



ICADE BUSINESS SCHOOL  
MÁSTER UNIVERSITARIO EN FINANZAS

# **Políticas Monetarias del BCE durante la crisis**

Análisis y Consecuencias

Autor: María José Lozano Ocón  
Director: Cecilio Moral Bello

Madrid  
Julio 2015

María José  
Lozano  
Ocón

**Políticas Monetarias del BCE durante la crisis**



## **Abstract**

*A día de hoy, ya se ha hablado mucho de la crisis financiera, de qué manera se ha sufrido y cómo se ha remediado. Se conocen las medidas tomadas, se han criticado a las políticas impuestas desde Europa, se sabe cuál es nuestro objetivo y a dónde queremos llegar.*

*Por ello, me tomo este trabajo como un alto en el camino, un análisis de lo recorrido hasta ahora, porque pienso que es necesario mirar hacia atrás y valorar si lo trabajado y el esfuerzo realizado están dando el fruto que esperamos. Un análisis de las medidas de política monetaria tomadas en Europa a través del Banco Central Europeo, y averiguar así, si estamos yendo por el buen camino.*

*A lo largo de este trabajo, desgranando lo implementado, llegamos a la conclusión de que en 2015 estamos "saliendo de la crisis". Observamos datos positivos y, sobretodo, expectativas alentadoras para el medio plazo, por lo que se podría decir que, en conjunto, las políticas llevadas a cabo han sido efectivas para la recuperación económica.*

*No entro en la discusión de si estas medidas han sido tardías o si se podrían haber tomado otras. Lo hecho, hecho está.*

## **Abstract**

*Nowadays, financial crisis has been spoken every day, how it has been and how it has been remedied. The measures taken are known, the policies imposed from Europe have been criticized, it is known what our goal is and where we aim to go.*

*Therefore, I take this work as a stop along the way, an analysis of the tour so far, because I think it is necessary to look back and assess whether the work done and the efforts are bearing the result we expected. An analysis of the monetary policy measures taken in Europe by the European Central Bank, and find out if we are going in the right direction.*

*Throughout this work, analysing what has been implemented, we conclude that we are in 2015 "out of the crisis." Positive data are observed and, above all, encouraging expectations for the medium term, so you could say that, overall, carry out policies have been effective for the economic recovery.*

*I do not go into the discussion of whether these measures have been delayed or could have been taken other. What's done it is done.*

# Índice

<b>1. Introducción</b> .....	<b>5</b>
<b>2. Política Monetaria</b> .....	<b>6</b>
2.1 Concepto .....	6
2.2 “El consenso de Jackson Hole” .....	7
<b>3. ORGANISMOS ECONOMICOS DE LA UNIÓN EUROPEA.</b> .....	<b>10</b>
3.1 El Banco Central Europeo .....	10
3.2 El Eurosistema.....	13
3.3 El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) .....	14
<b>4. El Banco Central Europeo ante la crisis financiera</b> .....	<b>16</b>
4.1 Instrumentos de política monetaria .....	17
<b>5. Medidas de Política Monetaria implementadas por el Banco Central Europeo..</b>	<b>21</b>
5.1 Orientación de Política Monetaria del Banco Central Europeo .....	30
<b>6. La actuación del banco central europeo desde el inicio de la crisis</b> .....	<b>32</b>
<b>7. Situación a mediados de 2015</b> .....	<b>37</b>
7.1 Entorno Exterior.....	37
7.2 Actividad Económica.....	38
7.3 Precios y costes.....	41
7.4 Dinero y Crédito.....	41
7.5 Medidas de expansión monetaria .....	43
<b>8. Conclusiones</b> .....	<b>45</b>
<b><i>Bibliografía</i></b> .....	<b>47</b>



## **Introducción**

Desde el 2007, fecha conocida como el inicio de la crisis financiera, se empezó a llevar a cabo multitud de medidas en la Unión Europea para mitigar los problemas que se han ido viviendo en todos los países de la zona euro.

En este trabajo se va a realizar inicialmente un análisis de cuáles son los organismos económicos de la Unión Europea para comprender bien desde dónde se toman las decisiones de política monetaria, quién impone las medidas y sobre qué países afecta. Se van a recopilar los instrumentos con los que el Banco Central Europeo intermedia en la vida económica.

Comprobaremos qué fechas han sido señaladas durante la crisis, un recorrido de todo este tiempo con los días más señalados y los que han supuesto un hito para la historia económica.

Finalmente, un análisis más detallado de las políticas que se han tomado, así como una visión retrospectiva de lo que ha supuesto para la Unión Europea, observando indicadores como el PIB real, la inflación o el mercado laboral a día de hoy.

## 1. Política Monetaria

### 2.1 Concepto

Debemos empezar, en primer lugar, definiendo qué es la política monetaria y sobre qué y a quién afecta.

Aunque podemos encontrar muchas acepciones sobre la política monetaria, podemos hacer referencia a ella como *“el control de la oferta monetaria”* (Villacís González, J, 1991). Parte de la base de que controlando la oferta monetaria se tiene una fuerte influencia sobre el gasto o la demanda agregada de la economía. Así se puede llegar a un equilibrio en los precios y a una cierta tasa de crecimiento económico.

Un aspecto a tener en cuenta es que al aumentar el dinero se producirá un descenso en su precio y, así, un aumento de la inversión y de la capacidad productiva junto con un aumento en la demanda.

Fernández Días y otros, señalan que *“la política monetaria y la política fiscal constituyen los dos instrumentos principales de regulación y control de la demanda agregada”*. Definen la política monetaria como *“aquella que manipulando la oferta monetaria, los tipos de interés, los precios de los créditos y el tipo de cambio incide sobre la actividad económica, en concreto sobre el nivel de renta, de empleo, el saldo de la balanza de pagos y los precios”*. (Fernández Días, 1994)

Otro punto muy importante al que hay que atender es al de la actuación de la política monetaria como instrumento para manipular la inflación, debido a que el efecto que se produce como consecuencia de la disminución del dinero hace que la tasa de inflación caiga.

Los objetivos que tiene la política monetaria deben de estar encuadrados dentro de un panorama de actuación en el corto plazo o enfocado a medidas coyunturales, aunque junto a éstas se unan otras con una perspectiva de largo plazo o estructurales.

Más indicaciones sobre la política monetaria nos indica que *“utiliza una serie de mecanismos e instrumentos monetarios para alcanzar los objetivos propios de las denominadas políticas de estabilización, es decir, actuaciones a corto plazo que pretenden mantener un nivel de demanda efectiva suficiente para alcanzar un nivel aceptable de crecimiento de la renta y del empleo sin presionar excesivamente sobre el nivel de precios”*. (Roura, 1995)

Con todo esto cercamos el ámbito de actuación de la política monetaria y que debe entenderse dentro de los instrumentos cuantitativos, donde se encuentra la política fiscal. Por tanto, hay que distinguir dos tipos de políticas como instrumentos diferentes. Por un lado, los

cualitativos, donde encuadramos el control de precios y la política de rentas, y por otro los cuantitativos.

En definitiva, podemos decir que la política monetaria junto con la política fiscal son los instrumentos más eficientes que regulan y controlan la demanda agregada.

## **2.2 “El consenso de Jackson Hole”**

Antes del inicio de la crisis, en la época donde se encontraba una inflación en bajos niveles y con estabilidad, junto con un crecimiento sostenido, empezó a surgir una visión que era compartida por un alto número de académicos sobre los pasos que seguía de la política monetaria, donde ciertos autores han identificado como “el consenso de Jackson Hole”. Con ello se menciona la conferencia de académicos y banqueros centrales que se organiza todos los años en Kansas a través la Reserva Federal.

Esta nueva visión que surgió de estas conferencias quería plantear cuál debía ser el objetivo de la política monetaria, estableciendo que éste debería de ser la estabilidad de precios. Para ello, debería de ser un banco central independiente quien fuese responsable de su consecución, actuando con total independencia sin tener que estar bajo las presiones que ejercen los cambios en los ciclos políticos.

El fin del modelo es mantener la tasa de inflación estable sobre el objetivo establecido para el medio plazo. Cuando los bancos centrales establecieron las estrategias que se quería tomar, ésta se vio respaldada por el crecimiento de modelos macroeconómicos neokeynesianos, donde continuar con una inflación estable bastaba para llegar a la estabilidad macroeconómica.

Otro hecho que llevó a entender que la política monetaria sería una buena herramienta frente a la política fiscal para llevar a la economía hacia una estabilidad dentro del ciclo económico fue la necesidad de que países desarrollados debían controlar los altos niveles de deuda pública que se han llegado a alcanzar.

Dentro de este encuadre general, aún pueden encontrarse diferentes modificaciones. Por un lado, algunos bancos centrales establecieron una estrategia enfocada en lograr una inflación deseada, a la que se ha llegado con la conjunción de unos elementos como el hecho de reconocer de manera explícita que el objetivo en el que se va a enfocar la política monetaria es la estabilidad de precios, tomar decisiones bajo transparencia en la información y presencia de mecanismos ante los que hay que rendir cuentas.

Fue en Nueva Zelanda en 1989 cuando se adoptó el modelo estratégico, y desde entonces muchos países se han comprometido con estos objetivos de política monetaria, donde se establece una estrategia formal de objetivos de inflación.

Sin embargo, algunos bancos centrales, como pueden ser la Reserva Federal, el Banco de Japón y por supuesto, el Banco Central Europeo, se encuadran dentro del modelo de política monetaria donde residen muchas características antes comentadas, pero no todas. Por ello, no se consideran de manera estricta como bancos que tengan una estrategia formal con objetivos de inflación.

De todos modos, en la práctica, estas políticas monetarias tienen la capacidad de otorgar a los bancos centrales nacionales la posibilidad de elegir sobre la inflación qué velocidad de retorno quieren tener para alcanzar el objetivo ya establecido frente a una alteración que produjese una desviación de la misma. Así mismo, cabe la posibilidad de realizar distintas acciones que actúen en aras de otros objetivos, manteniéndose las previsiones de inflación bajo control.

Atendiendo a estas estrategias, la política monetaria trabaja fundamentalmente afectando sobre el tipo de interés que están a corto plazo, donde sus variaciones terminan afectando por último sobre los tipos de interés que son a largo plazo, junto a las perspectivas de inflación.

Se llega a una idea donde se entiende que *“el objetivo de estabilidad de precios y estabilidad financiera se pueden complementar y que por lo general no hay un conflicto entre estos dos”* (Bernanke, 2003).

Se tendía a desechar la política monetaria ante la aparición de burbujas en el precio de los activos, porque se dudaba de que las autoridades pudiesen anticiparse al mercado identificando una burbuja de precios siendo incapaz de evitar su evolución por falta de medios.

Llegados a este punto, la postura mayoritaria para enfrentarse a la formación de burbujas fue una estrategia de *“benign neglect”* y *“mop up after”*, es decir, *“un papel pasivo del banco central en los inicios de la burbuja y una actuación decidida, mediante la provisión de la liquidez necesaria, una vez estallada para mitigar la propagación de sus efectos a la economía real”* (Greenspan, 2002) (Blinder, 2005). Un buen ejemplo que refleja esta acción fue la burbuja de principios de siglo sobre la tecnología, donde la Reserva Federal tomó medidas de política monetaria para evitar su aumento.

Mirando desde la distancia del tiempo, y teniendo en cuenta que *“existieron diversos factores que contribuyeron a la estabilidad macroeconómica durante un prolongado período, conocido como la Gran Moderación, existe un consenso bastante amplio sobre el destacado papel desempeñado por el nuevo régimen de política monetaria”* (Bernanke, 2003).

Como conclusión encontramos:

*“Una conclusión extraíble con la evidencia disponible sobre el comportamiento macroeconómico de los países que han adoptado objetivos formales de inflación es que el resultado ha sido, aunque hay discrepancias, positivo. En general, la adopción de este esquema ha favorecido la consecución de reducciones en el nivel y volatilidad de la inflación sin aumentar la volatilidad del producto y ha contribuido al anclaje de las expectativas de inflación” (King, 2012).*

Una crítica que hay que escuchar es que la elección de esta estrategia venía precedida de un proceso de amplias reformas, todas ellas adoptadas con el fin de lograr la estabilidad macroeconómica.

## **2. ORGANISMOS ECONOMICOS DE LA UNIÓN EUROPEA.**

Para analizar los organismos económicos de la Unión Europea primero debemos conocer sobre qué base jurídica están desarrollados y qué tratado fue el que desarrolló su creación.

El primer tratado que desarrolla los órganos económicos de la Unión Europea es el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. Otros textos importantes en la creación de los órganos económicos son también los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo.

El órgano más importante dentro de la Unión Europea es el Banco Central Europeo, ya que extiende sus funciones sobre un área más amplia. Realiza sus funciones en junto al Eurosistema y el Sistema Europeo de Bancos Centrales. Pero una pieza también muy necesaria serán los bancos centrales nacionales de los países que forman la zona euro.

Sin embargo, el órgano que representa a toda la Unión Europea es el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), ya que está compuesto por todos los Estados miembros de la Unión Europea, sin importar que hayan adoptado el euro como no.

Por último, otro organismo es el Eurosistema. Podemos decir que es el representante del Euro, ya que engloba al Banco Central Europeo junto a los demás bancos nacionales de los países que tienen como moneda el euro.

Tanto el Eurosistema como el SEBC deberán trabajar de la mano a pesar de parecer órganos iguales, debido a que hay países en la Unión Europea que no tienen el Euro como moneda única.

En el momento en el que redactó el Tratado de la Unión Europea no se pensaba que habría países de la Unión Europea que no adoptaran el Euro, por tanto, en su texto no se habla del Eurosistema.

### **3.1 El Banco Central Europeo**

El Banco Central Europeo comenzó a tomar posesión de su responsabilidad ante la política monetaria en la zona euro el 1 de enero de 1999. Desde entonces la zona del euro se ha convertido en la segunda zona monetaria económica más grande del mundo, siendo Estados Unidos la primera. El Banco Central Europeo supone un logro tras tanto recorrido que ha supuesto el trabajar para la unión de los países de la Unión Europea.

El Banco Central Europeo ha conseguido una imagen de respeto y credibilidad frente al resto de economías mundiales, ya que sus políticas económicas han sido estables y sólidas, consiguiendo mantener el objetivo de estabilidad de precios de la eurozona.

Esto también es gracias a que el Banco Central Europeo ha podido aprender de las enseñanzas que se extraen de la experiencia histórica que bancos centrales en otros años han tenido durante años anteriores, atendiendo así a los proyectos fallidos de ajustar la economía y la estanflación resultante que se vivió en muchos países industrializados en los años setenta, o también los éxitos de aquellas políticas que pudieron disminuir la inflación hasta llegar a niveles de estabilidad de precios que se deseaba en los años ochenta.

La política monetaria del Banco Central Europeo tiene dos pilares sobre los que se asienta, en primer lugar, la estabilidad de precios y el segundo su independencia.

De esta manera, al ratificarse el Tratado de Lisboa se confirma, e incluso se refuerza, *“el mandato claro e inequívoco de mantener la estabilidad de precios asignado al BCE, al convertir el objetivo prioritario de esta institución (la estabilidad de precios) en un objetivo de la Unión Europea en su conjunto. Además, se concede al BCE plena independencia frente a injerencias políticas en el cumplimiento de este mandato, lo que incluye la prohibición de financiación monetaria a favor de las autoridades públicas”*. (Tratado de Lisboa, 2007)

Desde el inicio del Banco Central Europeo se ha tomado una estrategia con una política monetaria muy clara, siendo eficiente tanto en épocas donde la economía no se mantenía constante, como en períodos más tranquilos.

Ya en 1998 se definió la estabilidad de precios haciendo referencia al Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), debiendo ser inferior al 2% para alcanzar y mantener a medio plazo la estabilidad de precios.

Por otro lado, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo lo define como *“un incremento interanual del índice armonizado de precios de consumo de la zona euro inferior al 2%”*. Analizando esta definición, se entiende que la deflación no entra dentro de los objetivos, ya que no supone un aumento, como se desea.

Con esta definición podemos entender que un nivel de inflación que sea superior al 2% sería incompatible con el objetivo del Banco Central Europeo de la estabilidad de precios. También menciona que un nivel de inflación muy bajo, y sobre todo la deflación, tampoco serían compatibles con lo que se entiende por estabilidad de precios.

Se menciona al Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), que pertenece a eurozona. Este índice evalúa si se da la condición de estabilidad de precios. Al ser un índice de precios amplio hace que sea una garantía para la transparencia del Banco Central Europeo contra la posibilidad de pérdidas del nivel adquisitivo. El Índice Armonizado de Precios de Consumo se homogeneiza con todos los países de eurozona para poder así evaluar los precios de los países con una base que pueda ser comparable.

El Eurostat es la oficina para la estadística de la Unión Europea cuya sede se encuentra en Luxemburgo que es la encargada de medir el IAPC. Es un índice que se basa en una cesta de precios cuyas dos terceras partes son productos tales como energía, productos industriales y alimentos, siendo el tercio restante servicios.

El Banco Central Europeo ha definido el objetivo de estabilidad de precios redactado en el Tratado de la Unión Europea como *“un incremento interanual de los precios de consumo de la zona del euro inferior al 2%”* (TFUE, 2012). El BCE anunció también que su propósito era mantener la tasa de inflación en torno al 2%.

A pesar de que la inflación supone un coste, una tasa del 2% siempre será mejor que una situación de deflación, ya que las consecuencias son mucho más dramáticas que un aumento en los precios. Pero las actuaciones del Banco Central Europeo tardan en producir sus efectos en la economía, reflejándose al año o los tres años. Por ello se tiene el objetivo a medio plazo, aunque pensando en mantenerlo a largo plazo. Para lograrlo, el Banco Central Europeo realiza dos tipos de análisis, uno económico y otro monetario.

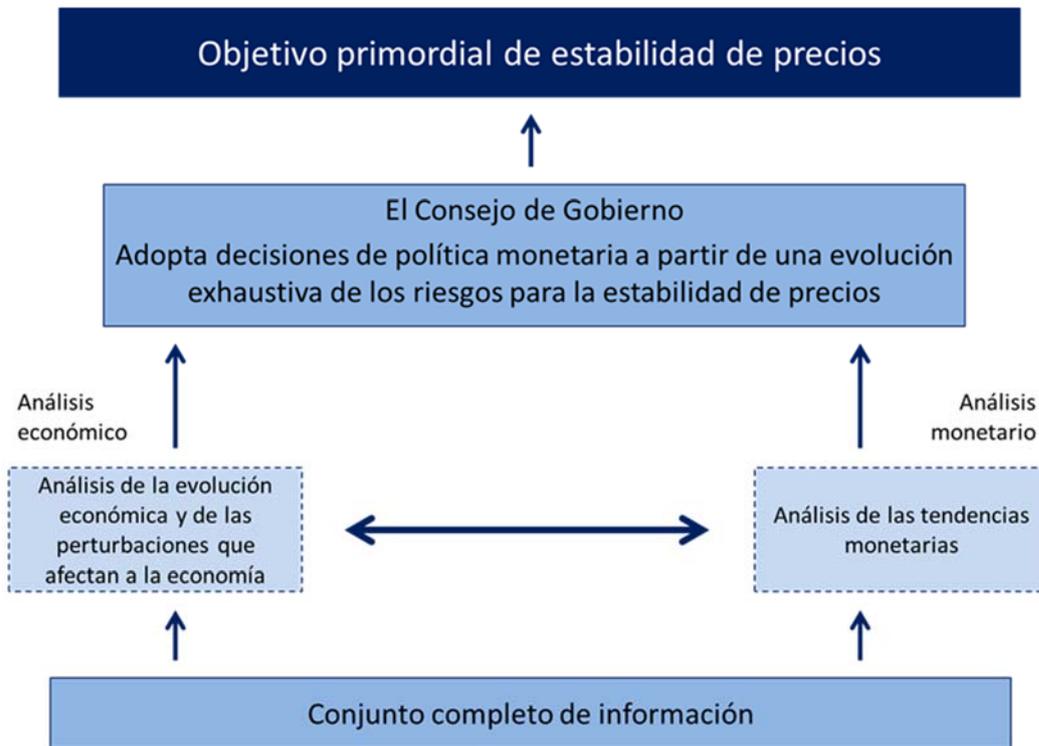
En el análisis económico se utilizan diferentes indicadores económicos así como financieros, como salarios, precios del petróleo, tipos de cambio, tipos de interés de largo plazo, encuestas de confianza de empresarios y consumidores.

El Banco de España nos da esta definición del análisis económico:

El Banco de España establece que el análisis económico se centra en la *“situación económica y financiera existente y en los riesgos implícitos de corto a medio plazo para la estabilidad de precios.”* (Glosario Banco de España)

El análisis monetario tiene su base en la medida M3, cantidad de dinero en circulación, donde se incluyen los billetes, depósitos bancarios y otros activos convertibles. Veamos la definición que nos da el Banco de España:

“se basa en la relación entre el crecimiento monetario y la inflación en horizontes de medio a largo plazo, y aprovecha el hecho de que las tendencias monetarias anticipan las tendencias inflacionistas” (BDE, 2015)



### 3.2 El Eurosistema

El Eurosistema está formado por el Banco Central Europeo junto con los bancos centrales nacionales de aquellos países pertenecientes a la Unión Europea que tienen como moneda el euro, representando la autoridad monetaria de la eurozona.

El objetivo que se ha fijado el Eurosistema como primordial es conservar la estabilidad de precios. Igualmente se encargan de velar por la estabilidad financiera y de promover la integración financiera en Europa.

Según el mismo estamento proclama para conseguir sus objetivos: “Concedemos la máxima importancia a la credibilidad, la confianza, la transparencia y la obligación de rendir cuentas”. (BCE, 2015)

La Comisión Europea, a finales de 2012, propuso la creación de un nuevo órgano para la supervisión y control de los bancos de la eurozona. De esta manera se creó el Mecanismo Único de Supervisión (MUS) y es éste quien establece que el Eurosistema tiene obligación de:

*“Salvaguardar la estabilidad financiera y de promover la integración financiera europea. Con este fin, contribuyen a la adopción de políticas que conlleven la estabilidad financiera. De seguir la evolución de los mercados monetarios y financieros”* (BCE, 2015)

El MUS realizará una supervisión siempre siguiendo el principio de proporcionalidad. Con ello la supervisión que se realiza se ajustará a los perfiles de riesgo que se puedan observar en las diferentes entidades que haya que supervisar, ya que serán diferentes. También deberá de supervisarse qué medidas toman las entidades de crédito para comprobar si están realizando adecuadamente sus funciones.

Sin embargo, *“la responsabilidad última sobre las tareas específicas de supervisión relacionadas con la estabilidad financiera de todos los bancos de la zona del euro recaerá en el Banco Central Europeo”*(BCE).

En el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea encontramos en el artículo 127 una relación de las funciones que desarrolla el Eurosistema:

- *“definir y ejecutar la política monetaria de la zona del euro;*
- *realizar operaciones de divisas;*
- *poseer y gestionar las reservas oficiales de divisas de los países miembros de la zona del euro (gestión de carteras);*
- *promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago.”*

### **3.3 El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)**

El SEBC o Sistema Europeo de Bancos Centrales se compone por el Banco Central Europeo más la banca nacional perteneciente a cada país integrante de la Unión Europea, incluso también los países que no han adoptado la moneda única.

El principal objetivo que tiene encomendado el Sistema Europeo de Bancos Centrales es mantener la estabilidad de precios. Con estrecha relación a este objetivo, tiene el deber de prestar apoyo y colaboración en las políticas económicas que la Unión Europea realice efectivas.

Si bien la responsabilidad directa de la supervisión bancaria y la estabilidad financiera siguen recayendo en las autoridades competentes, el Tratado asigna al SEBC la función de *“contribuir a la correcta aplicación de la política de las autoridades competentes en relación con la supervisión prudencial de las entidades de crédito y la estabilidad del sistema financiero”*.

Dicha función se realiza principalmente a través de tres vías. En la primera, el SEBC observa y evalúa si se está cumpliendo con el objetivo de estabilidad financiera en la zona del euro. Esta actividad complementa el trabajo que han de desarrollar en este sentido los bancos centrales nacionales, así como las autoridades encargadas de la supervisión de cada país.

El segundo lugar, el SEBC asesora acerca de cuáles deben de ser los requisitos para la regulación y la supervisión que se deberán de aplicar en los órganos financieros. Para ello opera gracias, en gran parte, a una inclusión del Banco Central Europeo en las actividades de los organismos europeos supervisores y reguladores, como son el Comité de Supervisores Bancarios Europeos además del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea.

El último paso dado, ya en 2005, fue el establecimiento de una Conferencia de Recursos Humanos, compuesta por miembros del SEBC, con motivo de continuar promoviendo la cooperación y el espíritu de equipo entre los bancos centrales de todos los Estados de la Unión Europea y el Eurosistema.

### **3. El Banco Central Europeo ante la crisis financiera**

El Banco Central Europeo se presentó ante un gran reto a la hora de enfrentarse a la crisis financiera que se inicia en 2007 y que saltó en otoño de 2008. Se dio una época de incertidumbre donde hay que contar con una sólida estrategia ante la política monetaria. Y es en este punto donde tiene claro que el objetivo que hay que seguir es la estabilidad de precios que hemos estado hablando. Es entonces cuando el Banco Central Europeo giraba alrededor de este objetivo y todas las decisiones se enfocaban en llegar a cumplir esa estabilidad de precios y servía como referencia para coordinar las expectativas que tenía el sector privado en cuanto al futuro.

A lo largo de la crisis la política monetaria ha ido reaccionando con unas vistas a medio plazo, enfocando sus políticas para conseguir lograr las expectativas de inflación deseadas. El querer que las políticas monetarias se vieran reflejadas a medio plazo hizo que se tuviera que utilizar el análisis monetario para garantizar esta orientación en el tiempo.

Podría decirse que el Banco Central Europeo ha llevado a cabo operaciones de liquidez de manera pragmática dentro de una incertidumbre que se ha vivido durante la crisis. Junto a esto, ha tenido que recortar los tipos de interés oficiales llegando a rozar niveles históricamente reducidos, también, adoptar unas medidas no convencionales, como pueden ser apoyar al crédito para así encauzar la política monetaria. Las medidas no convencionales están pensadas para tener un carácter temporal, creadas para eliminarse automáticamente de una manera gradual conforme va pasando el tiempo. Estas medidas tienen el objetivo de conservar de manera continuada la estabilidad de precios para el medio plazo. Las medidas no convencionales podrán estar presentes durante el periodo que duren las tensiones considerablemente anómalas, la inestabilidad para los mercados de crédito y para el déficit en los mecanismos transitorios de la política monetaria. Sin embargo, siempre que se dé la situación de que la continuidad de estas medidas suponga la desestabilización de los precios, se pasaría a su retirada de forma inmediata.

Otro elemento de las medidas no convencionales es el carácter prospectivo que inicialmente tienen. Como ya se ha dicho, estas medidas son temporales, y se podría llegar a decir que también tienen mecanismos de autocorrección mientras están siendo implantadas. Un tercer elemento que tiene el Banco Central Europeo para su estrategia de salida de las medidas no convencionales, es la capacidad de reacción y de actuación que éste tiene, una capacidad que

le permite su posición institucional de llevar a cabo decisiones cuando las circunstancias lo justifiquen.

#### **4.1 Instrumentos de política monetaria**

El Eurosistema utiliza dos tipos de instrumentos para trabajar en sus objetivos, la operaciones de mercado abierto y las facilidades permanentes.

Ambas operaciones se realizan para influir en la liquidez del mercado y en los tipos de interés, y de esta manera seguir las guías de la política monetaria que han sido establecidas por el Eurosistema como autoridad monetaria.

En las operaciones de mercado abierto intervienen el Banco Central Europeo y los bancos centrales nacionales. Dentro de este tipo de operaciones se pueden realizar varias acciones, compra o venta en los mercados financieros de moneda comunitaria o divisas extranjeras, incluso, de metales preciosos. Otro tipo de acción sería los créditos con las entidades correspondientes del mercado financieros.

Como se ha dicho antes, es el BCE quien decide bajo qué condiciones y principios se van a llevar a cabo estas operaciones, y cómo han de actuar los bancos centrales nacionales de los diferentes Estados a la hora de aplicar estas operaciones.

Por tanto, entendemos que las operaciones de mercado abierto se encargan de vigilar los tipos de interés y de controlar que la liquidez que se encuentra en el mercado sea la adecuada. En definitiva, en dirigir las guías de la política monetaria.

Diferenciamos en cinco acciones las operaciones de mercado abierto, cada una de ellas con un fin distinto:

1. Operaciones temporales. Operación por la cual el banco central compra o vende activos mediante una cesión temporal o realiza operaciones de crédito con garantía de activos.

En este tipo de operaciones, el Banco Central Europeo realiza una compra o venta de activos a través de cesiones temporales. Por otro lado, también puede realizar una operación de crédito con garantía de activos.

2. Operaciones simples. Esta operación es similar a la anterior, sin embargo se realizan compras y ventas simples, en este caso, de activos.
3. Swaps de divisas. Son operaciones de compraventa que se realizan al mismo tiempo, ya sea al contado o al plazo, del euro por otra divisa extranjera.
4. Captación de depósitos a plazo fijo. En este caso, se pretende que las entidades de contrapartida realicen depósitos, que serán remunerados, en el banco central nacional de su Estado.
5. Emisión de certificados de deuda del BCE. A través de esta operación el Banco Central Europeo realiza emisiones de certificados de deuda para ajustarse a la posición en la que está el sector financiero. De esta manera, a través de ajustes en la liquidez dirige el mercado .

Esta relación de operaciones de mercado abierto se implanta a petición del Banco Central Europeo, quien decide también qué instrumento se utiliza y bajo qué condiciones. Las operaciones de mercado abierto aquí descritas se pueden realizar por diferentes procedimientos, por procedimientos bilaterales, subastas estándar y subastas rápidas.

Otra manera de poder clasificar a las operaciones de mercado abierto es función de su periodicidad y su procedimiento:

1. Las operaciones principales de financiación. Realizan inyecciones de liquidez de manera regular, con una periodicidad semanal y con vencimiento de una semana, a través de subastas estándar.
2. Operaciones de financiación a plazo más largo. También son operaciones donde se realiza una inyección de liquidez pero de manera mensual y con un vencimiento de tres meses. La subasta que se realiza es estándar. Se puede entender que funcionan como confirmación de los tipos de interés.
3. Operaciones de ajuste. Son operaciones ad hoc para aquellas situaciones en las que la inestabilidad de la liquidez del mercado provoca unos tipos de interés bajo incertidumbre.
4. Operaciones estructurales. Estas operaciones se realizan para ajustar posiciones estructurales que tiene el Eurosistema frente al sector financiero. Se llevan a cabo a través de la emisión de certificados de deuda que realiza el Banco Central Europeo, con operaciones temporales y operaciones en firme, siendo ejecutadas por los bancos centrales nacionales. De manera excepcional el Banco Central Europeo puede ejecutar directamente estas operaciones.

Por otro lado, también tenemos las operaciones de Facilidades permanentes, que se encargan de *“proporcionar y absorber la liquidez a un día a iniciativa, señalar la orientación general de la política monetaria y controlar los tipos de interés del mercado a un día.”* Podemos encontrar dos tipos diferentes de facilidades permanentes:

1. Las facilidades marginales de crédito. El fin de estas operaciones es *“obtener liquidez a un día de los BCN contra activos de garantía”*. No hay límite de crédito ni más restricciones para las entidades a la hora de obtener acceso a esta facilidad, siempre que se den circunstancias normales. Por tanto, dado que es la operación a por la cual se presta el dinero, el tipo de interés que tenga será el máximo que tenga el mercado en un día.
2. Las facilidades de depósito. *“Para realizar depósitos a un día en los BCN”*. En estas facilidades tampoco encontramos un límite, ni presentan más restricciones para las entidades. Al contrario que la anterior, estas facilidades tendrán el tipo de interés mínimo del mercado en un día.

Por último, hay que mencionar a las Reservas Mínimas. No las incluimos dentro de los instrumentos que tiene el Eurosistema, sino como una exigencia que sirve para mantener una política monetaria en orientación de las medidas que se quieren llevar, ajustando la situación de liquidez del mercado y ayudando a la estabilidad de tipos de interés en el corto plazo.

De esta manera, las reservas mínimas son los depósitos que se les exige mantener a las entidades de contrapartida en los bancos centrales nacionales de sus propios Estados. Estos depósitos se tienen que mantener por un mes, siendo remuneradas con el tipo de interés de las operaciones principales del financiación del Eurosistema.

En la siguiente tabla vemos las operaciones que hemos descrito de manera más gráfica, describiendo en función de vencimiento, periodicidad y procedimiento.

<b>“Operaciones de política monetaria del Eurosistema</b>					
<i>Operaciones de política monetaria</i>	<i>Tipo de operación</i>		<i>Vencimiento</i>	<i>Periodicidad</i>	<i>Procedimiento</i>
	<i>Inyección de liquidez</i>	<i>Absorción de liquidez</i>			
<b>Operaciones de mercado abierto</b>					
<b>Operaciones principales de financiación</b>	<i>Operaciones temporales</i>	-	<i>Una semana</i>	<i>Semanal</i>	<i>Subastas estándar</i>
<b>Operaciones de financiación a plazo más largo</b>	<i>Operaciones temporales</i>	-	<i>Tres meses</i>	<i>Mensual</i>	<i>Subastas estándar</i>
<b>Operaciones de ajuste</b>	<i>Operaciones temporales</i>	<i>Operaciones temporales</i>	<i>Sin normalizar</i>	<i>No regular</i>	<i>Subastas rápidas Procedimientos bilaterales</i>
	<i>Swaps de divisas</i>	<i>Depósitos a plazo fijo Swaps de divisas</i>			
<b>Operaciones estructurales</b>	<i>Operaciones temporales</i>	<i>Emisión de certificados de deuda del BCE</i>	<i>Normalizado/ Sin normalizar</i>	<i>Regular/ No regular</i>	<i>Subastas estándar</i>
	<i>Compras simples</i>	<i>Ventas simples</i>	-	<i>No regular</i>	<i>Procedimientos bilaterales</i>
<b>Facilidades permanentes</b>					
<b>Facilidad marginal de crédito</b>	<i>Operaciones temporales</i>	-	<i>Un día</i>	<i>Acceso a discreción de las entidades de contrapartida</i>	
<b>Facilidad de depósito</b>	-	<i>Depósitos</i>	<i>Un día</i>	<i>Acceso a discreción de las entidades de contrapartida”</i>	

\*Fuente: “Política monetaria del Banco Central Europeo 2011”

#### 4. Medidas de Política Monetaria implementadas por el Banco Central Europeo

A lo largo de este epígrafe se va a ir citando las fechas más importantes que han resaltado en la crisis donde el Banco Central Europeo ha tomado diferentes medidas o decisiones en política monetaria para poder alcanzar el objetivo de mantener la estabilidad de precios y recuperar la situación económica hundida tras el paso de la crisis por los Estados de la Unión Europea. Las siguientes fechas son recopiladas del Boletín Anual del Banco Central Europeo 2015.

<b>Fecha</b>	<b>Comentario</b>	<b>Explicación</b>
<b>01/06/2006</b>	<i>Según el BCE, los inversores quizá subestimen los riesgos de la zona del euro</i>	
<b>11/12/2006</b>	<i>El BCE aprecia una vulnerabilidad potencial en el sistema financiero de la zona euro</i>	
<b>29/01/2007</b>	<i>Según Trichet, los mercados financieros son potencialmente inestables</i>	
<b>09/08/2007</b>	<i>Escasez de liquidez en todo el mundo</i>	
<b>09-14 /08/2007</b>	<i>Disminuye el crédito interbancario</i>	<i>El BCE inyecta 335.000 millones de euros en el sistema bancario de la zona del euro.</i>
<b>12/12/2007</b>	<i>Los bancos centrales tratan de aliviar las presiones en los mercados de financiación a corto plazo</i>	<i>El Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra, El BCE, la Reserva Federal y el Banco Nacional de Suiza anuncian medidas para abandonar las intensas presiones en los mercados de financiación a corto plazo. El Consejo de Gobierno del BCE decide actuar conjuntamente con la Reserva Federal ofreciendo financiación en dólares estadounidenses a las entidades de contrapartida del Eurosistema.</i>
<b>28/03/2008</b>	<i>El BCE ofrece operaciones de financiación con mayores plazo de vencimiento</i>	<i>El BCE introduce las operaciones de financiación a plazo más largo a seis meses para respaldar la normalización del funcionamiento del mercado monetario de la zona del euro.</i>
<b>03/07/2008</b>	<i>El BCE sube los tipos de interés en 25 puntos básicos</i>	
<b>15/09/2008</b>	<i>Quiebra de Lehman Brothers</i>	
<b>26/09/2008</b>	<i>Los bancos centrales anuncian medidas para aliviar presiones en los mercados de financiación a corto plazo en dólares</i>	
<b>29/09/2008</b>	<i>El BCE efectúa una operación de financiación a plazo especial</i>	<i>Subasta estándar a tipo de interés variable sin importe predeterminado</i>
<b>29/09/2008</b>	<i>El BCE y la Reserva Federal redoblan esfuerzos por aliviar la tensión en los mercados financieros a corto plazo</i>	<i>El Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal y el Consejo de Gobierno del BCE deciden doblar el importe de sus acuerdos de divisas recíprocos de carácter temporal, que pasan de 120.000 millones a 240.000 millones de dólares estadounidenses. Esta ampliación permitirá aumentar la liquidez en dólares estadounidenses proporcionada</i>

		en la zona euro.” (BCE,2015)
<b>“08/10/2008</b>	<i>El BCE adopta medidas de liquidez extraordinarias</i>	<i>El BCE decide efectuar operaciones de financiación semanales mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena, es decir, subastas en las que el tipo de interés se fija de antemano y el BCE proporciona toda la liquidez que las entidades soliciten, siempre que ofrezcan activos de garantía de calidad suficiente</i>
<b>08/10/2008</b>	<i>El BCE y otros bancos centrales se coordinan para reducir los tipos de interés</i>	<i>El Consejo de Gobierno del BCE baja los tipos de interés a 50 puntos básicos y reduce también la diferencia entre los tipos de la facilidad marginal de crédito y la de depósito de 200 a 100 puntos básicos</i>
<b>15/10/2005</b>	<i>El BCE facilita el acceso a la financiación</i>	<i>El BCE amplía la lista de activos de garantía admisibles y aumenta la presentación de liquidez inclusive mediante swaps de dólares estadounidenses</i>
<b>06/11/2008</b>	<i>El BCE baja los tipos de interés en 50 puntos básicos</i>	
<b>04/12/2008</b>	<i>El BCE baja los tipos de interés en 75 puntos básicos</i>	
<b>18/12/2008</b>	<i>El BCE decide volver a situar la banda de las facilidades permanentes en 200 puntos básicos en enero 2009</i>	<i>La banda de las facilidades permanentes que se redujo a 100 puntos básicos volverá a situarse en 200. Por consiguiente, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito se incrementará de 50 a 100 puntos básicos por encima del tipo de interés de las operaciones principales de financiación, y el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, y el tipo de interés de la facilidad de depósito se reducirá de 50 a 100 puntos básicos por debajo del tipo de interés de las operaciones principales de financiación.</i>
<b>15/01/2009</b>	<i>El BCE baja los tipos de interés en 50 puntos básicos</i>	<i>El Consejo del BCE baja los tipos de interés de las operaciones principales de financiación al 2% y modifica también los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito fijándolos en el 3% y en el 1% respectivamente, con lo que restablece la banda en torno al tipo de interés de las operaciones principales de financiación.</i>
<b>05/03/2009</b>	<i>El Bce baja los tipos de interés en 50 puntos básicos</i>	
<b>02/04/2009</b>	<i>El G20 crea el consejo de Estabilidad Financiera</i>	
<b>02/04/2009</b>	<i>El BCE baja los tipos de interés en 25 puntos básicos</i>	
<b>07/05/2009</b>	<i>El BCE baja los tipos de interés en 25 puntos básicos</i>	<i>Tras esta decisión, el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación del Eurosistema ha experimentado una reducción total de 325 puntos básicos desde el 8 de octubre de 2008. El tipo de interés se fija en el 1%, y el aplicable a la facilidad marginal de crédito en el 1,75%. El tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito permanece sin variación en el 0,25%, con lo que se reduce la diferencia entre el tipo marginal de crédito y el de depósito a 150 puntos básicos” (BCE,2015)</i>

<b>07/05/2009</b>	<i>Inicio de operaciones de financiación con vencimiento a un año</i>	
<b>04/06/2009</b>	<i>El BCE inicia el primer programa de adquisiciones de bonos garantizados</i>	<i>El Eurosistema adquiere bonos garantizados denominados en euros emitidos en la zona del euro, con objeto de animar a las entidades a mantener e incrementar sus préstamos a clientes, contribuir a mejorar la liquidez en importantes segmentos del mercado de renta fija privada, y mejorar las condiciones de financiación para entidades de crédito y empresas</i>
<b>02/12/2009</b>	<i>La UE acuerda crear nuevas autoridades de supervisión</i>	
<b>27/01/2010</b>	<i>El BCE suspende los swaps recíprocos de dólares y euros</i>	
<b>03/03/2010</b>	<i>El BCE celebra las medidas de saneamiento del Gobierno griego</i>	
<b>25/03/2010</b>	<i>La UE ofrece ayuda a Grecia</i>	
<b>23/04/2010</b>	<i>Grecia solicita ayuda financiera</i>	
<b>02/05/2010</b>	<i>Se acuerda un plan de préstamos para Grecia</i>	<i>Los países de la zona del euro y el FMI acuerdan un plan de préstamos para Grecia por importe de 110.000 millones de euros.</i>
<b>09-10/05/10</b>	<i>La UE pretende impulsar la estabilidad financiera</i>	<i>Los ministros de finanzas de la UE adoptan un conjunto integral de medidas para mantener la estabilidad financiera europea, incluida la creación de un Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera y una Facilidad Europea de Estabilización Financiera con un volumen total de 500.000 millones de euros. El FMI se compromete a aportar otros 250.000 de euros que sitúan el volumen total en 750.000 millones de euros.</i>
<b>10/05/2010</b>	<i>Se reactivan los swaps recíprocos de dólares y euros</i>	
<b>07/06/2010</b>	<i>Se crea la Facilidad Europea de Estabilización Financiera</i>	
<b>30/06/2010</b>	<i>El BCE pone fin al programa de adquisición de bonos garantizados</i>	
<b>28/07/2010</b>	<i>El BCE anuncia normas más estrictas sobre los activos de garantía de las entidades de crédito</i>	
<b>26/08/2010</b>	<i>Se publican las directrices revisadas sobre pruebas de resistencia de entidades de crédito</i>	
<b>28/10/2010</b>	<i>Un futuro Pacto de Estabilidad y Crecimiento más estricto</i>	
<b>21/11/2010</b>	<i>Irlanda solicita ayuda financiera” (BCE,2015)</i>	

<b>28/11/2010</b>	<i>Nuevo mecanismo para países con problemas financieros</i>	<i>Los ministros de finanzas de la zona euro acuerdan el futuro Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM), que sustituirá a la actual Facilidad Europea de Estabilización Financiera (EFSF) desde mediados de 2013 y proporcionará ayuda a los países de la zona del euro con problemas financieros</i>
<b>16/12/2010</b>	<i>El BCE introduce la exigencia de información individualizada sobre préstamos</i>	
<b>17/12/2010</b>	<i>El BCE y el Banco de Inglaterra acuerdan líneas swap</i>	
<b>21/12/2010</b>	<i>Se prorrogan los swaps recíprocos de dólares y euros</i>	
<b>18/01/2011</b>	<i>El Consejo de la UE da comienzo al llamado semestre europeo</i>	
<b>11/03/2011</b>	<i>Los dirigentes de la zona del euro acuerdan el Pacto del Euro</i>	<i>El pacto establece una mayor coordinación de la política económica en favor de la competitividad y la convergencia, y es un firme compromiso político de los jefes de gobierno europeo.</i>
<b>31/03/2011</b>	<i>El BCE celebra la decisión de las autoridades de Irlanda de reforzar los bancos irlandeses</i>	<i>Inyección de 21.000 millones de euros de capital del tramo 1, más 3.000 millones de euros de capital contingente, fortalecerá notablemente a los bancos y les dará una sólida base de capital</i>
<b>06/04/2011</b>	<i>Portugal solicita la activación del mecanismo de ayuda</i>	
<b>07/04/2011</b>	<i>El BCE sube los tipos de interés en 25 puntos básicos</i>	
<b>02/05/2011</b>	<i>El vicepresidente del BCE subraya la importancia de la integración y estabilidad de los mercados financieros</i>	
<b>17/05/2011</b>	<i>Se firma el convenio de cooperación sobre la solicitud de ayuda de Portugal</i>	
<b>23/06/2011</b>	<i>Se refuerza la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera</i>	<i>Los ministros de finanzas acuerdan aumentar la capacidad efectiva de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera, ampliar su mandato y fijar definitivamente las condiciones del Mecanismo Europeo de Estabilidad</i>
<b>29/06/2011</b>	<i>Se prorrogan los swaps recíprocos de dólares y euros</i>	
<b>07/07/2011</b>	<i>El BCE sube los tipos de interés en 25 puntos básicos</i>	
<b>07/08/2011</b>	<i>Declaración del presidente del BCE</i>	<i>El Consejo de Gobierno del BCE celebra los anuncios de los gobiernos de España e Italia en los que se comprometen a hacer reformas fiscales y estructurales. Además, el BCE pide que se active la EFSF en el mercado secundario una vez que sea operativa.</i>
<b>25/08/2011</b>	<i>Se prorroga la línea de swap con el Banco de Inglaterra</i>	
<b>15/09/2011</b>	<i>El BCE anuncia nuevas operaciones de inyección de liquidez en dólares" (BCE,2015)</i>	

<b>06/10/2011</b>	<i>El BCE anuncia los detalles de las operaciones de financiación</i>	<i>El Consejo de Gobierno del BCE decide efectuar dos operaciones de financiación a plazo más largo, una con vencimiento aproximado de 12 meses que se efectuará en Octubre 2011, y otra con vencimiento aproximado de 13 meses que se efectuará en Diciembre de 2011. El Consejo de Gobierno decide además seguir efectuando sus operaciones principales de financiación mediante subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.</i>
<b>11/10/2011</b>	<i>Declaración de la Comisión Europea, el BCE y el FMI sobre la quinta misión de evaluación a Grecia</i>	
<b>13/10/2011</b>	<i>La versión mejorada de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera es plenamente operativa</i>	<i>Tras la ratificación de los países de la zona del euro, la EFSF es operativa. Su capacidad efectiva de préstamo es de 440.000 millones de euros gracias a los avales comprometidos por los 17 países de la zona del euro.</i>
<b>26/10/2011</b>	<i>Los dirigentes de la zona del euro acuerdan medidas complementarias</i>	
<b>01/11/2011</b>	<i>Nuevo presidente del Banco Central Europeo</i>	<i>Mario Draghi, exgobernador de la Banca D'Italizia, se convierte en presidente del BCE.</i>
<b>03/11/2011</b>	<i>El BCE baja los tipos de interés en 25 puntos básicos</i>	
<b>08/12/2011</b>	<i>El BCE anuncia medidas para apoyar los préstamos bancarios y la actividad en el mercado monetario</i>	<i>El BCE decide efectuar dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a 36 meses. Decide, además, reducir el coeficiente de reservas al 1% a partir del período de mantenimiento que comienza el 18 de enero de 2012, suspender por el momento las operaciones de ajuste que se efectúan el último día de cada período de mantenimiento, y aumentar los activos de garantía disponibles.</i>
<b>08/12/2011</b>	<i>El BCE baja los tipos de interés en 25 puntos básicos</i>	
<b>09/12/2011</b>	<i>Los dirigentes de la zona del euro acuerdan avanzar hacia una unión económica más fuerte</i>	<i>Los dirigentes de la zona del euro acuerdan un nuevo pacto fiscal y una coordinación reforzada de las políticas económicas. El pacto fiscal exige unos presupuestos del sector público equilibrados o con superávit. Los dirigentes acuerdan además reforzar las normas que rigen el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo, adelantar la entrada en vigor del Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM) a julio de 2012, y revisar la suficiencia del límite máximo de 500.000 millones de euros de la EFSF y el ESM en marzo de 2012.</i>
<b>22/12/2011</b>	<i>El BCE adjudica 489.000 millones de euros a 523 entidades de crédito en la 1ª OFPML a 36 meses</i>	
<b>09/02/2012</b>	<i>El BCE aprueba criterios de admisibilidad para otros créditos</i>	
<b>21/02/2012</b>	<i>El Eurogrupo acuerda el 2º programa de ayuda financiera para Grecia</i>	<i>Mayor vigilancia in situ por la Comisión Europea, la creación de una cuenta de garantía bloqueada, la reestructuración de la deuda del sector privado, y otra rebaja retroactiva de los tipos de interés de la</i>

		<i>facilidad de préstamos a Grecia” (BCE,2015)</i>
<b>“28/02/2012</b>	<i>El BCE suspende temporalmente la admisibilidad de los bonos griegos como activos de garantía</i>	
<b>01/03/2012</b>	<i>Los líderes europeos firman el pacto fiscal</i>	<i>Firman el Tratado sobre Estabilidad, Coordinación y Gobernanza.</i>
<b>01/03/2012</b>	<i>El Eurogrupo activa el plan de mejora de activos de garantía del Eurosistema</i>	
<b>01/03/2012</b>	<i>El BCE adjudica 530.000 millones de euros a 800 entidades de crédito en el 2º OFML a 36 meses</i>	
<b>08/03/2012</b>	<i>El BCE reactiva la admisibilidad de los bonos griegos como activos de garantía</i>	
<b>27/06/2012</b>	<i>España solicita ayuda financiera</i>	
<b>27/06/2012</b>	<i>Chipre solicita ayuda financiera</i>	
<b>29/06/2012</b>	<i>El Consejo Europeo acuerda crear un mecanismo europeo de supervisión bancaria</i>	
<b>05/07/2012</b>	<i>El BCE baja los tipos de interés</i>	<i>Baja su tipo de interés oficial en 25 puntos básicos hasta el mínimo histórico del 0,75% y baja también los tipos de la facilidad de depósito y de la facilidad marginal de crédito</i>
<b>20/07/2012</b>	<i>El BCE suspende la admisibilidad de los bonos griegos como activos de garantía</i>	
<b>20/07/2012</b>	<i>El BCE concede ayuda financiera al sector bancario español</i>	
<b>12/09/2012</b>	<i>La Comisión propone nuevas competencias para el BCE en el marco de la unión bancaria prevista</i>	
<b>28/09/2012</b>	<i>El BCE acoge con satisfacción el anuncio de las autoridades españolas sobre la prueba de resistencia desagregada (bottom-up)</i>	
<b>13/12/2013</b>	<i>Mario Dragji acoge con satisfacción el acuerdo sobre el MUS</i>	<i>Acuerdo sobre el Mecanismo Único de Supervisión (MUS) alcanzado por unanimidad en el Consejo ECOFIN</i>
<b>19/12/2012</b>	<i>El BCE restablece la admisibilidad de los bonos griegos como activos de garantía</i>	
<b>21/03/2013</b>	<i>El BCE mantiene los niveles de provisión urgente de liquidez a Chipre</i>	
<b>25/03/2013</b>	<i>El Eurogrupo alcanza un acuerdo sobre el futuro programa de ajuste macroeconómico de Chipre</i>	
<b>02/05/2013</b>	<i>El BCE restablece la admisibilidad de los bonos griegos como activos de garantía</i>	
<b>02/05/2013</b>	<i>El BCE baja los tipos de interés</i>	<i>Reduce los tipos de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos y el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en 50 puntos básicos” (BCE,2015)</i>

<b>31/05/2013</b>	<i>El BCE expresa su satisfacción con la separación de los paneles del EONIA y del EURIBOR</i>	<i>El BCE anima a las entidades de crédito a participar en los paneles de estos tipos de referencia</i>
<b>28/06/2013</b>	<i>El BCE suspende la admisibilidad de los bonos chipriotas como activos de garantía</i>	
<b>04/07/2013</b>	<i>El BCE prevé que los tipos de interés oficiales se mantengan en los niveles actuales o en niveles inferiores durante un período prolongado</i>	
<b>05/07/2013</b>	<i>El BCE reactiva la admisibilidad de los bonos chipriotas como activos de garantía</i>	
<b>18/07/2013</b>	<i>El BCE refuerza su sistema de control de riesgos</i>	<i>El Consejo de Gobierno aprueba criterios de admisión de activos de garantía revisados y los recortes que se aplicarán a esos activos en las operaciones de política monetaria</i>
<b>01/08/2013</b>	<i>El BCE acoge favorablemente la decisión de las autoridades chipriotas de concluir el proceso de resolución del principal banco del país</i>	
<b>12/09/2013</b>	<i>Luz verde al mecanismo único de supervisión (MUS)</i>	
<b>23/10/2013</b>	<i>El BCE comienza la evaluación global previa a la asunción de sus competencias de supervisión</i>	
<b>07/11/2013</b>	<i>El BCE baja los tipos de interés</i>	<i>El Consejo de Gobierno del BCE reduce el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta el 0,25 %, y el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en 25 puntos básicos, hasta el 0,75 %. El tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito se mantiene sin variación. El Consejo de Gobierno también decide seguir realizando operaciones principales de financiación (OPF) mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, durante el tiempo que sea necesario, y al menos hasta el 7 de julio de 2015.</i>
<b>16/12/2013</b>	<i>Danièle Nouy nombrada presidenta del Consejo de Supervisión</i>	
<b>04/09/2014</b>	<i>El BCE reduce el tipo de interés de OFP en 10 pbs, hasta 0,05%, las facilidades marginales de crédito hasta 0,30% y las facilidades de depósito en 0,20%</i>	
<b>02/10/2014</b>	<i>El BCE decide los detalles operativos de los programas de compras de bonos de titulización de activos y de bonos garantizados</i>	
<b>22/01/2015</b>	<i>EL BCE anuncia que llevará a cabo un un Quantitative Easing a partir de marzo de 2015</i>	<i>Consistirá en la compra de deuda pública y privada por valor de 60.000 millones de euros mensualmente hasta septiembre de 2016</i>
<b>03/06/2015</b>	<i>El BCE establece los tipos de interés aplicables a las operaciones principales de financiación en el 0.05%, las facilidades marginales de créditos en el 0.30% y las facilidades de depósito en el -0.20%" (BCE,2015)</i>	

\*Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia

A lo largo de este desglose de fechas y acontecimientos, vemos qué actuaciones ha tomado el Banco Central Europeo, las ayudas a las que han tenido que recurrir diferentes Estados de la Unión Europea y qué nuevos mecanismos y organismos han surgido en defensa y reacción contra la reciente crisis financiera y económica.

Vamos a ver de manera resumida qué medidas han sido las implantadas a través de política monetaria y que se han llevado a cabo:

1. **Bajada de tipos de interés:** A partir de 2011 se produjo el deterioro de la crisis de deuda, donde el Banco Central Europeo tomó la decisión de iniciar bajadas de tipos de interés llegando hasta fijarlos en el 0,05%, cifra que representa mínimos históricos. El hecho de reducir tanto los tipos, beneficia a la banca comercial en estos momentos. Pero a pesar de ello, esta rebaja el BCE no vio el resultado que esperaba en esta rebaja de tipos de interés, ya que lo que se pretendía era que la banca comercial transmitiera la circulación de dinero a la economía real, pero no fue así, ya que los ciudadanos siguen teniendo un problema con el acceso al crédito.
2. **Tipos de depósito negativos:** Esta medida supone una penalización hacia aquellos bancos que almacenan el dinero en sus entidades y no lo transmiten a los ciudadanos, para que haya circulación de dinero en la economía real, a través de préstamos o compras de activos. Es una reacción contra la consecuencia no esperada que ha supuesto que los tipos de interés tiendan a la baja. En estos momentos, para las facilidades de depósitos, los tipos de interés están en el -0,20%.
3. **Inyecciones de dinero:** En el último período de 2011 y a comienzos de 2012, el Banco Central Europeo inició un programa a través del cual se abrían líneas de crédito por la cantidad de 1 billón de euros. A través de esta medida de operaciones de liquidez a largo plazo, el BCE concede préstamos a tres años a un tipo de interés bajo del 0,15%. De esta manera, se intentaba evitar la situación de colapso en el sistema bancario europeo. Al igual que con la medida de bajar los tipos de interés, lo que quería el BCE era que la banca comercial empezara a conceder créditos a familias y empresas, y así poder hacer una inyección de dinero a la economía real, pero esta medida tampoco tuvo el resultado esperado.

En el año 2014, el Banco Central Europeo volvió a inyectar, de nuevo, capital con vencimiento en 2018, pero esta vez, bajo condición de que se concedieran créditos a las empresas y familias.

4. **Compra de paquetes de crédito:** Desde el último trimestre de 2014, el Banco Central Europeo se dedicó a la compra de cédulas hipotecarias, los llamados “covered bonds”, junto a valores respaldados por sus activos. En definitiva, son paquetes que pueden incluir préstamos, créditos de automóviles o créditos a empresas. Esta medida pretendía aliviar el balance de los bancos, y de esta manera, éstos poder tener una situación más suelta para poder realizar concesiones de créditos.
  
5. **Compra de deuda:** Es en mayo de 2010 cuando el Banco Central Europeo empieza con la compra de deuda de los países miembros. Se le llamó “Securities Markets Programme” (SMP), y con ello se pretendía reducir la subida de la prima de riesgo en aquellos países donde más se estaba sufriendo su subida, como en España. En 2012, el Banco Central Europeo había comprado ya casi 220.000 millones de euros, casi todo procedente de la deuda italiana. Pero fue en septiembre de 2012 cuando reemplaza esta medida por el programa de “Transacciones Monetarias Directas”, donde había una condición que cumplir e innegociable, que suponía acogerse a un programa donde habría un rescate por parte de Europa junto al cumplimiento de reformas de austeridad antes de recibir el beneficio de la compra de deuda. Pero finalmente, ninguno de los países de la Eurozona dio ese paso, ya que tan sólo el anuncio de este programa hizo calmar los ánimos de los mercados justo en el momento en el que había una situación más tensa por la crisis.
  
6. **Quantitative Easing:** Por último, este ambicioso programa de expansión cuantitativa que se inicia en marzo de 2015. Este programa tiene el objetivo de inyectar liquidez en los mercados de manera indirecta, ya que realiza compras de deuda pública y de agencias nacionales. Ha sido una operación muy utilizada en otros Estados, como en Estados Unidos por la Reserva Federal o en Japón por el Banco de Japón. Este programa tiene la intención de comprar bonos públicos y privados por valor de 60.000 millones mensualmente hasta septiembre de 2016.

## 5.1 Orientación de Política Monetaria del Banco Central Europeo

La fisonomía concreta de la situación monetaria actual en la zona euro está ocasionada por la magnitud que alcanzó la crisis así como por la ralentización en los tiempos de salida de la misma comparándola con otras áreas. Una vez obtenidos los registros negativos de 2012 y 2013, las proyecciones que publicó el BCE en junio de 2014 que indicaban que la UEM no recuperaría el nivel del PIB que había en los inicios de la crisis hasta finales de 2015, donde todavía nos estamos acercando. En cuanto a la recuperación del empleo en la zona euro, avanzaba que en ese mismo año aún no se habría completado.

Desde finales de 2011 se ha observado una la tasa de inflación con una tendencia decreciente. Encontrándose en mínimos históricos y las proyecciones disponibles aventuran seguirán en este rumbo, alejada de la referencia del 2% que, en el medio plazo, es el valor que el BCE toma como referencia para llegar a su objetivo de estabilidad de precios. Esto fue lo que tuvo que afrontar el Consejo de Gobierno del BCE durante su reunión de junio de 2014. Se necesitaba una rápida actuación antes de que unos niveles a la baja consiguieran llevar a una situación de deflación, esto a pesar de que las proyecciones a medio plazo indicaban que aún se estaba en niveles compatibles con la definición de estabilidad de precios.

En la primera mitad de año de 2014 los tipos oficiales ya habían sufrido varias bajadas hasta llegar a dejar en 0,25% a las operaciones principales de financiación, junto con un tipo del 0% las facilidades de depósito.

Se recurrió a la política de “forward guidance”, anunciando de forma anticipada que se prolongarían las subastas a tipo fijo junto con los tipos de interés. Este último se llevó a cabo hacia mediados de 2013, justo en julio. De esta manera se pretendía clarificar a muchos analistas e inversores las verdaderas intenciones que el Banco Central Europeo iba a desarrollar con la política monetaria y evitar así la incertidumbre creada por la Reserva Federal. También se había recurrido antes de junio a la compra de activos.

Pese a todo, los programas puestos en marcha, no perseguían estimular la economía mejorando el balance del BCE. Se hacían estas compras de activos con la intención de reparar los mercados financieros y los instrumentos de política de la política financiera tan dañados por la crisis. Después de esto, el BCE inició un conjunto de medidas, convencionales y no convencionales, como respuesta a la situación tan compleja de primeros de Junio. Se bajaron nuevamente los tipos de interés, llegando el de las operaciones principales de financiación al 0,15% que a efectos prácticos podemos decir que había llegado a su nivel mínimo, y el tipo de interés de la facilidad de depósito, es decir, el que reciben los bancos cuando realizan

depósitos en el Banco Central Europeo, llegó a cotas negativas, -0,20%. El de la facilidad marginal de crédito llegó a situarse en 0,40%. Se estableció el periodo de duración de estas medidas, algunas de ellas no antes de final de 2016 y se pusieron en marcha programas destinados a mejorar la financiación de empresas y familias, obligándole a los bancos a que así sea y si no lo es, forzándole a que devuelvan los fondos.

## **5. La actuación del banco central europeo desde el inicio de la crisis**

La respuesta del BCE a la crisis de deuda soberana de la zona euro ha generado un debate entre los legisladores sobre si el banco debe ser un prestamista de última instancia, igual que la Reserva Federal de Estados Unidos o el Banco de Inglaterra, y en qué medida se debe intervenir en la política fiscal de la zona euro.

El Banco Central Europeo, sin embargo, no tiene como objetivo el fortalecimiento del empleo y se le prohíbe financiar directamente a los gobiernos, por lo que sus compras de bonos del estado, incluso en el mercado secundario, fueron muy controvertidas. Al mismo tiempo, la ausencia de una unión fiscal, incluyendo un tesoro de toda la eurozona con la deuda mutualizada, ha hecho posible que el papel del BCE como prestamista de última instancia sea más complicado. A diferencia de la Reserva Federal, debe comprar bonos del estado de una serie de bonos del Tesoro con diferentes grados de riesgo.

Siguiendo estas líneas, los bancos centrales tuvieron que adoptar nuevas medidas de liquidez a partir del segundo semestre de 2007 hasta el último trimestre de 2008. Como refuerzo al aumento de liquidez en los mercados se tomó también la medida de reducir los tipos de interés oficiales para fomentar la circulación del dinero. Se llegó, a principios de 2009, a alcanzar el 1%. Sin embargo, también se ha dado el aumento temporal de los tipos de interés a mediados de 2012. La última bajada de los tipos de interés se produjo durante junio y septiembre de 2014, con la intención de relajar la baja inflación que se estaba dando.

A lo largo de 2011 y 2012, Francia pidió al BCE desempeñar el papel de prestamista de última instancia, pero fue rechazado en repetidas ocasiones por Alemania. Muchos opositores a que el BCE pudiera convertirse en el prestamista de última instancia sostienen que tal medida conduciría inevitablemente a la mutualización de la deuda.

Las compras de bonos del banco en el mercado abierto proporcionaron liquidez a los soberanos endeudados, mientras que ayudaba a traer temporalmente el aumento de los costes de endeudamiento para las principales economías de Italia y España. Sin embargo, el argumento contra la intervención del BCE en los mercados de bonos es que reduce "incentivo para adoptar medidas más estrictas" de los gobiernos de la eurozona, para conseguir su situación fiscal en orden, explica Lorenzo Bini Smaghi, ex miembro del Consejo Ejecutivo del BCE y profesor visitante en la actual Centro Weatherhead de la Universidad de Harvard. "La cuestión clave es cómo hacer frente a los problemas de riesgo moral", dice Bini Smaghi,

señalando que después de que el BCE comenzó a comprar bonos italianos a mediados de 2011, el gobierno dio marcha atrás en su compromiso con las reformas fiscales y estructurales. "Cualquier compra de bonos adicionales debe basarse en algún tipo de condicionalidad", argumenta.

Al final de su mandato de ocho años en 2011, Trichet, se encomendó a revertir las tasas de interés bajas que se habían establecido durante la crisis financiera global. Entre abril y julio de 2011, Trichet elevó la principal tasa de interés del BCE dos veces, llevándola a 1,5%. La medida provocó críticas por parte de varios economistas, incluyendo a Paul Krugman y Nouriel Roubini, quien dijo que el endurecimiento de la política monetaria de Trichet exacerbó la crisis de la eurozona. Trichet, por su parte, defendió los aumentos de las tasas, con el argumento de que el mantenimiento de la estabilidad de precios fue el paso más importante que el BCE podría tomar.

Inicialmente, hubo mucha inquietud en Alemania acerca de Mario Draghi reemplazando a Trichet al frente del BCE a finales de 2011. Muchos políticos alemanes conservadores temían que un banquero central italiano no sería tan vigilante sobre el mantenimiento de la política monetaria sobre la inflación. Draghi aseguró a sus detractores de que estaba comprometido a mantener las políticas de Trichet, y en última instancia estaba bajo el respaldo de la canciller alemana, Angela Merkel.

Sin embargo, dos días después de que asumió el cargo en noviembre de 2011, Draghi bajó rápidamente la tasa de interés de referencia del banco a 1,25%, en un esfuerzo para combatir el crecimiento de la eurozona lento. Luego recortó la tasa de nuevo a 1% en diciembre de ese año, y para un mínimo histórico de 0,75% en julio de 2012, en medio de un empeoramiento de datos económicos para los países de la eurozona, entre ellos Alemania.

En un esfuerzo adicional para generar liquidez y estimular el crédito bancario, el BCE inició un programa de operación de refinanciación a largo plazo (LTRO) a finales de diciembre de 2011, por el cual se puso a disposición 489.000 millones euros en préstamos de bajo costo de tres años a 523 bancos de la Unión Europea. El BCE promulgó otra ronda de su programa LTRO a los prestamistas a finales de febrero de 2012 por la prestación 529.000 millones de euros a 800 bancos.

Después que el presidente francés, Francois Hollande desbancó a Nicolas Sarkozy, en Mayo de 2012, el debate en la zona euro pasó de uno centrado en la austeridad a uno centrado en el crecimiento. Hollande presionó a la canciller alemana, Angela Merkel, para moderar su postura

sobre el corte de presupuesto en los estados periféricos de la eurozona, y permitir a las políticas que estimulen el crecimiento económico en medio de una recesión que empeora. Al mismo tiempo, el BCE tomó medidas más enérgicas para apuntalar la zona euro a través de compras de bonos gubernamentales abiertas.

El 6 de septiembre, Draghi anunció un nuevo y muy esperado programa de compra de bonos del BCE para proporcionar un límite efectivo que haga prevenir escenarios potencialmente destructivos, pero al mismo tiempo, siento un programa potencialmente ilimitado. Draghi sugirió que habría estrictas condiciones adjuntas a los gobiernos de la zona euro que participan en el programa, y que el fondo de rescate de la zona euro también participaría en la compra de bonos.

Ha habido un debate, sobre todo en Alemania, sobre si el BCE debe participar en cualquier escenario de compra de bonos. Muchos conservadores alemanes habían argumentado que esta medida es "esencialmente financiación monetaria". Para el Banco Central Europeo la financiación monetaria, o la prestación de apoyo financiero directo a los gobiernos, es ilegal en virtud del Tratado de la UE. Sin embargo, el debate más amplio es si el BCE debería promulgar programas de compra de bonos para todos los países de la eurozona con dificultades que soliciten ayuda financiera y, si es así, qué tipo de condiciones presupuestarias y estructurales debe atribuirse.

<b>"PROGRAMAS DE PROVISIÓN DE LIQUIDEZ DEL BCE</b>	
<b>Duración /fecha de anuncio</b>	<b>Descripción /Volumen</b>
<b>May.09</b>	<i>Ampliación del vencimiento máximo de las operaciones de financiación a plazo más largo (LTRO) hasta 12meses</i>
<b>Oct.08</b>	<i>Subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena</i>
<b>Oct.08</b>	<i>Ampliación de la lista de activos de garantía aceptados en las operaciones de financiación</i>
<b>Dic.11/Feb.12</b>	<i>Dos LTRO extraordinarias con vencimiento a 36 meses y posibilidad de prepago tras 1 año</i>
<b>Dic.11/Ene.12</b>	<i>Reducción del coeficiente de caja del 2% al 1%</i>
<b>Jun.14</b>	<i>Aprobación de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) para promover los flujos de préstamos al sector privado no financiero, excluidos los destinados a hogares para adquisición de vivienda"</i>

\*Fuente: "Los desafíos para la política monetaria en las economías avanzadas tras la gran recesión". Elaboración propia

En el cuadro anterior vemos los distintos programas que se llevaron a cabo para la ampliación de liquidez, los cuales fueron efectivos ya que evitaron extender el pánico entre los diferentes acreedores que correspondían a instituciones financieras, lo que provocó seguir por buen camino en cuanto al funcionamiento de los mercados.

Otra de las medidas más populares que el Banco Central Europeo ha adoptado durante la crisis son los programas de expansión cuantitativa con diferentes características cada uno.

Así, se inicia en junio de 2009 hasta junio de 2010 un programa de compra de bonos garantizados por un importe de 60.000 millones de euros.

A partir de entonces, siguió una fase de medidas no convencionales, donde se realizaron compras de deuda pública a través de los mercados secundarios llegando a la cantidad de 208.000 millones de euros, realizándolos a través de operaciones semanales.

En la siguiente tabla vemos los programas de compras de activos financieros que se siguieron sucediendo a lo largo de los últimos años.

<b>"COMPRAS DE ACTIVOS FINANCIEROS</b>	
<b>Duración /fecha de anuncio</b>	<b>Descripción /Volumen</b>
<b>Jun.09/Jun.10</b>	<i>Programa de adquisiciones de bonos garantizados por una cuantía de 60mm€</i>
<b>May.10/Sep.12</b>	<i>Compras de deuda pública soberana de los países periféricos por un total de 218mm€(valor nominal)</i>
<b>Nov.11/Oct.12</b>	<i>12 Programa de adquisiciones de bonos garantizados por una cuantía de 40mm€ (finalmente se adquirieron 16,4mm€)</i>
<b>Ago.12</b>	<i>Compras de deuda pública de países pertenecientes a la zona euro con el objetivo de salvaguardar la transmisión apropiada de la política monetaria y la política monetaria única. Condicional a la adopción de programas por parte del país.</i>
<b>Sep.14</b>	<i>Programa de adquisición de valores de titulización de activos (ABS)</i>
<b>Sep.14</b>	<i>Programa de adquisiciones de bonos garantizados"</i>

\*Fuente: Banco de España. Elaboración propia

Estos programas han tenido diferentes consecuencias. Ha provocado un incremento en la demanda de aquel activo que estaba siendo adquirido que llevaba a que el precio subiera, con lo que hacía que este programa ya no fuera tan efectivo como se estimaba en su inicio con el precio normal.

Las actuaciones descritas anteriormente nos dejan en las puertas de 2015. Y aunque los programas empleados, así como la política financiera del BCE es la misma, merece la pena indicar las actuaciones realizadas y que el mismo BCE ha realizado hasta marzo de 2015.

Se han estado manteniendo estables los tipos de interés en los últimos datos, siendo un 0,05% para las operaciones principales de financiación, a la facilidad marginal de crédito en el 0,30%, mientras que la facilidad de depósito continúa en negativo en el -0,20%. En el siguiente gráfico vemos la evolución de la inflación.



\*Fuente: Banco Central Europeo

Fecha importante por el anuncio del Banco Central Europeo es el 22 de enero de 2015, donde adelanta realizar nuevamente un programa de compra de activos. Se establece una cantidad mensual de 60.000 millones de euros hasta, en principio, septiembre de 2016.

## **6. Situación a mediados de 2015**

### **7.1 Entorno Exterior**

Las medidas de política monetaria tomadas en Europa, junto con las demás medidas tomadas por el resto de países del mundo, han tenido consecuencias a nivel internacional, viéndose un reflejo en el entorno exterior.

En lo que llevamos de este año 2015 se están empezando a ver reflejadas las medidas tomadas durante la crisis en el crecimiento mundial, viéndose incrementado comparado con 2014, en el momento en que la actividad económica se mantuvo con una tendencia más ralentizada. Lo podemos ver reflejado en el índice PMI compuesto de producción, que experimentó un aumento en el primer trimestre de 2015 comparado con el trimestre anterior. En comparación con el resto de economías avanzadas, al igual que la Unión Europea, Estados Unidos y Reino Unido también experimentamos un aumento, pero no siendo igual en Japón, donde obtuvieron caídas de este índice.

En las economías emergentes también se están viviendo resultados positivos, como puede ser en India y Brasil. Sin embargo, en China no se ha visto variación, o incluso en Rusia, donde continúa el descenso del crecimiento.

Otro elemento que está influyendo a escala mundial en la inflación, son la bajada de precios de la energía. Durante febrero, los países pertenecientes a la OCDE vivieron niveles reducidos de inflación, alrededor del 0,6%, frente a la reducción de los precios de la energía que continuaba en descenso.

Observando a Estados Unidos, vemos que continúa en una situación dinámica, a pesar de haber sufrido una ralentización durante finales de 2014 y principios de 2015. Comparando el primer trimestre de 2014 con el de 2015, el PIB real creció a una tasa de 0,5% frente al 1,2%. A pesar de ello, ha bajado el ritmo de crecimiento y presenta una ligera desaceleración frente al ritmo que mantenía anteriormente. No obstante, se conserva un consumo sólido que se apoya en la bajada de precios del petróleo, la mejora de las economías de los hogares y el aumento de la confianza en la economía en general. En cuanto a la inflación en Estados Unidos, también se ha visto afectada por la bajada en los precios del petróleo y la apreciación del dólar a principios de 2015. Por ello, la inflación interanual, midiéndola con el IPC, se estancó en febrero, tras haber rozado niveles negativos en enero, a causa de la bajada en los precios de la energía y la reducción de importaciones.

Como se ha mencionado antes, al haber estado el precio del petróleo haya estado en niveles tan bajos ha hecho que sirva como estímulo en la economía mundial. Sin embargo, no es tan buena noticia para los países que son exportadores de petróleo, tan solo para aquellos países que son importadores, viéndose beneficiada la economía a nivel de rentas de los hogares.

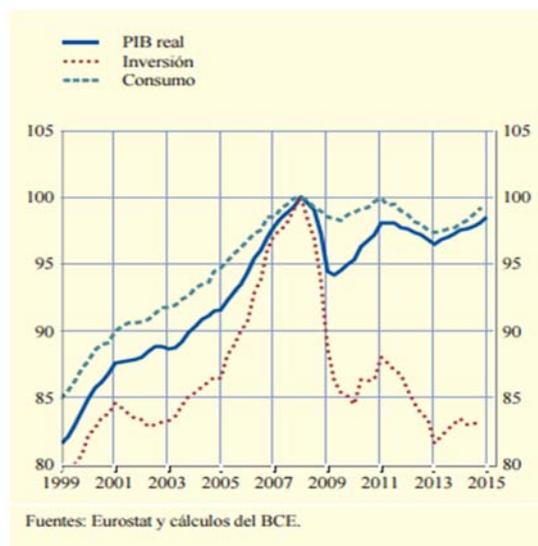
A día de hoy, el petróleo ya no se encuentra en esos niveles tan bajos, repuntando en precios ahora desde hace poco tiempo, aunque todavía sin llegar a los precios máximos que se alcanzaron en junio 2014. Es debido a los indicios de desaceleración que se observaban en la producción del petróleo no convencional en Estados Unidos, viéndose cómo caían las plataformas de exportación. Al mismo tiempo, se está viendo incrementada la demanda mundial. Como perspectivas de futuro, se prevé que el precio del petróleo siga aumentando para los próximos años.

## **7.2 Actividad Económica**

Ahora veamos cómo se ve la fotografía de la situación económica de la Unión Europea a mitad del año 2015.

Un primer indicador del crecimiento económico que se está dando, es el PIB real. Durante el primer trimestre de 2015, su tasa se incrementó en 0,4%, a diferencia de la misma fecha en el 2014 siendo de 0,3%. Impulsor de este crecimiento ha sido la demanda interna durante este periodo.

Se visualiza una recuperación cíclica que seguirá a lo largo del segundo trimestre de 2015. Se debe a la mejora en el sentimiento económico, que podemos verlo en el siguiente gráfico como consumo e inversiones, viéndose plasmado también en el índice compuesto de producción PMI.



\*Fuente: BCE

El aumento del consumo privado se ha reforzado gracias a una reducción de los precios de la energía. Otro elemento que ha provocado el aumento del consumo privado es la tasa de empleo, ya que se está viendo un crecimiento.

Esta recuperación económica se está viendo reflejada en todos los Estados de la Unión Europea desde comienzos de 2015. Como ya se ha dicho antes, el hecho de que el petróleo sufriera una bajada en los precios, ha contribuido a que la renta real de los hogares se viese aumentada. Junto a esto, la demanda interna continuará viéndose beneficiada de las de la situación financiera que deja las condiciones de la nueva política monetaria. Así mismo, el hecho de que se esté dando un incremento de la demanda externa ayudará al reforzamiento de la actividad de la eurozona.

Otro dato que refuerza la idea de la salida de la crisis, son las perspectivas macroeconómicas a Junio 2015, ya que se prevé un mantenimiento de crecimiento gradual para los próximos tres años. Expertos del Eurosistema estiman que el crecimiento anual del PIB real en la zona euro aumentará en 1,5% para 2015, siendo un 1,9% para 2016 y 2,0% en 2017. En el siguiente gráfico observamos el PIB real de la zona euro:



\*Fuente: BCE

Otro elemento que ha colaborado para el aumento del PIB real es el incremento del gasto en la inversión que se ha realizado en el último tiempo. Hasta marzo de 2015, se ha visto incrementada la tasa de inversión intertrimestral, como consecuencia del aumento de la producción industrial de bienes en inversión. Sin embargo, se presenta un crecimiento moderado respecto a la producción en la construcción. Por ello, en estos momentos se pronostica que la recuperación en la inversión se refleje de manera moderada, aunque el índice PMI, atendiendo al sector de bienes de equipo presentó una relajación durante Abril y Mayo de 2015. Pese a esta moderación en el crecimiento, se espera que se recupere la inversión para la construcción a lo largo del año 2015 después de tanto tiempo en niveles tan bajos, gracias a los tipos bajos en las hipotecas de casi todos los países.

También se ve mejorada la situación de los mercados laborales en la eurozona. Los últimos datos disponibles son del cuarto trimestre de 2014, aunque se ve un aumento del 0,1%. Pero según encuestas publicadas por la Unión Europea, el empleo mejora a lo largo del primer semestre de 2015. En contraposición, el empleo sigue descendiendo desde los niveles tan elevados de inicios de 2015. Se redujo llegando al 11,2% en los países del euro hasta marzo de 2015, y desde un 11,4% en el mismo periodo de 2014.

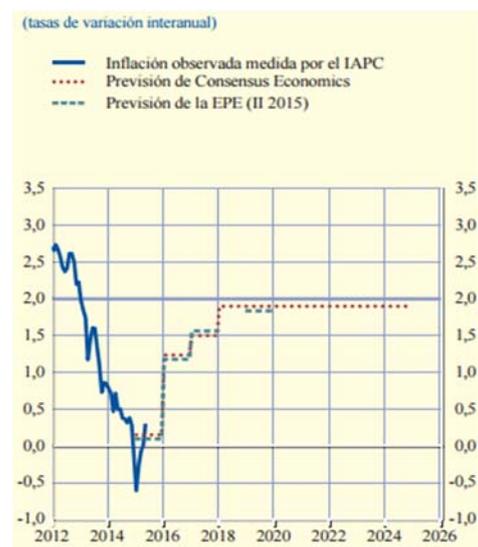
Pese al conjunto de elementos que están consolidando la recuperación económica, siguen pendientes varios obstáculos que impiden su afianzamiento.

### 7.3 Precios y costes

A principios de 2015 el Banco Central Europeo vio más lejos que nunca su objetivo de inflación del 2%, debido a que en esas fechas la inflación llegó a situarse por debajo del 0%. Sin embargo, a día de hoy se ha dado una recuperación y las previsiones estiman una mejora continuada a lo largo del año y durante los próximos. Se prevé que la inflación tome valores del 1,3% a finales de 2015, sufriendo una gran mejora para 2016, con un 1,5%, y un 1,8% en 2017. El valor mínimo sufrido por la inflación se dio en Enero 2015, con un -0,6%, retomando el crecimiento hasta el 0% en Abril.



\*Fuente: BCE

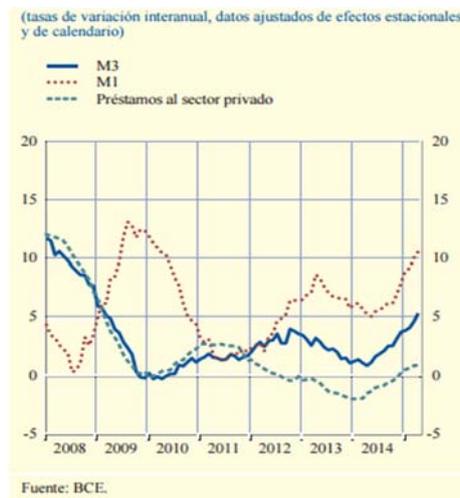


Un hecho que ha influido sobre la inflación, ha sido que el euro se deprecie. Se ha vivido un impacto visible en la variación de los precios en las importaciones, pero no lo ha sido sobre los precios industriales del mismo modo.

### 7.4 Dinero y Crédito

Un indicador más del avance económico es el crecimiento monetario y el crecimiento crediticio. Ha sido gracias al programa de compra de activos, que ha ayudado a la mejora en los indicadores monetarios. Se han visto reforzados los préstamos al sector privado, que han visto una reducción en los costes de financiación durante el primer trimestre de 2015. Se han reducido, también, la diferencia entre los costes de las financiaciones entre los países de la unión.

El crecimiento de M3 está siendo bastante rápido, ya que la cifra de abril lo sitúa en 5,3%, frente a la del primer trimestre de 2015 de un 4%, encontrándose el mínimo en Abril de 2014 con un 0,8%. M1 ha ido evolucionando con un crecimiento similar al de M3.

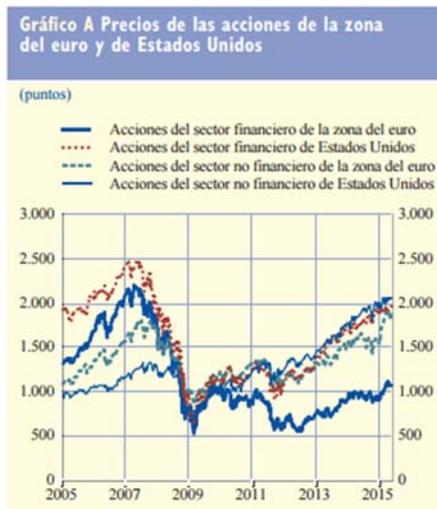


\*Fuente: BCE

La solvencia y la liquidez en las entidades de crédito de la eurozona se ha ido consolidando, han ido mejorando los ratios de capital, al mismo tiempo que incrementaban las emisiones de acciones. Junto a esto, se ha producido un desapalancamiento y una política de condiciones crediticias más controlada. Todo esto ha llevado a que se reduzcan los costes de las financiaciones durante el primer trimestre de 2015.

- **El precio de las acciones.**

Cabe analizar cómo se ha comportado la bolsa tras las actuaciones dentro de la crisis. Ha día de hoy, no se han alcanzado los máximos a los que se llegaron antes de la crisis, a pesar de los aumentos en el último tiempo. Son las acciones que pertenecen al sector financiero las que más se han visto perjudicadas.



\*Fuente: BCE

Desde el anuncio del programa de compra de activos del Banco Central Europeo, en Enero 2015 se han vivido avances positivos en la bolsa de la zona euro.

## 7.5. Medidas de expansión monetaria

- **Programa de compra de activos**

El programa de compra de activos, o el comúnmente conocido Quantitative Easing, ha superado el objetivo marcado de los 60.000 millones de euros mensuales, ya que durante los tres meses de compra (en marzo, abril y mayo), se ha invertido 164.7000 millones de euros en bonos públicos (PSPP), 33.900 millones de euros en bonos garantizados (CBPP3) y 3.700 millones para el programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP). De hecho, durante Mayo, el Banco Central Europeo compró más del objetivo inicial, en concreto, 63.100 millones de euros, de los que el 80% ha sido en bonos soberanos. Siguiendo en este sentido, se conseguiría una ampliación de balance a la que se quería llegar con unos 1.000.000 millones para septiembre de 2016.

En cuanto a la compra de bonos públicos, no se han comprado bonos de Grecia, Chipre y Estonia. Benoit Coeuré, uno de los miembros del Consejo de Gobierno, declaró “que el banco incrementará sus compras de activos en Mayo y Junio en previsión de la menor emisión, y por tanto, mayor volatilidad, que se espera ver en los mercados a partir de mediados de Julio y Agosto”. En este sentido, los miembros del Banco Central Europeo añadieron que la compra de bonos públicos tiene una capacidad de adaptarse a las necesidades venideras gracias a la flexibilidad que posee.

Por otro lado, también se han comprado bonos de organismos supranacionales y de agencias, que en Mayo supuso un 12% del total de las compras, con lo que el BCE se ha ajustado mucho a las condiciones iniciales del programa.

- ***Operaciones de financiación a largo plazo (TLTRO)***

En las últimas tres operaciones de liquidez a cuatro años que son condicionadas a una evolución en el crédito hacia el sector público se han adquirido 310.000 millones, de las que alrededor del 60% han sido solicitadas por entidades de los países periféricos.

- ***Tipos de interés***

Los tipos de interés desde finales de abril se han visto incrementados. No todos los Estados lo han vivido igual, pero en la mayoría el interés a largo, de 10 años, se ha situado en unos 40 puntos básicos superior al dato de inicios del programa de compra de activos. En Alemania, el tipo del bono a 10 años está por encima del 0,85%, mientras que los tipos en Italia y España está por encima del 2%.

- ***Emisión de deuda soberana***

En este último periodo se están moderando las emisiones que se realizan tras haber pasado los últimos dos meses por un aumento repentino. Ahora se han moderado las emisiones a medio y largo plazo en los países periféricos.

En España se sigue un ritmo de emisión alto, al igual que en 2014. Durante los primeros días de Junio de 2015, España colocó 5.000 millones de euros en bonos a 10 años, a pesar de que se habla de un incremento de aversión al riesgo. Se prevé que a finales de junio las emisiones hayan subido, aunque ligeramente.

## 7. Conclusiones

Todavía no se puede afirmar que se haya salido de la crisis de manera rotunda a día de hoy, pero sí se puede hablar de que hay indicios que muestran una tendencia de crecimiento positivo que refleja una recuperación de la economía en el conjunto de los países de la eurozona. No todos los países han ido viviendo esta recuperación al mismo tiempo, e incluso, hay alguno que sigue siendo objeto de las últimas miradas de recelo.

La estabilidad de los precios es la meta a conseguir de los bancos centrales en los últimos tiempos, una meta que el Banco de Pagos Internacionales (BPI) comparte. Ambos órganos también han compartido la opinión de que con una inflación baja lo conveniente es bajar los tipos de interés y poner en marcha programas de activación para reanimar los precios.

El BCE ha manifestado en diversas ocasiones que las medidas que se han adoptado a lo largo de estos años de persistencia de la crisis, están siendo fructíferas. Los datos de la inflación han experimentado una subida en la UE. Vuelven la inflación y el crecimiento. El dato adelantado de inflación de mayo refleja una aceleración de los precios de la eurozona hasta el 0,3% tras el 0% de Abril frente al 0,2% previsto. Aunque se ha iniciado una leve recuperación, el Banco Central Europeo anunció el 3 de Junio que no se contempla la reducción de compras de activos o de dar por finalizados dichos programas, que han permitido a Europa iniciar una leve mejoría. *“Una retirada prematura no entra en los planes de Fráncfort”*, dijo el presidente del BCE, Mario Draghi, quien añadió *“Si fuera necesario, podemos reconsiderar el volumen y el diseño de nuestras medidas, pero ahora mismo el consejo de gobierno del BCE es unánime en que no hace falta”*. Por otra parte, Draghi dejó entrever que si la recuperación económica fuera inferior a la que espera el BCE sería necesario continuar con los programas de adquisición para conseguir llegar a los índices soñados del 2%.

Una vez mencionado el discurso de Mario Draghi, es el momento de mencionar las voces discrepantes, en lo referente a las actuaciones del BCE. Así, Jaime Caruana, director general del Banco de Pagos Internacionales (BPI), en el informe que presentó ante la Asamblea General del BPI, dijo que se debe considerar abandonar las tasas de interés existentes en estos momentos y alega que los resultados que se obtiene con ellas son *“unos niveles de deuda excesivos, un crecimiento insuficiente”*.

Llegados a este punto, hay que añadir que por otra parte esta es la única nota discordante, pues las demás áreas económicas están actuando en la misma línea que el BCE. Así, la Fed de Estados Unidos ha dado por finalizado su programa de compra de activos, pero aunque se

esperaba una subida de tipos, la presidenta de la Fed, Janet Yellen ha decidido retrasar dicha subida hasta otoño de 2015, adelantando que de todas formas que será mínima.

Por otra parte, diversos países persisten o adoptan las mismas medidas de actuación que defiende Mario Draghi. Japón ha ampliado su programa de compra de títulos, Inglaterra continua sin subir los tipos de interés y sigue aplicando las medidas de estímulo económico. Y cabe con mención especial, decir que el mismo Banco de China ha vuelto a iniciar una política de recortes de tipo de interés.

Por tanto, como dijo Draghi, *“se hará lo que sea necesario para preservar el euro”*.

## **Bibliografía**

*Tratado de Lisboa.* (2007).

*Agencia Estatal Boletín Oficial del Estado.* (2015).

BCE. (2002). *Protocolo sobre los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales.*

BCE. (2003). *La estrategia de la política monetaria del BCE .*

BCE. (2011). *Orientación del Banco Central Europeo .*

BCE. (2011). *Política Monetaria del BCE.*

BCE. (2015).

BCE. (2015). *Boletín económico 3/2015.*

BCE. (2015). *Boletín Económico 4/2015.*

BCE. (2015). *La estrategia del BCE.*

BDE. (2015). *Glosario Banco de España.*

Berganza, J. C., Hernando, I., & Vallés, J. (2014). *Los desafíos para la política monetaria en las economías avanzadas tras la gran recesión.* Madrid: Banco de España.

Bernanke. (2003). *Some Thoughts on Monetary Policy in Japan.* Tokyo.

Blinder, A. S. (2005). *Economic performance in the Greenspan Era: The evolution of events and ideas.*

Europeo, P. (2015). *Fichas técnicas sobre la Unión Europea.*

Fernández Díaz, A. y. (1994). *Teoría y política monetaria.* Madrid: A.C.Madrid.

FUNCAS. (2014). *La política monetaria tras la gran recesión.* Papeles de economía española.

Gerdesmeier, D. (2009). *La estabilidad de precios: ¿Por qué es importante para ti?* Fráncfort del Meno: ISBN.

González-Páramo, J. M. (2011). *La política monetaria del BCE durante la crisis.* Málaga: Discurso de clausura de las X Jornadas de Política Económica.

Greenspan, A. (2002). *Opening remarks.*

King, M. (2012). *Twenty years of inflation targeting.*

Moral Bello, C. (1995). *Aspectos relevantes de la política monetaria.* G.I.S. Economía.

Roura, C. (1995). *Introducción a la Política Económica.* Madrid: McGraw Hill Interamericana de España, S.A.

TFUE. (2012). *Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea*.

Trías, F. G. ( 2009). Las medidas contra la crisis, sus problemas y su impacto intergeneracional.  
*Información Comercial Española, ICE: Revista de economía*, N° 850, 57-71.