis”.

Por último indicar que Malo de Molina señala que durante el periodo de crisis se han desarrollado 3 instrumentos para combatir la situación “anómala” en la que vivimos. Estos instrumentos serán desarrollados en detalle en los siguientes epígrafes:

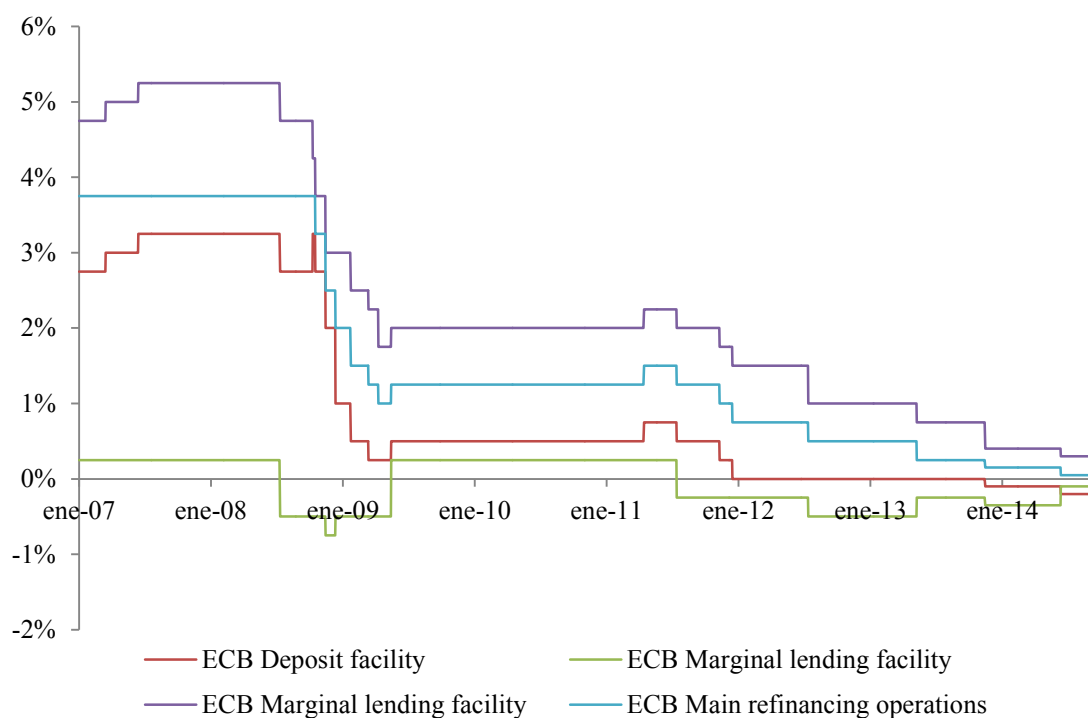
- I. Tipos de Interés Negativos
- II. *Forward Guidance*
- III. *Quantitative Easing*

5.3 Tipos de Interés Negativos

A lo largo de este trabajo hemos mencionado en varias ocasiones la importancia del uso de los tipos de interés como un instrumento de política monetaria. Sin embargo, quisiéramos dedicarle un epígrafe para poder comprender mejor esta medida.

El objetivo detrás del establecimiento de los tipos de interés negativos es el de equilibrar los niveles de liquidez entre aquellas instituciones con exceso y aquellas que se encuentran en situación de dificultad. El motivo es que las empresas con excesos de liquidez, al estar en un entorno incierto prefieren depositar los fondos en el BCE antes que atender a una demanda (no solvente) de crédito.

Gráfico 23 EONIA y Tipos de Interés del BCE (%)



Fuente: elaboración propia, datos del BCE

Desde un punto de vista lógico parece que el concepto de tipo de interés negativo no tiene sentido ya que estos suponen que al depositar una cierta cantidad no sólo no se remunera sino que se cobra por ello; o de otra forma, al pedir prestado el deudor no paga si no sólo que es remunerado por el hecho de pedir prestado.

En un artículo del *Financial Times* de 18 de septiembre de 2014 (Atkins, Europe shows negative interest rates not absurd – and might work, 2014) se plantean una serie de cuestiones en referencia a la efectividad de esta medida. En concreto se plantean los siguientes interrogantes acerca de la convivencia de llevar los tipos de interés a terreno negativo:

- ¿Provocarán estos tipos de interés negativos a la demanda de crédito para que actúe con una menor aversión al riesgo?
- ¿Continuarán funcionando los mercados aún cuando los prestamistas pierdan dinero en sus operaciones?
- ¿Supone esta medida una nueva forma para el BCE de estimular la demanda de aquellos países con crecimiento exiguo?

En este mismo artículo se señala que el BCE no va a continuar bajando los tipos de interés para no provocar una retirada (y quizá colapso) de depósitos en los bancos comerciales (cuyo origen sería una remuneración negativa del depósito como ya hemos indicado). También señala el autor que los más perjudicados por esta medida serían los *Money Market Funds*¹⁶ ya que cuando los tipos son negativos a corto plazo se les dificulta la generación de beneficios provenientes de inversiones seguras y sin riesgo.

Para comprender mejor el debate que existe en torno a este instrumento, se debe profundizar en la teoría del “Zero Lower Bond”. Para ello recurrimos a la obra “*House of Debt*” (Sufi, 2014, pp. 53-56) en la que se describen las causas que hayan llevado a la situación económica actual, centrándose en la creación de la burbuja inmobiliaria en EE.UU. Según esta teoría una bajada de tipos de interés despliega efectos hasta llegar a la cifra de 0. La razón es que a partir de esta cifra el individuo podrá optar por disponer de sus fondos en activos líquidos (como *cash* o letras del tesoro), por lo que sucesivas bajadas de tipos no afectarán a los fondos que se encuentren en efectivo.

Sin embargo no todas las opiniones son críticas con esta medida, algunos economistas consideran que este instrumento ha sido un éxito en cuanto que los depósitos de las entidades financieras en el BCE se hundieron un 97.6% en un mes (desde los 1.365 a 33 millones) (Mars, 2014). Pese a esto, no todos los efectos han sido positivos ya que, a

¹⁶ Este tipo de fondos actúan como alternativa las cuentas bancarias proveyendo de liquidez al sistema financiero

pesar de los sucesivos recortes de tipos, la caída del crédito no se ha frenado en España: en concreto el descenso fue de un 4,1% para las sociedades no financieras y hogares, tal y como afirma el Banco de España en su boletín de indicadores financieros publicado el 28 de marzo de 2014. Este retroceso fue especialmente pronunciado para los hogares lo que invita a pensar que continúa el proceso de desapalancamiento iniciado en el año 2008.

5.4 Forward Guidance

La expresión *Forward Guidance* hace referencia al instrumento del BCE consistente en asegurar que las expectativas del mercado son consistentes con las intenciones que el respectivo Banco Central quiere transmitir a través de su política monetaria (Cœuré, 2013) (de otro modo las medidas extraordinarias adoptadas por el BCE serían una fuente de volatilidad).

Forward Guidance es un instrumento que, en palabras de Benoît Cœuré (miembro del Consejo de Gobierno del BCE), tiene sentido en situaciones extraordinarias. En concreto Benoît señala tres escenarios en el que este instrumento es apropiado:

- I. Cuando los tipos de interés están cerca del “*Lower Zero Bound*”.
- II. Cuando los canales normales a través de los que se lleva a cabo la política monetaria no funcionan correctamente.
- III. Cuando existe una situación de anormal incertidumbre económica.

Benoît Cœuré explica en su discurso de 26 de septiembre de 2013 en Nueva York el funcionamiento de la *Forward Guidance*: el primer aspecto importante es que los bancos centrales la han ligado a las medidas que han adoptado sobre sus tipos de interés.

El mecanismo consiste en que mientras que el BCE emplea sus herramientas para disminuir los tipos de interés a corto plazo, al mismo tiempo utiliza la *Forward Guidance* para influir sobre las expectativas del tipo de interés a largo plazo (de esta forma el BCE puede ejercer una mayor influencia sobre los tipos a corto plazo). En

definitiva el propósito de esta herramienta es mejorar la consistencia entre las medidas adoptadas a corto plazo y su orientación futura.

Por otra parte, este miembro del Consejo de Gobierno del BCE destaca que hay dos tipos de *Forward Guidance*:

1. Aquella que tiene como objetivo mejorar la transparencia sobre las intenciones de las políticas monetarias. A su vez, Benoît Cœuré distingue dos elementos necesarios para cumplir este objetivo:
 - a. Que el Banco Central transmita con claridad cuáles son sus perspectivas económicas para comprender mejor cuáles son los riesgos sobre los precios en el medio plazo, y además, cuáles son sus objetivos con respecto a estas perspectivas.
 - b. Que la institución proporcione mayor claridad sobre cómo reaccionará a esas perspectivas económicas.
2. Aquella que permite al Banco Central comunicar al mercado que las intenciones sobre su política monetaria han cambiado. Este tipo de *Forward Guidance* es la que se considera *stricto sensu* ya que lo que pretende es transmitir al mercado que el Banco Central mantendrá los tipos de interés bajos aún cuando esto implique un objetivo de inflación superior al previsto inicialmente (aunque sea de forma temporal). Esta medida pretende servir como estímulo en el corto plazo debido a que los inversores, al conocer esta nueva cifra de inflación, preferirán el consumo presente al futuro por las mayores previsiones de incremento de precios que supone.

Este miembro del BCE también destaca en su discurso que esta medida supone un riesgo en cuanto que la *Forward Guidance* puede hacer que los inversores deduzcan que existe un riesgo de deflación o de malas perspectivas económicas, lo que puede conducir a la situación contraria a la que se pretende evitar a través de este instrumento.

Por otra parte nos gustaría hacer referencia a la aplicación concreta de esta herramienta por el BCE. En su discurso, Benoît Cœuré señala que en el caso del BCE, la *Forward Guidance* tiene dos objetivos concretos:

1. Influir sobre los tipos de interés para adaptarlos al objetivo fijado.

2. Fijar las expectativas del mercado para lograr una política acomodaticia de acuerdo con el objetivo de estabilidad de precios.

Finalmente este miembro del Consejo de Gobierno destaca que a la hora de analizar esta herramienta (en el caso del BCE) hay que tener en cuenta tres elementos:

1. En primer lugar, esta medida se ha llevado a cabo antes de agotar el recurso de reducción de tipos de interés. Por tanto, los mercados deberán prestar atención a posibles reducciones de tipos ya que esta herramienta incluye un claro componente acomodaticio.
2. Por otra parte, y quizá una de las cuestiones más importantes, es que este instrumento se encuentra apoyado claramente en el mandato y estrategia del BCE. De hecho este mandato se encuentra sustentado en dos grandes pilares:
 - a. El objetivo a medio plazo de inflación se evalúa reanálisis económicos (se confirma el estado de debilidad de la economía).
 - b. También se consideran variables macroeconómicas con el objetivo de analizar las variables monetarias subyacentes.
3. La *Forward Guidance* permite restar importancia en variables a corto plazo y pone el acento en el medio plazo (a través de esta herramienta el BCE comunica una sola vez cuál son sus expectativas a medio plazo, por lo que salvo que se vuelva a pronunciar éstas continúan invariables).

5.5 Quantitative Easing: Análisis Previo

Este es sin duda el epígrafe más controvertido del presente trabajo. Como ya comentamos *supra* nos encontramos envueltos en un intenso debate sobre la conveniencia o no de un programa de compra agresiva de deuda en Europa como el llevado a cabo por la FED en los últimos tiempos.

Lo primero que debemos hacer aquí es incluir su definición: *Quantitative Easing* (The Economist, 2014) hacer referencia al instrumento utilizado por los bancos centrales consistente en la compra de valores (como bonos soberanos) a través de la creación de *cash* inexistente hasta el inicio del programa. La idea detrás de este programa es la de sustituir los activos de los bancos en balance por moneda de forma que estos tengan

mayor liquidez para la concesión de créditos. Además, al no tener activos en balance, las instituciones financieras se verán incentivadas a comprar nuevos stocks lo que aumentará su precio y a su vez disminuirá los tipos de interés (siendo el objetivo último incentivar la inversión).

El BCE ha venido desarrollando programas de compra de activos desde el 2010. Quisiéramos hacer mención aquí a todos ellos y en particular al programa OMT que fue lanzado en 2012 a través del famoso “*Whatever it takes to save the Euro*” pronunciado por Mario Dragui en el punto álgido de la Crisis de Deuda.



Ilustración 3 Mario Dragui
Fuente: DailyMail

Tal y como indica Vítor Constâncio (Constâncio, 2014), vicepresidente ejecutivo del BCE, estos programas se pueden llevar a cabo de dos formas posibles:

- A través de la compra y venta de valores en el mercado abierto.
- Préstamos temporales a través de *repos* a las instituciones financieras.

También destaca que en el caso del BCE, a diferencia de sus homólogos americano e inglés, ha venido aumentando su balance a través de la concesión de *repos* de diferentes vencimientos. Recordemos aquí que estos aumentos de balance vienen por las peticiones de liquidez de los principales bancos de la zona euro que son concedidos a un tipos de interés fijo como ya explicamos en anteriores epígrafes.

Otra gran diferencia entre los dos tipos de políticas es explicada por Manmohan Singh en un artículo para el *Financial Times* (Singh, 2014). En el artículo se afirma que mientras los programas de *QE* absorben “buenos” *collaterals* (garantías) como letras del tesoro americano o deuda pública británica, los programas LTRO permiten al BCE adquirir en el mercado “no tan buenos” *collaterals*, de forma que los buenos permanecen en el mercado.

En el Gráfico 21 Activos Totales del BCE, FED, BCJ y BCI (Base 100) tuvimos la oportunidad de comprobar que el balance del BCE también ha ido aumento progresivamente hasta 2013 cuando los distintos bancos de la eurozona empezaron a devolver los fondos prestados por el BCE. Esta es la gran diferencia con los programas

ingleses y americanos, en ellos los incrementos han venido provocados por compras de valores por parte de las instituciones monetarias. El caso más llamativo es el americano en el que el 78% de la deuda pública fue comprada en 2012 por las distintas agencias de la FED (Lacalle, Viaje a la Libertad Económica, 2012, p. 137). Este fenómeno es conocido como monetización de la deuda.

Volviendo a la cuestión de las subastas de liquidez, debemos mencionar que éstas se llevan a cabo a través de las *Open Market Operations* (OMO). Dentro de estas podemos distinguir:

- *Main Refinancing Operations* (MRO): provisiones de liquidez de 1 semana de duración.
- *Long-Term Refinancing Operations* (LTRO): tradicionalmente su vencimiento es a 3 meses.

Sin embargo, como ya comentamos en epígrafes anteriores a consecuencia de la situación extraordinaria en la que vivimos el BCE ha complementado estas medidas tradicionales con 2 subastas de liquidez a largo plazo con vencimiento a tres años (expiran el 29 de Enero de 2015 y el 26 de Febrero de 2015). Además de esto, el BCE anunció en Junio de 2014 que llevaría a cabo las de denominadas *Targeted Longer-term Refinancing Operations* (TLTRO) con el objetivo de mejorar el crédito al sector privado. En el siguiente gráfico (Banco Central Europeo, 2014) se detallan las distintas operaciones LTRO desde el año 2011 hasta enero de 2015. Como vemos el tipo de interés disminuyó de forma progresiva:

Tabla 1 Lista de las operaciones realizadas por el BCE hasta enero de 2015

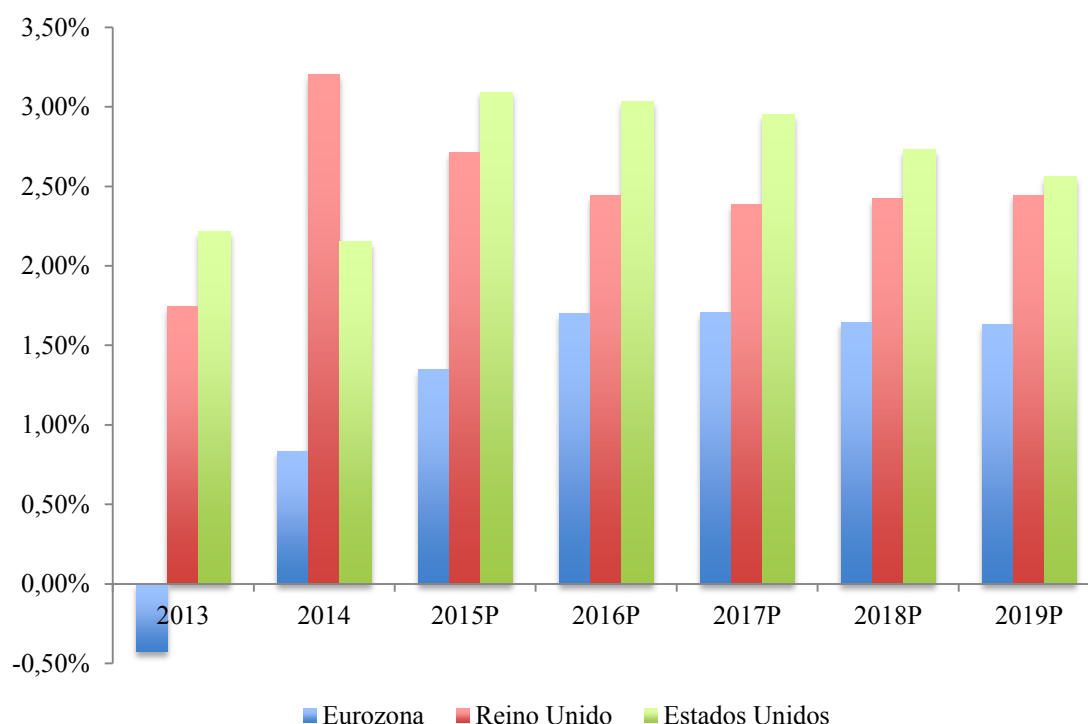
Operación	Fecha Lanzamiento	Vencimiento	Duración	Tipo Marginal /Fijo	Importe (miles de millones) (€)
MRO	6/1/15	14/1/15	8	0,05%	112,3347
LTRO	18/12/14	26/3/15	98	0,05%	22,34885
LTRO	17/12/14	26/9/18	1379	0,15%	129,84013
LTRO	27/11/14	26/2/15	91	0,15%	1,3477
LTRO	30/10/14	29/1/15	91	0,15%	10,1608
LTRO	24/9/14	26/9/18	1463	0,15%	82,60157
LTRO	1/3/12	26/2/15	1092	0,15%	529,53081
LTRO	22/12/11	29/1/15	1134	0,15%	489,19075

Fuente: adaptado del Banco Central Europeo

En este gráfico se ve claramente como los distintos bancos centrales han ido aumentando significativamente el tamaño de su balance. En concreto vemos que las políticas más agresivas se han llevado a cabo en Reino Unido y EE.UU, mientras que el BCE ha sido más cauto.

El debate en torno al programa de *QE* reside en que las economías de Reino Unido y EE.UU ya registran tasas de crecimiento fuertes en 2014, mientras que la Eurozona se encuentra en una clara situación de estancamiento. Es por esto que muchos economistas reclaman con urgencia que se implemente un programa semejante al de estas dos economías. En el siguiente gráfico se pueden observar las perspectivas de crecimiento de los mencionados Estados hasta el año 2019. Tengamos en cuenta que fueron realizadas en el último trimestre de 2014, es decir, antes de que se produjera el desplome de los precios del crudo y de que se lanzara el programa de *QE* del que hablaremos más adelante.

Gráfico 24 Evolución del PIB en Precios Constantes (Pre-Quantitative Easing) (%)



Fuente: elaboración propia, datos del FMI

De hecho hay algunos economistas que afirman que el simple hecho de la promesa de comprar activos es más eficaz que la compra en sí. Lorenzo Bini Smaghi (Smaghi,

2014) explica en su artículo que las experiencias de Japón y de EE.UU han demostrado que la incertidumbre se disipa con un claro mensaje por parte de las instituciones monetarias de forma que el efecto buscado se logra por la promesa y no por el programa en sí.

Incluso hay economistas que van más allá de esta teoría y afirman que el programa de compra debería financiar directamente el déficit sin computar como deuda (Turner, 2014). Esta idea deriva de la propuesta de Milton Friedman del “Helicóptero Monetario” y consiste en que los déficit de los gobiernos (ya altamente endeudados) se financiarán a través del BCE con un incremento permanente de la oferta monetaria. El objetivo de esta propuesta es estimular la demanda de los países en crisis sin aumentar el endeudamiento de forma que se inicie un círculo virtuoso de crecimiento y reducción de empleo. Sin embargo otros economistas señalan que esta teoría tiene enorme riesgos relacionados con el *Moral Hazard* o Riesgo Moral (Issing, 2011). Este riesgo implica que los gobiernos, al tener asegurado una financiación permanente de sus déficits, dejarán de hacer un esfuerzo fiscal (principalmente en el control de gastos) de forma que se generará una adicción crónica a la financiación del BCE.

Todas estas opiniones han generado un fuerte debate dentro del Consejo del Gobierno del BCE. Como ya comentamos en epígrafes anteriores dentro del BCE existe un frente claro entre el grupo formado por los Países Nórdicos, Holanda y Alemania, frente al compuesto por los Estados periféricos y Francia. El gobernador del Bundesbank, Jens Weidmann, ha mostrado en numerosas ocasiones su oposición a un programa de compra de deuda como el americano (Worstell, 2015).

Sin embargo, esto no ha impedido que algunos medios fueran anticipado la entrada en vigor de este programa desde finales de 2014 (Atkins, Euro slides to lowest since June 2010 on Draghi QE hint, 2015). En concreto *Reuters* (Reuters, 2015), citando al diario holandés *Het Financieele Dagblad*, señalaba que el BCE estaba analizando 3 opciones para llevar a cabo el programa de *QE*. Las opciones son (citando al diario *El Economista*):

1. *BCE inicie la compra de bonos soberanos de los países en cantidades proporcionales a las tenencias de determinado Estado en el banco central.*

2. *El BCE comprase solo bonos soberanos calificados como Triple A, impulsando sus rendimientos a cero o incluso a territorio negativo.* La idea detrás de esta opción es la de hacer más atractivo (disminuyendo los tipos de intereses de los activos con menos riesgo) los bonos corporativos y soberanos más arriesgados.
3. *La tercera opción sería similar a la primera, pero en este caso los bancos centrales de cada país serían los que realizarían las compras, de forma que el riesgo se mantendría, en un principio, dentro de los países en cuestión.* En el caso de España las compras se realizarían por el Banco de España.

5.6 Quantitative Easing en Europa

El día 22 de enero de 2015 Mario Dragui anunciaba en rueda de prensa el ya descontado programa de compra de deuda por parte del BCE. En su intervención y posterior rueda de preguntas el Presidente del BCE detallaba las características del plan. Éste consistía en un “programa expandido de compra de activos” que buscaba completar los instrumentos ya descritos de SMP y OMT. Los detalles del programa fueron:

- La compra de valores tanto públicos como privados ascenderá un monto mensual de 60 mil millones de euros.
- Las compras están programadas hasta finales de 2016. No obstante, Mario Dragui aclaró que éstas continuarían en todo caso hasta que se vislumbre “una tendencia en la tasa de inflación” por debajo (aunque cercana) al objetivo del 2%. En la posterior rueda de preguntas el presidente del BCE indicó que cómo ya había mencionado en anteriores entrevistas el concepto “medio plazo” es indeterminado y está sujeto a diferentes parámetros.
- La fecha de inicio del programa es marzo de 2015.
- Los activos seleccionables para la compra son valores emitidos por entidades europeas que tengan grado inversión de acuerdo con una agencia de calificación oficial. Respecto de esta compra es importante resaltar que se realizarán en proporción a la participación de cada BCN en el capital del BCE y se ejecutará de forma descentralizada.

Si siguiéramos de forma estricta estos criterios activos provenientes de algunos Estados miembros podrían quedarse fuera. Este es el caso de Grecia cuyo bono soberano tiene el grado de no inversión (conocido como bono basura), de ahí que el BCE haya incluido requisitos especiales para aquellos países sometidos a programas de asistencia financiera.

- Mario Dragui también hizo referencia a la cuestión de la responsabilidad de cada Estado en caso de incurrir en pérdidas: el 20%¹⁷ del total de las compras será asumido en régimen de riesgo compartido, es decir, responderán la totalidad de los bancos centrales de la eurozona.
- Existe un límite a la compra de bonos hasta el porcentaje que afecta a la correcta fijación de precios. Este límite es doble por un lado respecto al total de deuda mantenido por un emisor del 33% y por otro un límite a cada emisión del 25%.

Determinadas las características del programa queda hacer referencia a dos cuestiones sobre el mismo: ¿Cómo ha sido el consenso acerca de la conveniencia de adoptar el programa? y ¿Cuáles han sido las razones detonantes de esta decisión?. Respecto a la segunda de las cuestiones, el presidente del BCE señaló que 2 habían sido los motivos que justificaban la conveniencia de impulsar este instrumento:

1. La creciente debilidad de las expectativas de inflación a medio plazo¹⁸.
2. La debilidad económica de la eurozona que a su vez repercute en los mecanismos de transmisión del crédito.

Con respecto a la cuestión de cuál ha sido el consenso acerca de la conveniencia de la medida, el presidente del BCE hizo las siguientes afirmaciones en la rueda de preguntas posterior a la declaración:

1. Se ha acordado por unanimidad que el *QE* es una verdadera herramienta monetaria desde un punto de vista jurídico.

¹⁷ Este 20% se compone a su vez de dos tramos: por un lado el 8% del total de las compras que será realizado directamente por el BCE y el 12% correspondiente a las compras adicionales de activos de instituciones europeas.

¹⁸ Conviene recordar que la inflación es un indicador macroeconómico que se compone de dos elementos: por un lado la inflación real y por el otro las expectativas de inflación, de forma que la inflación actual se determina también por las expectativas a medio y largo plazo. De esta forma los bancos centrales pueden anticipar cuál será el comportamiento de la inflación sabiendo cuáles son sus expectativas más allá del corto plazo.

2. Una mayoría amplia en cuanto a la necesidad de desplegarla en ese momento.
3. Consenso en cuanto al sistema del reparto del riesgo.

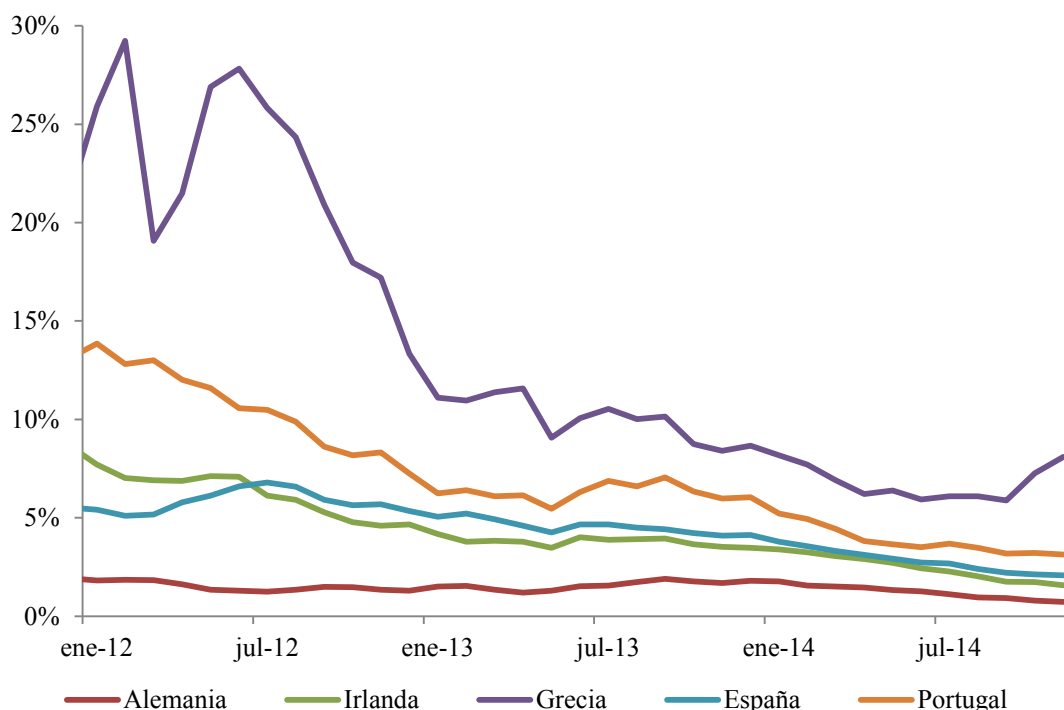
En el presente documento se ha hecho referencia en numerosas ocasiones a la existencia de un debate en el seno del Consejo de Gobierno del BCE sobre la idoneidad de políticas monetarias más o menos agresivas dentro del espacio europeo. En esta rueda de prensa el Presidente de la institución monetaria también hizo referencia a este debate y señaló que hubo desacuerdo (aunque alcanzando un cierto consenso) en cuanto a la fecha en la que debía iniciarse el programa. El motivo fueron las distintas “interpretaciones” existentes acerca de las razones que habían llevado a la tasa de inflación a terreno negativo y a un desplome de las expectativas a medio plazo (los detractores aducían que esta caída se debía a un desplome del precio del crudo y que por tanto no se debía a razones estructurales).

5.7 Evolución Macroeconómica y Perspectivas desde el 2008

Una vez detalladas las medidas adoptadas por el BCE desde el 2008 nos gustaría incluir aquí una pequeña descripción de la situación macroeconómica y perspectivas, teniendo como base el año 2015. Sin embargo, debemos señalar que, si bien las medidas adoptadas por el BCE han repercutido en la economía real en mayor o menor medida, son las reformas estructurales acometidas en ciertos países las que han cambiado las perspectivas macroeconómicas de la Eurozona (se profundizará en esta idea en la conclusión de este trabajo).

Queremos iniciar este análisis incluyendo un gráfico en el que se incluye la evolución de los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo de las economías periféricas de la eurozona.

Gráfico 25 Tipos de Interés de los bonos de las economías periféricas (%)



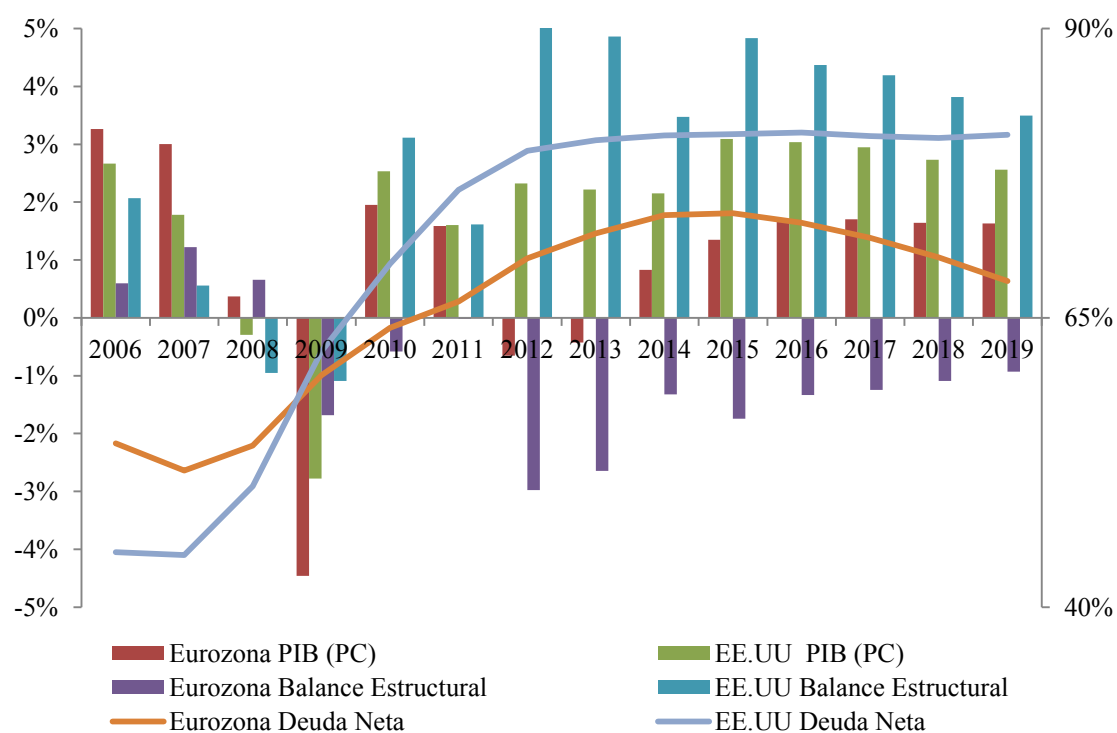
Fuente: elaboración propia, datos de Eurostat

En el gráfico se ve claramente el punto de inflexión que supuso las palabras del presidente del BCE Mario Dragui: “*I will do whatever it takes to save the euro*”. Desde Julio de 2012 se han venido reduciendo de forma progresiva los tipos de interés, convergiendo todos ellos hacia el del bono alemán. Esto ha supuesto una reducción en la carga de la deuda de los países periféricos que sin duda ha ayudado a complementar sus políticas de consolidación fiscal.

A lo largo del presente documento se han ido señalando las notables diferencias entre la política monetaria desplegada en EE.UU, mucho más activa desde el inicio de la crisis, y la de UE. En consecuencia, un gran número de economistas achacan las mejores perspectivas económicas en EE.UU a los nuevos instrumentos monetarios puestos en funcionamiento. Es por ello que consideramos oportuno incluir un gráfico en el que se comparan las perspectivas en ambos lados del Atlántico. No obstante, se ha de mencionar que otro gran número de economistas apuntan que esta mejora se debe (aunque haya sido acelerada) por la mayor flexibilidad y capacidad de la economía americana para solventar los desequilibrios macroeconómicos.

El siguiente gráfico nos muestra como la economía de EE.UU ha sido capaz de recuperarse de forma más rápida que la de la eurozona. Esta mayor velocidad de crecimiento se mantendrá en los próximos años aunque irán convergiendo hacia el año 2020. Sin embargo, también llama la atención el endeudamiento público, mientras que la Eurozona será capaz de ir reduciendo su endeudamiento en los próximos años hacia el objetivo del 60% sobre PIB, EE.UU no será capaz de corregirlo lo cual plantea la siguiente pregunta: ¿Qué crecimiento es sostenible, el de una economía con crecimientos débiles pero en proceso de desapalancamiento, o una economías con tasas de crecimiento más fuertes pero con una dependencia de la deuda para sostenerlas?

Gráfico 26 Perspectivas Macroeconómicas en EE.UU y la UE (%)



Fuente: elaboración propia, datos del FMI

6. PAPEL DEL BCE EN LOS PROGRAMAS DE ASISTENCIA FINANCIERA

En este epígrafe vamos a estudiar el rol del BCE en los programas de asistencia financiera que han afectado a las economías periféricas. Para ello hemos seleccionado las economías de Grecia e Irlanda ya que si bien ambas han estado sometidas a un programa de asistencia financiera, su evolución económica posterior parece muy diferente. Remarcar aquí que el objetivo de este análisis no es el de explicar las causas y medidas adoptadas en cada programa de rescate, sino profundizar en el papel del BCE en cada uno de ellos.

6.1 Análisis de Grecia

Grecia experimentó durante el periodo de estabilidad un fuerte crecimiento. Sin embargo, los distintos ejecutivos helenos no aprovecharon esta tendencia positiva para llevar a cabo una reducción de los pasivos gubernamentales, sino que por el contrario, agravaron la situación vía aumentos de los gastos corrientes de forma que encontramos que gran parte de este crecimiento provenía del sector público.

Tal y como mencionamos en epígrafes anteriores (*vid supra*), 5 fueron las razones que llevaron a Grecia a solicitar la asistencia financiera a sus socios europeos en abril de 2010, la cual llegó el 2 de mayo de 2010 de la mano de la *Troika* (este término hace referencia al conjunto formado por la Comisión Europea, el FMI y el BCE.). La *Troika* lanzó un programa de asistencia financiera (rescate) de 110 mil millones de euros para salvar a Grecia del default y cubrir sus necesidades financieras durante al menos 2 años (Featherstone, 2011, p. 202).

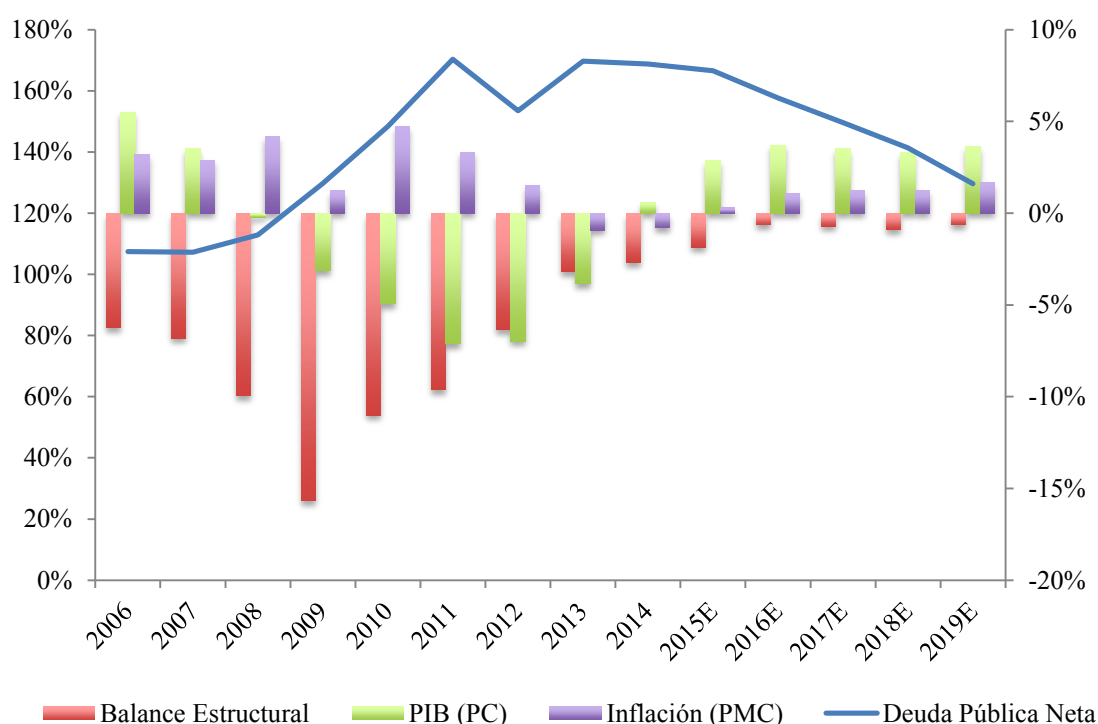
Esta ayuda estaba condicionada al cumplimiento de ciertos requisitos en materia de consolidación fiscal (conocido por la opinión pública como medidas de austeridad) como la reducción de pensiones, sueldos y número de funcionarios y recortes en atención primaria sanitaria y educación. También se exigió un plan de privatizaciones así como de liberalización de la economía. Sin embargo, estas medidas sumieron a Grecia en una segunda depresión y llevó al país a pedir ayuda a la *Troika* por segunda vez en 2011. Se concedió un nuevo paquete de 109 mil millones (destinando una parte a

recapitalizar los bancos griegos) a cambio de que los inversores privados (en su mayoría bancos) aceptaran modificaciones en sus condiciones: mayores vencimientos, menores tipos de interés y pérdidas en el valor facial del bono (J.G., 2011).

Un nuevo empeoramiento de la economía griega forzó a un nuevo acuerdo entre el gobierno heleno y la *Troika* por el que se concedía nueva ayuda por un monto de en torno a 8.2 miles de millones de euros que serán transferidos durante el periodo que transcurre entre enero de 2015 y marzo de 2016.

Sin embargo a pesar de las denominadas políticas de austeridad, de acuerdo con los datos del FMI, el año 2014 ha supuesto el punto de inflexión para la economía griega, de forma que a partir de este año no sólo el PIB crecerá a tasas superiores al 3%; sino que además registrará superávits primarios que le permitirá reducir su endeudamiento progresivamente hacia el umbral del 120%.

Gráfico 27 Análisis Macroeconómico de Grecia (%)



Fuente: elaboración propia, datos del FMI

No obstante lo anterior, tras las elecciones de 2015 en las que el partido griego Syriza se alzó con la victoria, el programa de rescate se ha puesto en entredicho. Tras un periodo

electoral en el que el partido anunciaba que acabaría con las medidas de austeridad impuestas por la Troika, el gobierno griego ha aceptado las condiciones que exigían sus socios europeos para desplegar las siguientes fases del programa. Respecto al BCE es preciso señalar que el nuevo gobierno heleno buscaba una negociación directa, es decir, quería dismantlar el grupo conformado por la Comisión, el BCE y el FMI de cara a las negociaciones del “nuevo contrato”. Además el presidente de la institución monetaria de la eurozona jugó un rol importante en las negociaciones en cuanto que envió una carta el 24 de febrero de 2015 a la Comisión señalando que las medidas propuestas se adecuaban a las demandas de las “instituciones” (nueva palabra para denominar a la Troika). Pese a esto, no siempre el BCE ha jugado un papel conciliador sino que también ha ejercido medidas de presión como el endurecimiento de los requisitos de los valores aceptados como colateral para proveer de liquidez, que tenían como objetivo evitar que las entidades financieras griegas pudieran entregar deuda soberana helena para acceder a mayor liquidez (limitando su vía de financiación a la línea de emergencia ELA que exige una mayor tasa de interés).

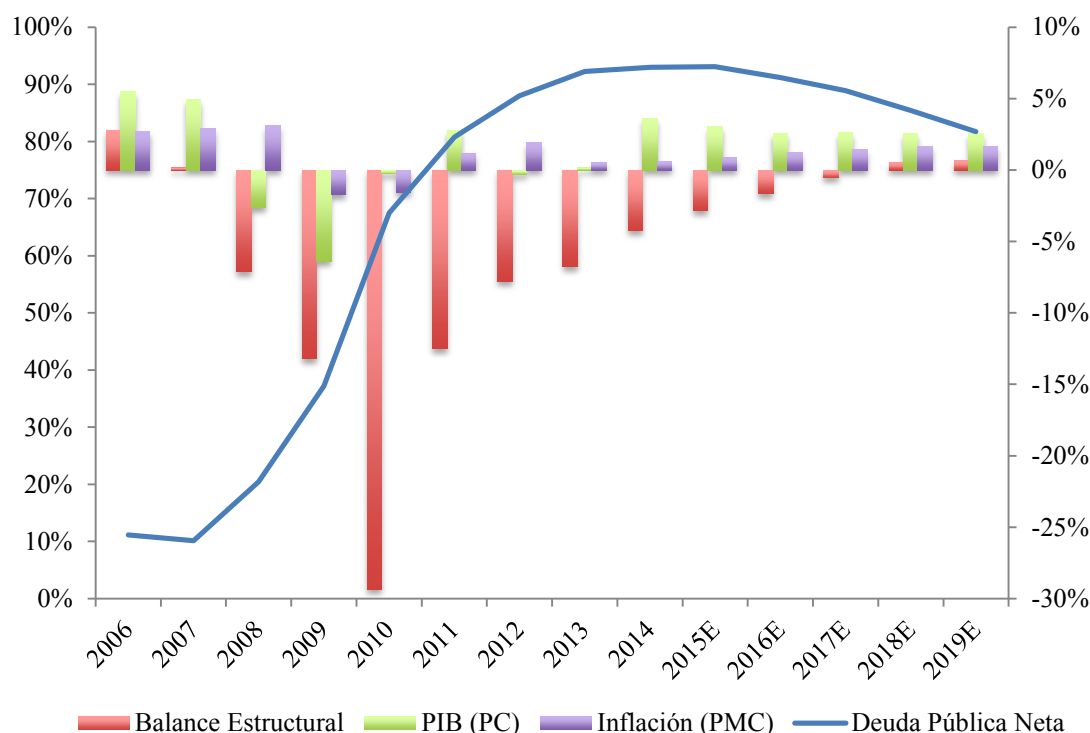
Finalmente, es preciso señalar que el principal papel del BCE en el programa de asistencia griego ha sido el de prestamista de última instancia, si bien es cierto se trata del miembro de la “Troika” (ahora llamado “Instituciones”) con una menor participación.

6.2 Análisis de Irlanda

Por otra parte el caso de Irlanda también merece especial atención. A diferencia del caso heleno, Irlanda no sufrió una burbuja del gasto público sino que éste se trasladó directamente al sector privado y en concreto al de la construcción. Sin embargo, existe una diferencia sustancial con respecto a los casos de Portugal y Grecia y es el momento del estallido de la burbuja. El profesor Hans-Werner Sinn explica que éste tuvo lugar en el año 2006 lo que ha permitido a Irlanda tener una mayor capacidad de reacción (en cuanto que la crisis financiera global se inició en 2008) comparada con la de sus contrapartes mediterráneas. Además la tradicional flexibilidad de la economía irlandesa le ha permitido abandonar la senda recesiva.

Significativo es el caso del endeudamiento público y del déficit público irlandés que, como se puede observar en el siguiente gráfico, ha sido tradicionalmente bajo y que se ha disparado a consecuencia de la intervención y recapitalización por parte del gobierno de las principales instituciones financieras del país.

Gráfico 28 Análisis Macroeconómico de Irlanda (%)



Fuente: elaboración propia, datos del FMI

Pasamos ahora al análisis del papel del BCE en los programas de rescate. Para ello recurrimos, al igual que en el caso griego, a un documento preparado para el Parlamento Europeo en junio de 2012 (Silvia Merler, 2012). En él se hace referencia al rol del BCE y los posibles conflictos de interés que pudieron surgir durante este proceso.

En este documento se debate el que el BCE forme parte de la “Troika”, ya que si atendemos de forma rigurosa a las prohibiciones establecidas para su mandato, el BCE no debería de proveer de asistencia financiera a los gobiernos. Sin embargo, a pesar de esta limitación, la participación del organismo comunitario en estos grupos de trabajo se ha justificado porque asegura que los programas de asistencia financiera no van a desestabilizar la política monetaria de la eurozona en su conjunto.

Las razones que se aducen para justificar la participación del BCE en el grupo de la Troika son varias. Como ya hemos mencionado, el BCE no provee los fondos sino que es la Comisión la encargada de ello. En este sentido caben señalarse 2 razones para justificar su presencia en las mesas de negociación:

1. El Consejo Europeo consideró que el BCE podía contribuir al tándem formado por la CE y el FMI.
2. De esta forma el Consejo Europeo se aseguraba que las medidas propuestas por el FMI no entraban en conflicto con las políticas del BCE.

Existe escasa información sobre las tareas que *de facto* llevó a cabo el BCE. Sin embargo, y en referencia a los *Memorandums of Understanding* (MoU) que se redactaron para los distintos programas de rescate, es conocido que el BCE añadió comentarios a los documentos que fueron redactados de inicio por la Comisión Europea. Este hecho junto con el envío de numerosos economistas del BCE a las distintas misiones, permite concluir que el BCE ha jugado un papel muy importante en la elaboración y revisión de los programas de asistencia financiera.

En particular, en los programas de Grecia, Portugal e Irlanda el papel del BCE se centraba en el sector bancario y financiero aunque no olvidaba la política fiscal. Respecto a esta última el BCE suele adoptar una postura estricta, apelando siempre a la senda de la consolidación (con el objetivo de llegar al objetivo del 3% lo antes posible). Por lo que se refiere a las reformas estructurales los autores consideran que el BCE sólo tuvo una labor de apoyo a la CE ya que ésta tiene una mayor experiencia en esta área.

En el caso del programa de Grecia, el BCE tomó parte en el debate sobre la reestructuración de la deuda griega que tuvo lugar el en febrero de 2012. Los autores señalan que durante éstas negociaciones el BCE se encontró limitado por su mandato en el sentido de que no podían condonar deuda ya que eso supondría una forma de financiación de gobiernos (lo cual se encuentra prohibido como ya mencionamos en la primera parte del presente trabajo). De esta forma quedaba claro que la reestructuración se refería únicamente a la deuda mantenida por los inversores privados. El problema residía en que el BCE era *de facto* un acreedor de Grecia (ostentaba en torno a 50/ 55 mil millones de euros) aunque con una naturaleza distinta a la de los inversores privados.

7. UNIÓN BANCARIA: ROL DEL BCE

Una de las grandes novedades introducidas en el ordenamiento de la Unión Europea es la creación de la Unión Bancaria que nace a raíz de las carencias que ha puesto de manifiesto la actual crisis. Esta Unión Bancaria surge de la necesidad de desligar la actividad financiera de la situación fiscal de los Estados, siendo esta dualidad especialmente perjudicial para los países periféricos. Con el estallido de la Crisis griega se puso de manifiesto la necesidad de desarrollar un sistema que evitara una fuga de depósitos en los países con problemas financieros hacia aquellos que gozaran de una mayor estabilidad (como Alemania o los países nórdicos).

Por otra parte la Unión Bancaria pretende acabar con la diferenciación en el trato por parte de los inversores hacia los bancos según su nacionalidad. Estas diferencias se producían en aquellos casos en los que instituciones financieras con semejante balance tenían distinto coste de financiación dependiendo de dónde se ubicara su sede social, ya que se entendía que compartía algunos de los riesgos propios del Estado en el que el residían. Así los bancos italianos, portugueses o españoles soportaban *ceteris paribus* unos mayores costes de financiación que sus homólogos alemanes. Vemos por tanto que la idea subyacente a esta Unión Bancaria es la de disociar el riesgo percibido entre los bancos y los países en los que está su domicilio social, de forma que todos ellos pasarán a ser considerados bancos europeos (no italianos, españoles o franceses).

Por otra parte, la Comisión Europea (Comisión Europea, 2014) destaca además que existe una retroalimentación entre la situación macroeconómica de los Estados y la de sus instituciones financieras. Esto es debido a que al iniciarse una fase recesiva del ciclo económico los bancos necesitaron apoyo financiero del gobierno central lo que debilitó su posición fiscal. Este empeoramiento de las finanzas públicas provocó que los costes de financiación del Estado aumentaran de forma drástica, y con ellos los del resto de agentes económicos. La consecuencia de este mayor coste de financiación fue la de una desmejora de los balances de las instituciones financieras, lo que a su vez agravaba la situación macroeconómica ya que entidades afectadas cerraban el crédito a la economía real. Este proceso se retroalimentaba por lo que la idea de desligar el sector financiero de su Estado de residencia cobró fuerza.

Además de estos motivos, algunos autores consideran que este sistema fue diseñado ante la imposibilidad de llevar a cabo medidas tendentes a integrar los sistemas fiscales de los distintos Estados miembros de la Unión (Kapoor, 2013), y en particular, de poner en funcionamiento la mutualización de la deuda soberana a través de los denominados “Eurobonos”. La mayoría de los medios apuntan a que el veto tiene su origen en Alemania que considera que éstas medidas podrían llevar a que sus socios periféricos se relajen en su camino de consolidación fiscal (*Moral Hazard*).

Una vez entendido el origen y el objetivo de la Unión Bancaria pasamos al análisis de sus instrumentos y estructura básica. Para ello recurrimos al Memorándum 14/294 de la Comisión Europea de 15 de abril de 2014, en el que se detalla los principales caracteres de esta unión.

Lo primero a lo que hace referencia el documento es a los pilares básicos sobre los que se pretende sustentar la Unión Bancaria. Dichos pilares se incluyen en la siguiente tabla:

Tabla 2 Pilares de la Unión Bancaria		
Fortalecimiento del capital y liquidez	Normativa Única, incluyendo normas sobre pagos	Sistema efectivo de resolución, cuyo objetivo es proteger al depositante
Mejora del sistema de supervisión	Final del “ <i>Too-big-to-fail</i> ”	Mercados financieros más transparentes y seguros
Menor apoyo en los “ <i>Credit Ratings</i> ”	Lucha contra los riesgos generados por el “ <i>Shadow Banking</i> ”	Prevención y Castigo de los abusos de mercado

Fuente: elaboración propia

Estos pilares nos dan una buena idea de cómo funciona la Unión Bancaria. En primer lugar, el nuevo marco regulatorio común para los bancos de la Unión actuará como una medida efectiva en la prevención de futuras crisis. Junto con esta armonización regulatoria, 6000 bancos de diferentes Estados dentro de la Unión pasarán a formar

parte del Mecanismo de Supervisión Única (en adelante, MSU), de los que los 180 más relevantes pasarán a ser supervisados directamente por el BCE. Por último se ha desarrollado el Sistema de Resolución Única (en adelante, SRU) que pondrá fin a las controvertidas ayudas públicas al sector bancario y que tendrán como objetivo evitar el daño a contribuyentes y titulares de depósitos.

Tabla 3 Mecanismo de Funcionamiento de la Unión Bancaria



Fuente: elaboración propia

Por lo que se refiere a las medidas tendentes a la Prevención de Crisis, debemos destacar la implantación de mayores requisitos de capital a través del paquete denominado “CRD IV (que comprende la Directiva IV sobre los Requisitos de Capital) y la Regulación sobre los Requisitos de Capital”. El fin perseguido por esta nueva regulación era el de asegurar el cumplimiento de Basilea III en las instituciones de la Unión.

Por otra parte, el papel del BCE como Supervisor Único consistirá en comprobar que los bancos de los 28 Estados de la Unión cumplen con el contenido del mencionado Reglamento Único, así como de fiscalizar a los bancos que estén bajo su directa supervisión.

En relación con el MRU, los bancos que se encuentren en una precaria situación financiera deberán presentar planes de recuperación en los que se describan las medidas a tomar para asegurar su viabilidad. En el caso de que esto no sea suficiente, es decir, en el supuesto de que, aplicadas las medidas, éstas no aseguren la viabilidad del banco; las mencionadas instituciones deberán presentar un plan de resolución. Estos planes serán supervisados por el BCE en coordinación con las autoridades competentes para la resolución, que velarán porque los deudores y accionistas de los bancos sean partícipes de los costes que implica la resolución (mecanismo “*Bail-in*”).

Recordemos aquí que los distintos programas de asistencia financiera implementados en España han costado 61.366 millones de euros (Segovia, 2013) hasta finales de 2013, lo que ha suscitado un fuerte debate en la opinión pública en torno a la conveniencia o no de apoyar a los bancos con dinero de los contribuyentes europeos. Al igual que en EE.UU multitud de instituciones financieras han sido catalogadas como “*Too-big-to-fail*”, es decir, se han considerado que, debido a su tamaño, tienen un carácter sistémico, por lo que en el caso de que cayeran arrastrarían al resto del sector financiero. Muchos economistas, como Hans-Werner Sinn, Juan Ramón Rallo o Roberto Centeno, se han mostrado en contra de esta asistencia financiera al considerar que estas instituciones no dejan de ser compañías privadas por lo que, en el caso de que realicen inversiones inadecuadas, deberán pagar con el precio de la bancarrota.

Es por esto que el concepto de “*Bail-in*” es una de las cuestiones más novedosas de la Unión Bancaria. Como ya hemos mencionado se pretende desplazar la responsabilidad desde el contribuyente hacia los accionistas y deudores de los bancos¹⁹. En concreto, este sistema consiste en recapitalizaciones a través de la reducción de pasivos o su conversión en capital, de forma que el banco o institución financiera evitaría la situación de quiebra que le llevaría a interrumpir sus actividades esenciales (además de dar más tiempo a las autoridades oportunas para analizar la viabilidad del negocio).

Finalmente querríamos mencionar que esta Unión Bancaria tiene como uno de sus objetivos apuntalar la garantía de 100.000€ por depositante en caso de quiebra del banco. En el hipotético escenario de colapso de la entidad, el depositante vería rembolsado el dinero en 7 días laborables (se ha reducido desde los 20 anteriores). Los fondos para garantizar este cumplimiento se dividirán en contribuciones:

- *Ex-ante*: 0.8% de los depósitos garantizados serán abonados por los bancos en un periodo de 10 años.
- *Ex-post*: en caso de que las cantidades anteriores fueran insuficientes, el denominado *Deposit Guarantee Scheme* se encargaría de recolectar estos fondos

¹⁹ La participación pública en la asistencia al sector financiera no se excluye totalmente aunque quedará limitada a casos excepcionales. Además cualquier ayudara deberá ser fiscalmente neutra en el medio plazo y tendrá que ser recaudada a través de la imposición gravámenes al sector financiero.

de otros bancos, y en caso de que no fuera posible y como último recurso, de préstamos de terceras partes (tanto públicas como privadas).

Finalmente nos gustaría precisar que el MRU se sustenta en torno a un Consejo de Resolución Único que estará conformado por miembros permanentes así como miembros de CE, del Consejo Europeo, del BCE y de las autoridades nacionales de resolución. Además en el caso de que se esté analizando un banco perteneciente a la Eurozona o a un Estado miembro de la Unión Bancaria, el BCE notificará el caso al Consejo de Resolución Único, la Comisión y las autoridades nacionales relevantes.

8. CONCLUSIONES

La Crisis de Deuda que afecta a la eurozona desde el año 2008 ha supuesto un desafío no sólo para los gobiernos de los países afectados sino también a dirigentes de la autoridad monetaria de la Unión Europea así como de aquellas interdependientes de la misma (como el gobernador del Banco Central de Suiza o del Riksbank). Como se ha visto a lo largo del presente documento las instituciones monetarias se han visto obligadas a hacer frente a una crisis financiera global y para ello han llevado al límite las herramientas que estaban a su alcance, e incluso, han puesto en marcha instrumentos inéditos hasta la fecha.

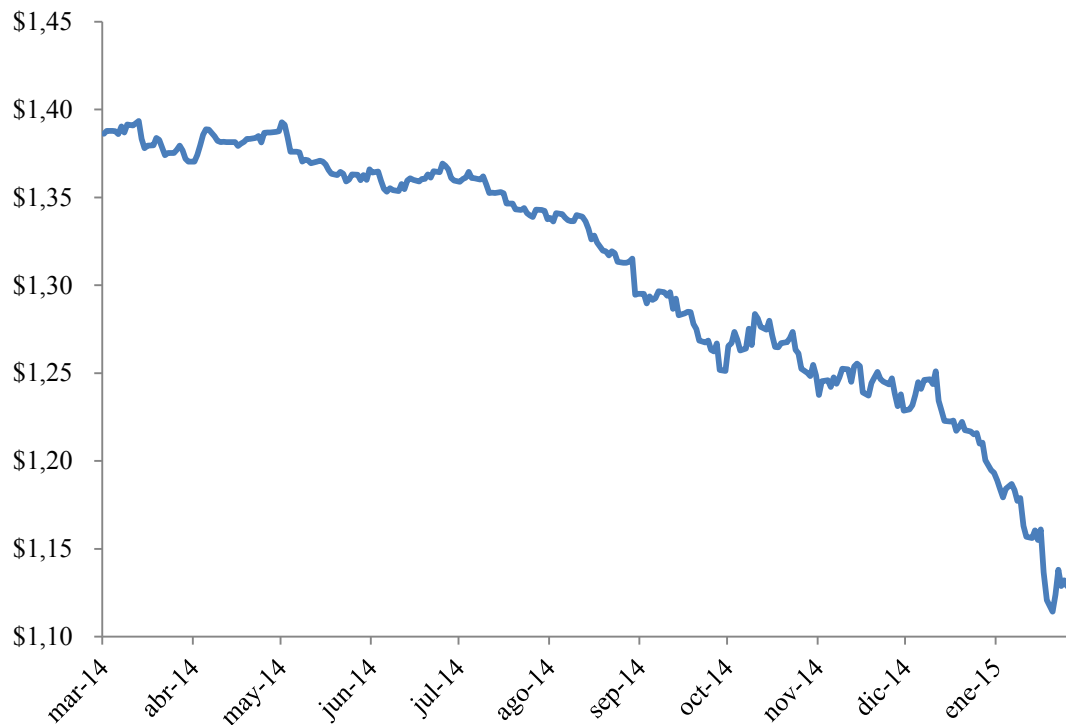
No obstante, esta respuesta no ha sido uniforme, algunos países (entre los que destacan Reino Unido, Japón y Estados Unidos) han llevado a cabo una política monetaria más agresiva desde el inicio de la crisis que su contraparte europea. El BCE en cambio ha mantenido una política más conservadora desde el 2008 lo que ha dado pie a que muchos economistas achaquen que el mejor escenario que se presenta en EE.UU es precisamente debido a su mayor rapidez en actuar. Es éste el punto más interesante del debate en cuanto que debe llevar a preguntarse si esta mejoría en los países anglosajones es debida a una política monetaria más agresiva, o por el contrario a una mayor flexibilidad en sus cimientos económicos y empresariales, que combinados eso sí con un estímulo monetario han propiciado una temprana vuelta al crecimiento. En relación con este debate convendría hacer mención aquí a la opinión de Daniel Lacalle respecto a la flexibilización monetaria implementada junto con el resto del programa de “*Abenomics*” (Lacalle, Viaje a la Libertad Económica, 2012, pp. 147-150) en Japón. El motivo es que este autor ilustra con claridad algunos de los riesgos que afrontan las economías que ponen en marcha este tipo de programas:

- En primer lugar apunta a que la aclamada devaluación monetaria no sólo no mejora el déficit comercial de los Estados, sino que además lo aumenta de forma drástica en cuanto que existe el riesgo de que las exportaciones no se comporten como se estimó inicialmente y las importaciones disparen su coste por el efecto moneda.

- En segundo lugar, Lacalle hace referencia al *Moral Hazard* señalando que esta monetización de los déficits evita que los gobiernos se vean obligados a recortar sus enormes déficits fiscales, lo cual no hace sino empeorar la situación de endeudamiento a largo plazo.
- Por último, este autor indica que estos programas de estímulo monetario pueden llevar a una toma injustificado de riesgos por parte de los inversores lo que a su vez puede dar lugar a la aparición de burbujas que serán difíciles de soportar para las entidades financieras por su ya alto grado de apalancamiento.

Pese a estos riesgos algunos economistas han defendido la puesta en marcha del programa aseverando que los riesgos de no lanzar en Europa una versión del *QE* americano eran mayores que cualquiera de los potenciales a los que ya se ha hecho referencia. Además estos economistas defienden que el cambio en Europa hacia un modelo exportador se va a ver beneficiado por un euro más débil por lo que era necesario un incremento de la masa monetaria para poder alcanzarlo. En el siguiente gráfico se verá incluso como el mercado ha ido descontando la entrada en funcionamiento del programa de *QE* incluso antes de su anuncio.

Gráfico 29 Evolución del Tipo de Cambio Euro/ Dólar americano

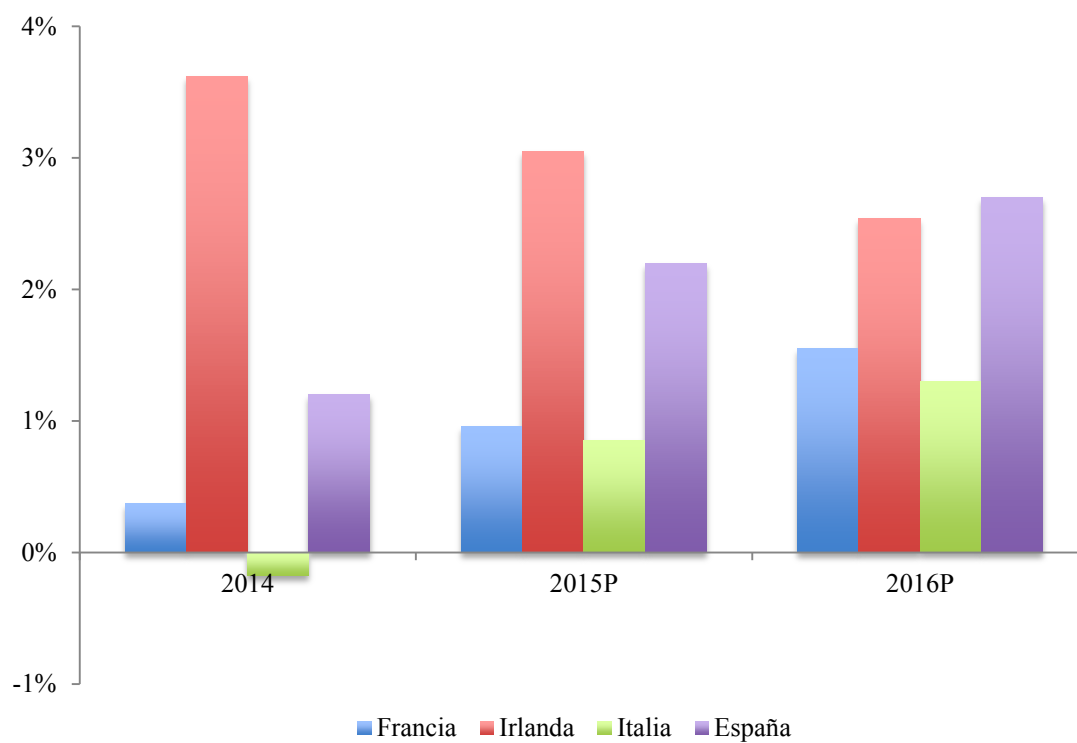


Fuente: elaboración propia, datos de Investing.com

Para concluir este trabajo nos gustaría indicar que la vuelta al crecimiento en la zona euro no dependerá en exclusiva de la eficacia del nuevo programa de *QE* puesto en marcha en marzo de 2015 por el BCE sino que, como el propio presidente de la institución monetaria ha puesto de manifiesto en numerosas ocasiones, se deberá sustentar en tres pilares: consolidación fiscal, reformas estructurales y política monetaria. En este sentido nos gustaría cerrar este trabajo con una parte del discurso pronunciado por Mario Dragui el pasado 22 de enero de 2015 cuando lanzó el programa de *QE* en Europa, y que ilustra perfectamente la conclusión que se ha desarrollado hasta ahora:

*“Lo que la política monetaria puede hacer es crear los cimientos para el crecimiento, pero para lograr dicho crecimiento se necesita inversión. Para lograr una mayor inversión se requiere confianza, y para conseguir esta confianza son necesarias reformas estructurales. El BCE ha puesto en marcha hoy una medida muy expansiva, aunque depende ahora de **cada gobierno implementar las medidas estructurales necesarias, y cuantas más lleven a cabo, más efectiva será nuestra política monetaria**”.*

Gráfico 30 Evolución tasa de crecimiento del PIB (%)



Fuente: elaboración propia, datos del FMI y Comisión Europea

9. BIBLIOGRAFÍA

- Wolf, M. (17 de diciembre de 2013). Why Abenomics will disappoint. Recuperado el 31 de diciembre de 2014, de Financial Times:
<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/cf682d66-642c-11e3-98e2-00144feabdc0.html?siteedition=intl#axzz3NU4YEyGK>
- Worstall, T. (1 de febrero de 2015). Draghi May Promise QE In Eurozone, Doesn't Mean Jens Weidmann Will Let Him. Recuperado el 6 de enero de 2015, de Forbes:
<http://www.forbes.com/sites/timworstall/2015/01/02/draghi-may-promise-qe-in-eurozone-doesnt-mean-jens-weidmann-will-let-him/>
- Amigot, M. G. (30 de diciembre de 2010). El año en que conocimos la crisis de deuda. Recuperado el 31 de diciembre de 2014, de Diario Expansión:
<http://www.expansion.com/2010/12/29/economia/1293627097.html>. Last accessed 31st Dec 2014
- Atkins, R. (2 de enero de 2015). Euro slides to lowest since June 2010 on Draghi QE hint. Recuperado el 6 de enero de 2015, de Financial Times:
<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/9ec53f5c-925f-11e4-b213-00144feabdc0.html?siteedition=intl#axzz3NelRjHpb>
- Atkins, R. (18 de septiembre de 2014). Europe shows negative interest rates not absurd – and might work. Recuperado el 3 de enero de 2015, de Financial Times:
<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/db1f5da4-3e89-11e4-a620-00144feabdc0.html#axzz3NelRjHpb>
- Balzli, B. (8 de febrero de 2010). Greek Debt Crisis: How Goldman Sachs Helped Greece to Mask its True Debt. Recuperado el 31 de diciembre de 2014, de Spiegel Online: <http://www.spiegel.de/international/europe/greek-debt-crisis-how-goldman-sachs-helped-greece-to-mask-its-true-debt-a-676634.html>
- Banco Central Europeo. (31 de octubre de 2013). *CB establishes standing swap arrangements with other central banks*. Recuperado el 25 de diciembre de 2014, de Web Oficial del Banco Central Europeo:
<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2013/html/pr131031.en.html>

- Banco Central Europeo. (3 de julio de 2014). *ECB announces further details of the targeted longer-term refinancing operations*. Recuperado el 6 de enero de 2015, de Web Oficial del Banco Central Europeo:
https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140703_2.en.html
- Banco Central Europeo. (2012). *La Aplicación de La Política Monetaria en la Zona del Euro*. Fráncfort, Alemania: Bibliografía Oficial de la Unión Europea.
- Banco Central Europeo. (26 de mayo de 2014). *Open Market Operations*. Obtenido de Web Oficial del Banco Central Europeo:
<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>
- Banco Central Europeo. (2011). *The Monetary Policy of the ECB*. Fráncfort: Bibliografía Oficial del Banco Central Europeo.
- Cœuré, B. (2013). The usefulness of forward guidance. *Speech by Benoît Cœuré, Member of the Executive Board of the ECB, before the Money Marketmakers Club of New York* (pág. 3). Nueva York: Publicaciones del Banco Central Europeo.
- Constâncio, V. (2014). Recent challenges to monetary policy in the euro area. *Speech by Vítor Constâncio, Vice-President of the ECB, at the Athens Symposium on Banking Union, Monetary Policy and Economic Growth* (pág. 6). Atenas: Publicaciones del Banco Central Europeo.
- Comisión Europea. (2014). *Banking union: restoring financial stability in the Eurozone*. Bruselas: Publicaciones de la Comisión Europea.
- El Economista. (27 de marzo de 2014). El Bundesbank apoya los tipos de interés negativos y no descarta la compra de bonos. Recuperado el 25 de diciembre de 2014, de El Economista: <http://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/5649708/03/14/El-Bundesbank-apoya-los-tipos-de-interes-negativos-y-no-descarta-la-compra-de-bonos.html#.Kku8KQY5vs3MGV9>
- Davies, G. (10 de octubre de 2014). It's Draghi versus Weidmann on ECB QE. Recuperado el 3 de enero de 2015, de Financial Times:
<http://blogs.ft.com/gavyndavies/2014/10/10/its-draghi-versus-weidmann-on-ecb-qe/>

- Davies, G. (13 de Octubre de 2013). The Economics of Janet L. Yellen. Recuperado el 10 de Marzo de 2015, de Financial Times:
<http://blogs.ft.com/gavyndavies/2013/10/13/the-economics-of-janet-l-yellen/>
- Díez, J. C. (2013). *Hay Vida Después de la Crisis*. Barcelona: Plaza Janés.
- Featherstone, K. (2011). *The Greek Sovereign Debt Crisis and EMU: A Failing State in a Skewed Regime*. Oxford, Reino Unido: Journal of Common Markets Studies.
- Issing, O. (30 de noviembre de 2011). Moral hazard will result from ECB bond buying. Recuperado el 5 de enero de 2015, de Financial Times:
<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/41640740-1a7a-11e1-ae4e-00144feabdc0.html#axzz3NeIRjHpb>
- J.G. (26 de septiembre de 2011). Guía para entender el rescate griego. Recuperado el 28 de 2 de 2015, de Diario El Mundo:
<http://www.elmundo.es/elmundo/2011/09/25/economia/1316983998.html>
- K.Scheller, H. (2006). *The European Central Bank: History, Roles and Functions*. Fráncfort, Alemania: Biliografía Oficial del Banco Central Europeo.
- Kapur, R. M. (2014). *Monetary Policy Coordination and the Role of Central Banks*. Fondo Monetario Internacional. Washington: IMF Working Papers.
- Kapoor, S. (19 de diciembre de 2013). European banking union is a sham that solves nothing. Recuperado el 20 de enero de 2015, de Finacial Times:
<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/a298293a-68be-11e3-bb3e-00144feabdc0.html?siteedition=intl#axzz3PNkvdUWk>
- Lacalle, D. (22 de febrero de 2014). "Abenomics" o el Timo de la Estampita. Recuperado el 31 de diciembre de 2014, de Diario El Confidencial:
http://blogs.elconfidencial.com/economia/lleeno-de-energia/2014-02-22/abenomics-y-el-timo-de-la-estampita_92040/
- Lacalle, D. (2012). *Viaje a la Libertad Económica*. Barcelona: Deusto.
- Lacalle, D. (7 de junio de 2014). El Plan Dragui no Arregla Europa. Recuperado el 3 de enero de 2015, de Diario El Confidencial:

http://blogs.elconfidencial.com/economia/lleeno-de-energia/2014-06-07/el-plan-draghi-no-arregla-europa_142722/

- Mars, A. (13 de septiembre de 2014). La banca española huye de los tipos negativos del BCE en los depósitos. Recuperado el 3 de enero de 2015, de Diario El País:
http://economia.elpais.com/economia/2014/09/12/actualidad/1410544738_024470.html
- Martín, X. S. (7 de junio de 2014). La política monetaria expansiva del BCE va a durar mucho tiempo. Recuperado el 6 de enero de 2015, de Diario El Economista:
<http://www.eleconomista.es/indicadores-europa/noticias/5843610/06/14/Sala-i-Martin-La-politica-monetaria-expansiva-del-BCE-va-a-durar-mucho-tiempo.html#.Kku88cruZawi73i>
- Ministro de Finanzas de Grecia. (2010). *Update of the Hellenic Stability and Growth Programme*. Atenas: Publicaciones del Ministerio de Finanzas Griego.
- Reuters. (6 de enero de 2015). El BCE estudia tres opciones para la compra de bonos: ¿llegará el 22 de enero? Recuperado el 6 de enero de 2015, de Diario el Economista: <http://www.eleconomista.es/economia/noticias/6370660/01/15/El-BCE-estudia-tres-opciones-para-iniciar-la-compra-de-bonos-habra-QE-el-22-de-enero.html#.Kku812kr9IZgxPC>
- Reserva Federal. (8 de enero de 2014). *The Federal Reserve's response to the financial crisis and actions to foster maximum employment and price stability*. Recuperado el 25 de diciembre de 2014, de Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet:
http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_crisisresponse.htm
- Quiñones, J. S. (3 de mayo de 2013). BCE adicción de difícil desintoxicación. Recuperado el 26 de diciembre de 2014, de Diario Expansión:
<http://www.expansion.com/blogs/blog-jsq/2013/05/03/bce-adiccion-de-dificil-desintoxicacion.html>
- Sufi, A. M. (2014). *House of Debt*. Londres: The University of Chicago Press.

- Segovia, E. (8 de septiembre de 2013). ¿Cuánto ha costa de verdad el rescate de la banca? 100.000 millones de euros. Recuperado el 3 de marzo de 2015, de Diario El Confidencial: http://www.elconfidencial.com/empresas/2013-09-08/cuanto-ha-costado-de-verdad-el-rescate-de-la-banca-100-000-millones-de-euros_25562/.
- Silvia Merler, J. P.-F. (2012). *The Role of the ECB in Financial Assistance: Some Early Observations*. Directorate General For Internal Policies, Policy Department A: Economic and Society Policy. Bruselas: Publicaciones del Parlamento Europeo.
- Singh, M. (3 de diciembre de 2014). How QE can jam the financial plumbing. Recuperado el 6 de enero de 2015, de Financial Times: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/d40c5cc4-4e29-11e4-bfda-00144feab7de.html?siteedition=intl#axzz3O2zSmzIc>
- Sinn, H.-W. (22 de octubre de 2014). *Eurozone debt mutualization or individual liability*. Recuperado el 1 de enero de 2015, de Business and Finance: <http://www.project-syndicate.org/commentary/eurozone-debt-mutualization-or-individual-liability-by-hans-werner-sinn-2014-10>
- Sinn, H.-W. (2 de agosto de 2011). *Germany's capital exports under the euro*. Recuperado el 24 de diciembre de 2014, de VOX CEPR'S Policy Portal: <http://www.voxeu.org/article/germany-s-capital-exports-under-euro>
- Sinn, H.-W. (2014). *The Euro Trap: On Bursting Bubbles, Budgets and Beliefs*. Oxford: Oxford University Press.
- Sinn, H.-W. (2014 de septiembre de 2014). The Euro Trap: On Bursting Bubbles, Budgets and Beliefs. Recuperado el 5 de enero de 2015, de Youtube: <https://www.youtube.com/watch?v=tm6REM-AFTg>
- Smaghi, L. B. (2 de diciembre de 2014). The ECB must show leadership to fight threat of deflation. Recuperado el 5 de enero de 2015, de Financial Times: <http://blogs.ft.com/the-a-list/2014/12/02/the-ecb-must-show-leadership-to-fight-threat-of-deflation/>
- Turner, A. (10 de noviembre de 2014). Printing money to fund deficit is the fastest way to raise rates. Recuperado el 5 de enero de 2015, de Diario Financial Times:

<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/8e3ec518-68cf-11e4-9eeb-00144feabdc0.html#axzz3Iprv2syD>

- The Economist. (14 de enero de 2014). What is quantitative easing? Recuperado el 4 de enero de 2015, de The Economist:
<http://www.economist.com/blogs/economist-explains/2014/01/economist-explains-7>
- The Economist. (2014 de marzo de 2014). Inflation and Interest Rates. Recuperado el 2014 de diciembre de 2014, de The Economist:
<http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21599774-higher-inflation-may-be-needed-leave-extra-low-interest-rates-behind-up-up-and>
- Thompson, C. (20 de octubre de 2014). ECB's bond move whets appetite for QE. Recuperado el 3 de enero de 2015, de Financial Times:
<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/d412dcde-586c-11e4-942f-00144feab7de.html?siteedition=uk#axzz3NelRjHpb>

10. ANEXO I USO DE DATOS

A lo largo de este documento se han presentado multitud de gráficos en los que se buscaba mostrar tanto la evolución de ciertas variables macroeconómicas como predicciones elaboradas por los principales organismos internacionales. Como sabemos todas estas predicciones se actualizan de forma periódica de ahí que sea conveniente incluir los datos de aquellas previsiones que son susceptibles de variar en el corto plazo. Es por ello que queremos hacer referencia a los datos utilizados para construir el Gráfico 30 Evolución tasa de crecimiento del PIB (%).

País	2014	2015P	2016P
Francia	0,37%	0,95%	1,55%
Irlanda	3,62%	3,05%	2,54%
Italia	-0,17%	0,85%	1,30%
España	1,20%	2,20%	2,70%

En esta tabla se han utilizado dos fuentes de información, a saber la Comisión Europea y el Fondo Monetario Internacional. La primera de ellas ha sido utilizado para España ya que las cifras ofrecidas por el FMI (que ha sido utilizado para Francia, Irlanda e Italia) diferían bastante de la realidad que vive el país. En los últimos meses las previsiones de crecimiento proporcionadas por el gobierno de España eran superiores al 2%, incluso en la actualidad oímos que la economía española crece en el entorno del 2,5%. Algunas entidades como el BBVA Research van más allá y se aventuran a afirmar que no resultaría imposible que España aumentara su PIB cerca del 3% en el 2015 debido a las reformas estructurales emprendidas, la mejora del consumo interno, la caída del precio del petróleo y la depreciación del euro. En definitiva todos estos factores hacen que debamos ser optimistas en lo que al crecimiento de España se refiere. No obstante, debemos ser cautos al hacer afirmaciones ya que en el momento de la conclusión de este trabajo nos encontramos en el primer trimestre de 2015 y aún tenemos diversas citas electorales a lo largo del año, que se presentan como uno de los mayores riesgos de cara al crecimiento futuro (riesgo político).