



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

ANÁLISIS DEL CUMPLIMIENTO DE OBJETIVOS DEL BCE DURANTE LA CRISIS

Autor: Alfonso Querada Olivera

Director: Aldo Colussi

Madrid

Junio 2015

ÍNDICE.....	
RESUMEN DEL TRABAJO.....	3
ANÁLISIS DEL CUMPLIMIENTO DE OBJETIVOS DEL BCE DURANTE LA CRISIS.....	4
CAPÍTULO I: MARCO TEÓRICO.....	6
1.-Historia del Banco Central Europeo.....	6
2.-Definición y objetivos del Eurosistema.....	8
3.-Cómo se estructura el Eurosistema.....	9
4.-Importancia del objetivo único.....	10
5.-Instrumentos de la política monetaria.....	13
6.-Mecanismos de transmisión de la política monetaria.....	16
CAPÍTULO II: OBJETIVO LA INFLACIÓN.....	20
1.- Origen de la crisis económica.....	20
2.- Objetivo la inflación.....	21
3.- ¿Puede el BCE ignorarlo?.....	24
CAPÍTULO III. Políticas monetarias puestas en marcha durante dicho periodo.....	27
3.1.-Crisis soberana.....	29
3.2.- Actuación del BCE.....	34
3.3.- Efectos de las medidas del Banco Central.....	37
CAPÍTULO IV. Quantitative easing.....	40
4.1.- ¿Y ahora qué?.....	40
4.2.- ¿Qué es?.....	40
4.3.- ¿quién lo ha llevado a cabo?.....	41
4.4.-¿Qué efectos de los mismos en la economía?.....	43
4.5. ¿Cuáles son las características particulares de nuestro QE?.....	45
4.7.- Realmente es necesario un QE Europeo?.....	45
4.8.- Pero si es tan eficaz el QE por qué no se aplicó con anterioridad?.....	47
4.9.- Efectos que ya ha tenido en la economía.....	52

4.10.-¿Consecuencias del QE en otras regiones?.....	54
4.11-Estancamiento secular.....	55
CONCLUSIONES.....	57
BIOGRAFÍA.....	58
ANEXOS.....	61

Resumen del trabajo

Este trabajo tiene como objetivo el análisis de la actuación del Banco Central Europeo durante la recesión económica de 2007 a 2015, estudiando no solo las medidas realizadas, sino las consecuencias que estas han tenido en la economía, así como las nuevas medidas que se están implementando en la actualidad (QE) y sus posibles efectos en otros países no pertenecientes a la eurozona.

Comentando con una mirada crítica la importancia del objetivo del Banco Central Europeo: la estabilidad de precios. ¿Qué supone para la economía? ¿Qué herramientas utiliza el BCE para su control? Y lo más importante de todo, ¿está el BCE cumpliéndolo actualmente?

Con este profundo análisis veremos no solo la importancia de este proceso de integración llamado Europa, sino los pasos que todavía faltan por dar en el terreno económico, en una región marcada actualmente por las diferencias.

Palabras clave: política monetaria, inflación, BCE, medidas.

Abstract

This work aims to analyze the performance of the European Central Bank during the economic downturn of 2007-2015, studying not only the measurements taken, but the consequences that these have had on the economy and the new measures being implemented today (QE) and its possible effects on other countries outside the Eurozone.

Valuing with a critical eye the importance the European Central Bank's objective: price stability. What does it mean for the economy? What tools does ECB use to control it? And most important of all, is the ECB currently complying with it?

With this detailed analysis we see not only the importance of this integration process called Europe, but there are still steps to take in the economic field, in a region currently marked by differences.

Keywords: monetary policy, inflation, ECB, measures.

Análisis del cumplimiento de objetivos **del BCE durante la crisis**

Introducción

Este trabajo tiene como finalidad el análisis de la política monetaria del Banco Central Europeo¹ durante estos últimos ocho años (2007-2015). Tiempo que ha sido caracterizado por una profunda recesión económica iniciada en EE.UU. aunque de consecuencias mundiales.

Sería injusto no mencionar la importancia del momento, ya que se produce lo que se puede considerar como el primer gran desafío de la Eurozona. La política monetaria ha dejado de estar regida por los Bancos Centrales Nacionales (BCN) para ser transferida a un organismo supranacional conocido con el nombre de Banco Central Europeo. Esto podría ser visto como “una cosa más” de este proceso integrador, pero tiene una enorme relevancia debido a que los países están transfiriendo un instrumento básico para la dirección de la economía, afirmándose así el compromiso que tiene la Eurozona para una mayor integración.

Hasta 2007, se vivió una época de fuerte expansión del ciclo económico. Por lo general, fueron años relativamente fáciles en términos económicos y políticos, ya que pocas veces se actuaba ante los desequilibrios que iban surgiendo, en definitiva fueron periodos donde solían primar los grandes proyectos frente a la correcta elaboración de los mismos. Por ejemplo en nuestro país, esta época se caracterizó entre otras cosas, por la construcción de enormes infraestructuras, de las cuales muchas de ellas a día de hoy están infrautilizadas (Peñalosa 2012) o no se han llegado a inaugurar. Otro ejemplo,

¹ A partir de ahora lo conoceremos con el acrónimo de BCE

en este sentido sería cuando se llegó al acuerdo de implementar el euro como moneda común, solo había un país de la eurozona que cumplía dichos requisitos, Luxemburgo, por lo que se prorrogó dos años más su implementación, a lo largo de esos dos años lo cumplieron diez países más, entre otras cosas porque hubo una mayor flexibilización de las condiciones (Una Europa, una moneda. El camino al euro. s.f.). Pero con la llegada de la crisis económica todo esto cambió.

Aunque posiblemente haya sido uno de los mayores pasos hacia la integración de la zona euro, ahora no son pocos los críticos que ven este proceso integrador como su principal escollo para lograr el crecimiento. Principalmente, debido a la dificultad que supone tener un organismo supranacional que controle las políticas monetarias de diecinueve países al mismo tiempo, con unas características tanto económicas como regulatorias muy diferentes.

Por eso me parece trascendente analizar esta etapa, observando con un cierto rigor las políticas monetarias llevadas a cabo y sobre todo conocer en más profundidad la labor del BCE.

Capítulo I. Marco teórico

En este apartado trataré de explicar todo lo relativo al BCE pasando por su historia, órganos de funcionamiento o las medidas a su disposición para la regularización de la política monetaria. Este capítulo tiene como fin el poder brindar los conocimientos necesarios para la posterior comprensión del trabajo.

1- Historia del Banco Central Europeo

El inicio de la Unión Europea está fechado en 1952, a raíz de la fundación de la Comunidad Europea del Carbón y el Acero (CECAC) integrada por la República Federal de Alemania (RFA), Bélgica, Francia, Luxemburgo y Países Bajos.

Seis años más tarde (1957) se creó la Comunidad Económica Europea (CEE), en un intento de reforzar las relaciones económicas de dicha región, que se materializó con la firma de Tratado de Roma). Teniendo como propósito la creación de un mercado común y una unión aduanera entre los países miembros.

Por otro lado, la integración económica europea, no fue citada hasta el informe Werner de 1970. Dicho informe tenía como último objetivo la creación de la Unión Económica y Monetaria (UEM) en un plazo de diez años. Por el contrario no fue posible su materialización, debido a la situación económica que caracterizó a esa época (desaparición del sistema Bretton Woods² y la decisión del gobierno americano de dejar flotar el dólar) provocó el frenazo al proyecto de la UEM.

En un intento de reactivar la dinámica de la integración monetaria, se creó la llamada “la serpiente en el túnel”, como mecanismo de fluctuación concertada

² Estableció una equivalencia fija entre dólares y oro (una onza de este metal valdría siempre 35 dólares) con lo que la moneda estadounidense se convirtió en la divisa de referencia. (Aranda 2008)

de las monedas, pero este mecanismo fue desestabilizado por la crisis del petróleo, la debilidad del dólar, así como las divergencias entre las políticas económicas, y perdió en menos de dos años a la mayoría de sus miembros. La estabilidad monetaria no se alcanzó hasta la creación del Sistema Monetario Europeo (SME), basado en el concepto de tipos de cambio fijos pero ajustables

Ya en 1985 se empezó a idear la necesidad de una verdadera unión³, dando lugar a las primeras negociaciones entre los países miembros. Estas negociaciones darán lugar al Tratado de la Unión Europea, firmado en Maastricht (Países bajos) en 1992, de ahí que se le conozca como el tratado de Maastricht, donde vienen reflejadas las normas fundamentales que todos los países miembros deben cumplir, así como aquellos países que quisieran reincorporarse posteriormente.

Este avance en la integración europea viene determinada principalmente por tres fases esenciales:

La primera fase, tuvo como objetivo la integración de un mercado europeo común. Esta fase fue desarrollada entre 1990-1993. Su principal cometido era la eliminación de cualquier traba a la libre circulación de personas, bienes, capitales y servicios dentro de la UE.

La segunda fase, se caracterizó por la creación de un Instituto Monetario Europeo. Dicha fase, fue desarrollada entre 1994 y 1998. Teniendo como principal objetivo la convergencia en cuanto a las políticas monetarias, así como hacer los preparativos necesarios para la adopción del euro. Entre las que se encontraba la creación de unos límites tanto en los niveles de déficits como de deuda pública que los Estados miembros se comprometían a no sobrepasar.

³ Ya que surgió la idea de “el triángulo imposible” que consideraba que la libre circulación de capitales, la estabilidad del tipo de cambio y las políticas monetarias independientes eran imposibles en el largo plazo (Official website of the European Union s.f.).

La tercera fase se desarrolló entre 1999-2003 con el transvase de la política monetaria al Eurosistema, la fijación de los tipos de cambio y la implantación del euro como moneda de la unión. Entre otras cosas, a los Estados miembros se les exigió para su incorporación, haber tenido un alto grado de estabilidad de los precios, un tipo de cambio también estable, unas finanzas públicas saneadas, así como un tipo de interés a largo plazo bajo y estable⁴.

Hay que remarcar que no todos los Estados llegaron a cumplir todas los requisitos necesarios, de ahí que esté formado solo por diecinueve de los veintiocho Estados que forman la Unión Europea. Aunque hay dos excepciones que son Reino Unido y Dinamarca que aun cumpliendo todos los requisitos prefieren seguir con sus respectivas monedas.

2- Definición y Objetivos del Eurosistema

La política monetaria se podría definir como el conjunto de medidas que toma el Banco Central en relación con el control de la oferta monetaria (OM). La regularización de la oferta monetaria tiene a su vez repercusiones en todo el ámbito económico de un país debido a que afecta a la estabilidad de precios (IPC), a sus tipos de interés, al valor de los activos... Y a su vez todo esto repercute en variables del país tan importantes como la inversión, consumo, gasto público...

El objetivo primordial del Eurosistema⁵ según refleja el artículo 105 Tratado de la Unión Europea (TEU) es “... mantener la estabilidad de precios. Sin perjuicio

⁴ A estos requisitos se les conoció como los Criterios de Convergencia y vienen recogidos en el artículo 121 de la Comunidad Europea.

⁵ El Eurosistema es el organismo encargado de regular la política monetaria de la Zona Euro, está formado por el Banco Central Europeo y los Bancos Nacionales de los respectivos países. El Tratado de Maastricht se refiere al SEBC y no al Eurosistema porque su redacción se basó en el supuesto de que todos los Estados miembros de la Unión Europea se integrasen en el euro, sin embargo no es así hasta la fecha. (Política Monetaria 2001)

de este objetivo, el SEBC⁶ apoyará las políticas económicas generales de la Comunidad con el fin de contribuir a la realización de los objetivos comunitarios” (El Tratado de Maastricht 1992).

Y todas las medidas tomadas por el BCE se harán en base al principio de autonomía, recogidas en el artículo 107 del Tratado de la Unión Europea.⁷

3- Como se estructura el Eurosistema

El Eurosistema, como hemos dicho con anterioridad, es la autoridad monetaria de la zona euro y está integrada tanto por Banco Central Europeo (BCE) como por los Bancos Centrales Nacionales (BCN) de los Estados miembros cuya moneda sea el euro.

El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) está formado por el BCE y los Bancos Centrales Nacionales de todos los Estados miembros de la Unión Europea (UE), hayan adoptado o no el euro. Por ello, el Eurosistema y el SEBC seguirán coexistiendo mientras haya Estados miembros de la UE que no pertenezcan a la zona del euro. (Banco de España s.f.)

Por tanto, las decisiones de política monetaria están llevadas a cabo por el BCE y el BCN y a continuación detallaré cada una de las instituciones.

⁶ En el apartado “Como se estructura el Eurosistema” veremos las diferencias entre SBEC y Eurosistema.

⁷ “En el ejercicio de las facultades y en el desempeño de las funciones y obligaciones que les asignan el presente Tratado y los Estatutos del SEBC, ni el BCE ni los bancos centrales nacionales, ni ninguno de los miembros de sus órganos rectores podrán solicitar o aceptar instrucciones de las instituciones u organismos comunitarios, ni de los Gobiernos de los Estados miembros, ni de ningún otro órgano. Las instituciones y organismos comunitarios, así como los Gobiernos de los Estados miembros, se comprometen a respetar este principio y a no tratar de influir en los miembros de los órganos rectores del BCE y de los bancos centrales nacionales en el ejercicio de sus funciones” (El Tratado de Maastricht 1992).

Todas las decisiones que afectan a la política monetaria de la eurozona se llevan a cabo en el órgano de rectores del BCE, órgano formado por el Consejo de Gobierno, el Comité Ejecutivo y el Consejo General.

El Consejo de Gobierno, está compuesto por los miembros del Comité Ejecutivo, además de por los gobernadores de los respectivos BCN de cada Estado de la Eurozona. Teniendo como principal misión la definición de la política monetaria de la Eurozona.

El Comité Ejecutivo, formado por seis miembros entre los que se encuentra el presidente (Mario Draghi) y el vicepresidente del BCE (Víctor Constâncio). Siendo su principal función la aplicación de la política monetaria dictaminada por el Consejo de Gobierno, así como del control de los Bancos Centrales Nacionales.

El Consejo General, es un órgano que engloba a todos los Estados miembros de la Unión Europea, a pesar de que no hayan adoptado el euro. Su principal función es tanto consultiva como de coordinación.

Los principales cometidos de los Bancos Centrales Nacionales (a partir de ahora BCN) son poseer y gestionar las reservas de divisas, promover el buen funcionamiento y la estabilidad del sistema financiero, supervisar la solvencia de las entidades de crédito, poner en circulación la moneda metálica, prestar los servicios de tesorería, elaborar y publicar estadísticas y asesorar a los gobiernos. (Banco de España s.f.)

4- Importancia del objetivo único

En este apartado voy a explicar la importancia de la estabilidad del índice de precios al consumo y como es la base central de toda la política monetaria europea.

Estos son los factores por el que hacen a este índice tan relevante:

- 1- Permite al consumidor, con una mayor facilidad, apreciar la variación de precios de productos y servicios, consiguiendo identificar con más facilidad el precio relativo a cada producto. Por si quedara algún rastro de duda, lo ilustro con el siguiente ejemplo:

En un entorno con deflación podríamos llegar a pensar que el precio de un producto o servicio que deseáramos adquirir tiene un precio menor que antaño, concepto que podría no ser correcto, ya que si bien es cierto que tiene un precio menor, pero puede haber sido consecuencia de una bajada del índice general de precios (como es este caso, ya que estamos en un entorno de deflación), es decir, que su precio ha podido descender pero menos que la media. Esto nos podría llegar a tomar decisiones erróneas en cuanto a consumo e inversión.

- 2- Reducirían las primas de riesgo por inflación, es decir, los acreedores no se verían obligados a solicitar unos ingresos adicionales para solventar el riesgo que tienen por la inflación futura. Consiguiendo por un lado, incentivar la inversión y por otro, mejorar la asignación de capitales por parte de los mercados de capitales.
- 3- Eliminaría la cobertura de riesgos innecesarios, evitando a los medios productivos que destinen recursos a la protección contra la inflación (o deflación).
- 4- Disminuiría la distorsión entre la seguridad social y el sistema impositivo, ya que un aumento de la inflación provoca que haya que pagar mayor salario a los trabajadores, en consecuencia a esto, tendrían una mayor carga fiscal pero esto no ha representado una subida real en sus salarios, es decir, los salarios se han visto aumentados exclusivamente por un aumento de la inflación que ha provocado una mayor carga fiscal por lo que en realidad el trabajador ha perdido poder adquisitivo, este fenómeno es conocido como progresión fría.
- 5- Acrecienta los beneficios de poseer efectivo, esto es debido que la inflación se puede considerar como un “impuesto oculto” a la tenencia de

efectivo, terminarías incentivando a empresas y consumidores a que tengan la mayor parte de su capital invertido, pudiendo generar costes de transacción más elevados⁸.

6- Dificulta la distribución arbitraria tanto de la riqueza como de la renta. Este hecho puede ser explicado mediante la utilización de dos sencillos ejemplos. Un incremento inesperado de la inflación provoca que aquellas personas que tengan un contrato de trabajo a largo plazo, bonos del tesoro... se vean fuertemente perjudicadas frente a las empresas y bonistas. Es decir, la riqueza se distribuye desde los prestamistas a los prestatarios, en el anterior ejemplo y a la inversa si la situación es de deflación.

7- Mantenimiento de la estabilidad financiera, ante un incremento de la inflación provocará que las tasas de descuento fueran mayores, teniendo esto como consecuencia, la depreciación de los activos a día de hoy. Por lo tanto, la capitalización bursátil de las empresas sería menor, provocando que las instituciones financieras necesiten garantías adicionales antes este inesperado incremento del riesgo.

En base a todos estos datos, se fijó como objetivo prioritario el mantenimiento de la inflación, a un nivel menor pero entorno al 2% (El Tratado de Maastricht 1992). A su vez esto también ha sido hablado por numerosos estudios, en los que se cita que aquellos Bancos Centrales que tienen por mandato más de un único objetivo, les resulta más fácil el incumplimiento de los mismos.

⁸ A este efecto se le conoce como coste de suelas de zapato, debido a que metafóricamente tienes un desgaste mayor en las suelas provocadas por el ir continuamente a los bancos a sacar efectivo.

5- Instrumentos de la Política Monetaria

Como hemos comentado con anterioridad, el principal cometido aunque no único del BCE, es el mantenimiento de una inflación en el medio plazo cercana aunque inferior al 2%. A continuación vamos a detallar cuales son las herramientas que tiene el BCE para hacer cumplir su objetivo primordial.

Primeramente podemos clasificar las medidas del BCE según su carácter excepcional, caracterizándolas en medidas convencionales o no convencionales. La principal característica que diferencia a cada una de ellas es como hemos dicho antes, la excepcionalidad de la misma, si bien en las medidas convencionales su utilización puede llegar a ser muy regular las no convencionales se caracterizan por ser aquellas medidas de política monetaria cuya utilización obedece solo a casos muy puntuales y sin una reiteración en el tiempo.

También habría que añadir, que toda la política monetaria ha de ser coherente con el artículo 127 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea por el que se dice que “el Eurosistema actuará en arreglo al principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia, fomentando una eficiente asignación de recursos...”. Además de cómo viene recogido en artículos posteriores “todas las instituciones financieras deben de recibir el mismo trato independientemente del tamaño o región donde operen” (El Tratado de Maastricht 1992).

Las medias convencionales se pueden dividir en: operaciones de mercado abierto, facilidades permanentes y coeficiente legal de caja.

- 1- Operaciones de mercado abierto: es un tipo de operación que tiene como objetivo el controlar de los tipos de interés para regular así la liquidez del mercado, así como orientar la política monetaria. Esta englobada por cuatro tipos de operaciones.

- I. Operaciones principales de financiación: son aquel tipo de operaciones llevadas a cabo por el BCE con carácter temporal y estas consisten en la inyecciones de liquidez con carácter regular, teniendo una duración semanal y ejecutadas por los respectivos Bancos Centrales Nacionales. También habría que añadir, que actúan como principal fuente de financiación del sistema crediticio dentro de la Eurozona.

- II. Operaciones de financiación a plazo más largo: son aquellas operaciones temporales que también tendrían como objetivo la inyección de liquidez, sin embargo su periodicidad, en este caso, es mensual y su vencimiento trimestral. Su fundamento es la inyección de liquidez a las entidades financieras pero con un plazo mayor al anterior. También habría que comentar que al igual que las operaciones principales de financiación, estas son ejecutadas por el BCN.

- III. Operaciones de ajuste: son aquellas operaciones que tienen como objetivo primordial la gestión de la liquidez del sistema, suavizando las posibles consecuencias que puede tener de una fluctuación de la liquidez sobre los tipos de interés.

- IV. Operaciones estructurales: tiene como principal objetivo ajustar la posición estructural del Eurosistema frente al sector financiero. Su principal vehículo de transmisión es la emisión de certificados de deuda, operaciones temporales o simples.

Tabla 1: Cuadro resumen operaciones de mercado abierto.

Fuente: BCE y elaboración propia.

Operaciones de política monetaria	Tipo de operación		Vencimiento	Periodicidad
	Inyección de liquidez	Absorción de liquidez		
Operaciones de mercado abierto				
Operaciones principales de financiación	Operaciones temporales	-	Una semana	Semanal
Operaciones principales de financiación a plazo más largo	Operaciones temporales	-	Tres meses	Mensual
Operaciones de ajuste	Operaciones temporales	Operaciones temporales	Sin normalizar	Regular/ No regular
	Swaps de divisas	Deposito a plazo fijo Swaps de divisas		No regular
Operaciones estructurales	Operaciones temporales	Emisión de certificados de deuda del BCE	Normalizado/ sin normalizar	Regular/ No regular
	Compras simples	Ventas simples		-

2- Facilidades permanentes: es un tipo de medida monetaria que tiene como objetivo principal proporcionar o absorber liquidez y controlar los tipos de interés a un día. Hay dos tipos de facilidades permanentes que las entidades financieras que operan con el Eurosistema podrían recurrir.

- I. La facilidad marginal de crédito: tiene el objetivo de permitir liquidez a un día a las instituciones financieras a cambio de unos activos garantía. Normalmente las entidades financieras no suelen tener un límite de crédito siempre que entreguen las garantías necesarias. Y es común que el interés de estas facilidades permanentes fije el tipo máximo de interés a un día en el mercado bancario (Banco de España s.f.).

- II. Facilidad de depósito: es una medida que permite a las entidades realizar depósitos en sus bancos nacionales. Normalmente al igual que la anterior, no habría ningún límite para las entidades financieras y constituiría un límite inferior para los tipos de interés de mercado a un día.

Tabla 2: Cuadro resumen operaciones de mercado abierto.

Fuente: BCE y elaboración propia.

Operaciones de política monetaria	Tipo de operación		Vencimiento	Periodicidad
	Inyección de liquidez	Absorción de liquidez		
Facilidades Permanentes				
Facilidad Marginal de Crédito	Operaciones temporales	----	Un día	Acceso a discreción de las entidades de
Facilidad de depósito	----	Depósitos	Un día	Acceso a discreción de las entidades de contrapartida

- 3- Coeficiente legal de caja o reservas mínimas: se define como la proporción de los depósitos que las instituciones financieras deben destinar a la reserva legal. Tiene como objetivo la estabilización de los tipos de interés en el corto plazo.⁹ En la actualidad las reservas mínimas se encuentran en el 1%

6- Mecanismos de transmisión de la política monetaria.

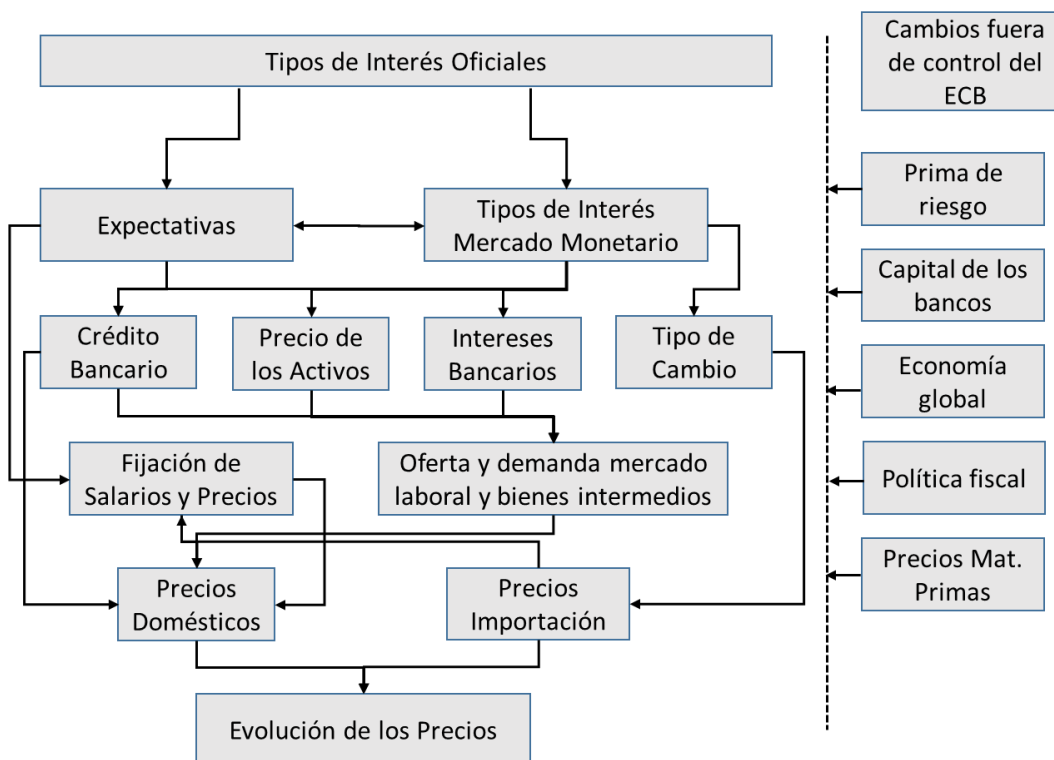
Hay una serie de mecanismos de transmisión de la política monetaria como veremos en el gráfico a continuación. Aunque siempre hay que tener en cuenta que hay una serie de factores exógenos, como puede ser el precio de las materias primas (petróleo...), la política fiscal de cada país miembro...

⁹ Coeficiente legal de caja (k)= reservas/depósitos

Toda la transmisión de la política monetaria está basada fundamentalmente en la modificación de los tipos de interés oficiales.

Gráfico 1: Mecanismos de transmisión de la política monetaria.

Fuente: BCE y elaboración propia.



Con la modificación del tipo de interés se debería lograr, como se puede ver en el gráfico anterior, el control de la evolución de los precios. Ahora voy a pasar a realizar un análisis más en detalle de la transmisión de la política monetaria por parte del BCE.

Hay una serie de herramientas como he detallado en el apartado anterior, que son las que el BCE utiliza para regular su política monetaria. Ahora voy a analizar cómo es la transmisión de dicha política. Ante la variación de la liquidez o tipos de cambio u ambas se producirá:

- 1- Una variación de los tipos de interés oficiales por parte del BCE

- 2- Los tipos de interés bancario y de mercado, como consecuencia de la variación por parte del Banco Central Europeo de los tipos de interés, estos varían con una correlación positiva respecto a los tipos de interés oficiales. Esto es debido a que el mercado se ajustará, ya que el sistema bancario transferirá a los préstamos y depósitos ese aumento o descenso de tipos. Por ejemplo con un aumento del coeficiente de caja los tipos de interés aumentarán, ya que las instituciones financieras pueden crear menos dinero bancario¹⁰ y como consecuencia de esto habrá una contracción de la oferta monetaria.

- 3- Impacto en las expectativas¹¹, ante estas variaciones del tipo de interés oficial las expectativas sobre la trayectoria futura de la política monetaria variará afectando entre otros a la inflación y a los tipos de interés a largo plazo. En la actualidad, por ejemplo, se está pronosticando que la FED suba los tipos de interés en la segunda parte del año y ante modificaciones de estas expectativas se están viendo perturbaciones en el tipo de cambio euro/dólar (Expansión s.f.).

- 4- Condiciona la decisión sobre ahorro e inversión, las variaciones sobre el tipo de interés provoca que se aumente o descienda la propensión a ahorrar e invertir de los diferentes agentes económicos. Cuanto más bajo se sitúen los tipos, la propensión al ahorro es menor y como consecuencia se invierte más, ya que es más fácil sobrepasar los costes de la inversión a realizar.

- 5- Afecta al precio de los activos, como consecuencia tanto de la variación de los tipos de interés oficial como de las expectativas, el valor de los activos financieros se ve modificado, esto es debido a que estas dos causas influyen por un lado en el precio y por otro en el rendimiento obtenido por dichos activos. Teniendo esto a su vez consecuencias tanto en el ahorro como en la inversión de las familias y empresas.

¹⁰ Está constituido por los depósitos existentes en las entidades financieras.

¹¹ Las expectativas según la RAE es la posibilidad razonable de que algo suceda

- 6- Tipos de cambio, la fijación por parte del BCE de los tipos de interés afecta a los tipos de cambio y esto a su vez provoca que sean más caras o baratas las importaciones. Si sube el tipo de cambio la inflación tiende a bajar, ya que los precios de los bienes importados es menor que con anterioridad; y a la inversa. También afectaría en cuestiones de competitividad, debido a que un aumento generalizado de precios provocaría que nuestros productos fueran más caros con respecto al de otros países (reduciéndose la inflación).
- 7- Oferta de crédito, tiene un enorme impacto en la oferta monetaria, esto está provocado por ejemplo, si aumentaran los tipos de interés les será más caro a las familias y empresas financiarse, por lo que disminuirá tanto el consumo como la inversión a favor del ahorro. También provocará una depreciación del patrimonio neto de la empresa (provocando la utilización de una tasa de descuento mayor), así como una menor capacidad de endeudamiento. Por otro lado también provocaría un aumento de la morosidad (ya que el dinero desembolsado para tener que hacer frente al préstamo es mayor) y como última consecuencia se endurecerían las condiciones bancarias para solicitar préstamos.
- 8- Cambio en la demanda agregada, Todo esto está provocado como consecuencia de lo anterior, incentivando una mayor o menor actividad económica. A su vez esto también tiene implicaciones en el mercado del trabajo por lo que esta variable a su vez puede tener consecuencias a la hora de la evolución de precios.

Capítulo II. Objetivo: la inflación.

En este capítulo hablaré primero del origen de la actual crisis, que nos ayudará a entender tanto las políticas económicas como las políticas fiscales que han tenido lugar en los años posteriores. Igualmente entraré en profundidad en la inflación de la Eurozona, y analizaré sus principales problemas.

1- Origen de la crisis económica

Según apuntan muchos analistas en agosto de dos mil siete comienza una de las peores crisis que se recuerdan en la historia, solo comparable en cuanto a cifras y efectos al crack del veintinueve.

Para atender los antecedentes de esta crisis económica, hay que remontarse al año dos mil uno, fecha en el que hubo una pequeña fluctuación cíclica provocada por la llamada crisis de las puntocom, agravada por shocks exógenos, los atentados del 11S y el posterior rearme mundial. Esto sumado a puntuales crisis nacionales que sufrieron algunos países como Brasil o Alemania dieron lugar a la actuación de gobiernos y bancos centrales, que por un lado, bajaron los tipos de interés y por otro lado aumentaron el gasto público.

Estas medidas tuvieron un efecto en los años posteriores, provocando que los PIB volviesen a crecer, sin que la inflación se disparase, aunque provocaron una inflación de activos y grandes desequilibrios exteriores, especialmente llamativos en España, país con la segunda balanza comercial más negativa del mundo (El País).

Todo esto provocó que tanto bancos, como empresas y particulares encontraran casi todas las inversiones con una TIR positiva (debido al bajo tipo de interés) e invirtieran cada vez más en activos con un riesgo mayor. Esto terminó desencadenando en inversiones de muy dudosa rentabilidad

económica, sustentadas en el aumento del crecimiento de esos años y los bajos tipos de interés, factores que a partir de dos mil siete se fueron mermando y provocaron en EEUU la llamada crisis deuda sub-prime que se extendió al resto del mundo.

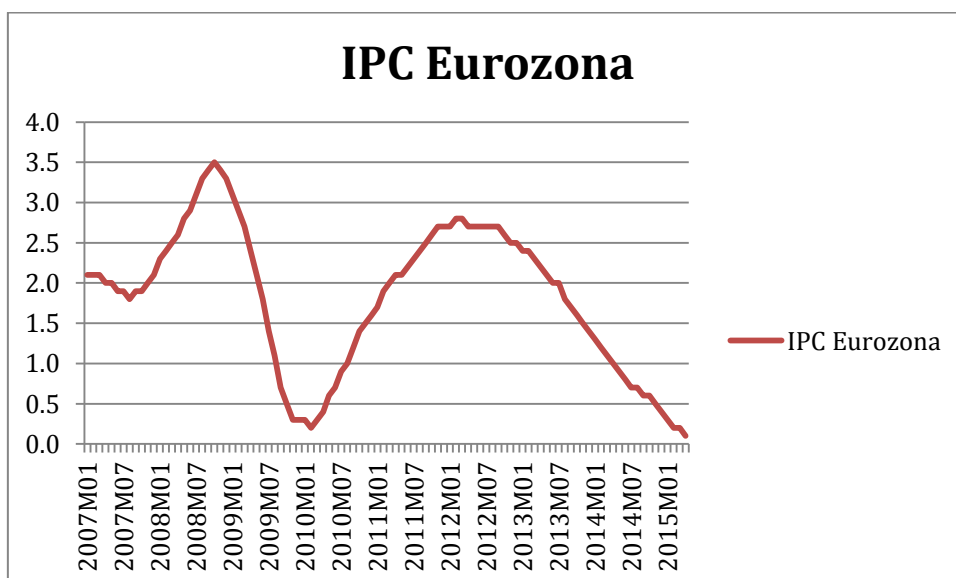
Posiblemente la consecuencia más llamativa fue la caída del quinto banco por activos americano en dos mil ocho (Leman Brothers) inundando al mercado de una grandísima desconfianza, entre otros motivos, debido a que su rating era de triple A, es decir, que tenía la nota que poseen los activos más seguros del mercado.

2- Objetivo la inflación

Como hemos comentado antes y como viene recogido en el Tratado de Maastricht es “ maintain inflation rates below, but close to, 2% over the medium term”. Por lo que vamos a analizar el comportamiento de la inflación desde el año 2007, primer año de estudio hasta el 2015.

Gráfico 2: Evolución del IPC de la Eurozona.

Fuente: BCE y elaboración propia.



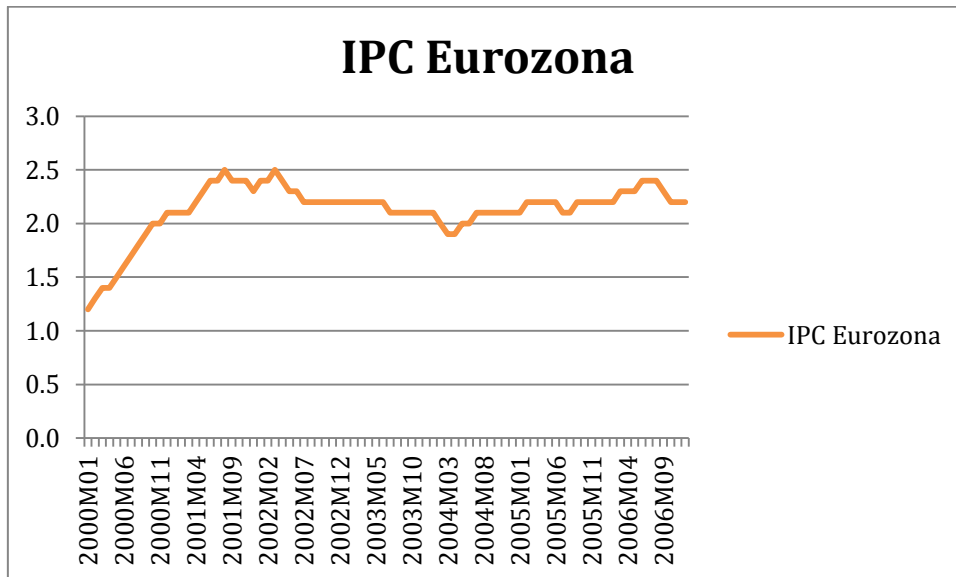
En el siguiente gráfico podemos observar el IPC de la Eurozona¹² desde el inicio de la crisis hasta la actualidad. Como se puede observar en dicho gráfico hemos asistido a un periodo de fuerte inestabilidad en cuanto a IPC.

Aunque bien es cierto que durante todo el año 2007, se sitúa en tasas muy cercanas a las pactadas. Pero a partir de los siguientes años empiezan los vaivenes, disparándose primero (toca un máximo de 3,5%) para después contraerse (hasta el 0,2% en febrero de 2012). Y sigue esta tendencia hasta la actualidad donde nos encontramos en un mínimo histórico del 0,1%

Para analizar con más énfasis los datos vamos a observar cómo fueron los datos de inflación de la Eurozona entre los años 2000 y 2006 para ver si es que estas tendencias alcistas y bajistas se han dado desde su fundación o han sido algo propio a partir del 2007.

Gráfico 3: Evolución del IPC de la Eurozona antes de la recesión.

Fuente: BCE y elaboración propia.



En este caso podemos ver como a excepción del primer periodo, los datos de la inflación siempre se han encontrado entre el 2% y 2,5%, es decir, podríamos

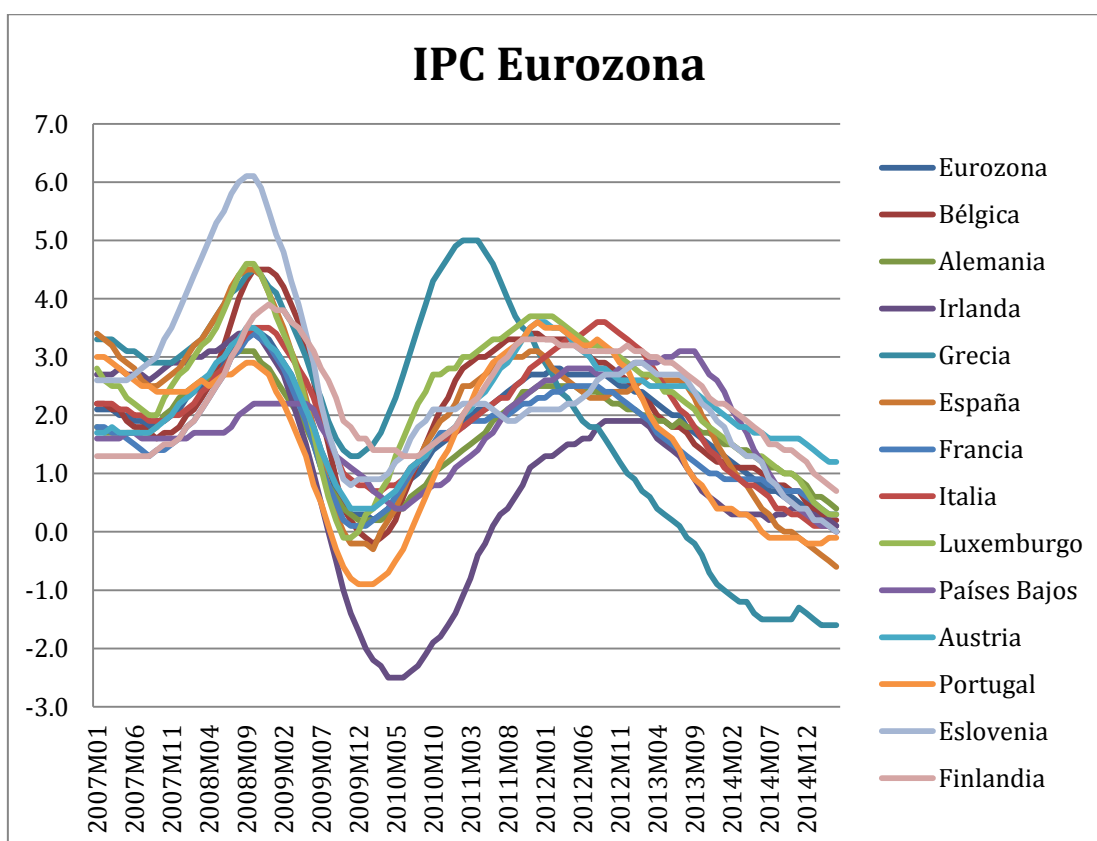
¹² Euro área (EA11-2000, EA12-2006, EA13-2007, EA15-2008, EA16-2010, EA17-2013, EA18-2014, EA19)

considerar que aunque a lo mejor han sido algo superiores al objetivo marcado pero siempre se han mantenido muy cercanos al objetivo prefijado.

Como bien sabemos la inflación de la Eurozona es la media ponderada de la inflación de los países miembros. Pero en esta definición ya encontramos el primer obstáculo, debido a que uno de los grandes problemas que puede presentar esta media es una gran dispersión entre los valores que la forman, pudiendo incluso llegar a no ser representativa de su conjunto. Por eso a continuación, vamos a analizar el IPC para cada país de la Eurozona. Es muy importante matizar, que solo han sido incluidos en este gráfico los países pertenecientes al euro desde el año 2007, incluido Eslovenia (país que entró a formar parte del euro el 1 de enero de 2007).

Gráfico 4: Evolución del IPC de los países pertenecientes a la Eurozona.

Fuente: BCE y elaboración propia.



Ante estos datos, confirmamos una realidad, que a pesar de que la zona euro se aproximase o no al objetivo de inflación, encontramos una gran dispersión

con respecto a la media en países como Irlanda donde en el segundo trimestre de 2010 su IPC caía un 2,5% mientras por el lado opuesto, Grecia que para el mismo periodo aumentaba en un 2,33%. Son niveles realmente significativos ya que mientras un país se encontraba en deflación otro estaba sobrepasando el objetivo de inflación marcado por el BCE.

Por lo que a la primera conclusión que llegamos es que realmente es muy complicado elaborar medidas de políticas monetarias cuando cada país tiene una situación de índice de precios al consumo diferente, incluso llegando a ser ésta justo la opuesta. Por lo tanto cabe con seguridad decir, que siempre o por lo menos en la amplia mayoría de los casos, las medidas que se tomen en cuanto a política monetaria beneficiarán más a unos que a otros Estados miembros.

3- ¿Puede el BCE ignorarlo?

Ante la situación descrita en el apartado anterior no cabe otra pregunta. Realmente el BCE tiene que ignorarlo y tomar las decisiones en base a la mayoría, o llevar a cabo una política teniendo una mayor presencia en aquellos países que tiene unos desequilibrios mucho mayores.

Según Cukierman (CUKIERMAN 2003) es preferible una inflación que sobrepase el objetivo a una que se mantenga por debajo. Por lo que si nos basamos en sus estudios a lo mejor es más positiva que la inflación sobrepase el objetivo, si con ello ayudamos a que haya menos regiones con una inflación menor. Aunque esta afirmación no está exenta de críticas ya que hay otros estudios como los de Goodhart (Goodhart 1998) en los que se expresa justamente lo contrario.

En su ponencia de José Viñals en 2001 (Viñals 15 de Mayo 2001), número dos del Banco de España por esas fechas, calificaba el problema como “one size fits all” que viene a ser traducido al español como “una única talla de zapato para los diferentes tamaños de pie”. Con esto se venía a explicar que cada

economía de la zona euro se encuentra en diferentes estados en cuanto al ciclo económico, por lo tanto, su inflación será distinta.

Como él decía, se llegó a la conclusión de que los países miembros iban a tener más beneficios a medio plazo de lo que iban a suponer los costes a corto plazo, y las políticas no monetarias nacionales tomarían el relevo frente a las monetarias. Con esto se refería a que no se iba a competir en base por ejemplo a una bajada de los tipos de interés, que ésta a su vez traería consigo una bajada de los tipos de cambio, sino que de verdad se compitiera debido a la creación de un mercado europeo fuerte, donde los ajustes vinieran en forma de reformas del marco regulatorio de cada país de origen y no como fruto de la bajada artificial del tipo de cambio u otras estrategias de política monetaria, que de cierto modo pudieran intentar “cubrir el problema real”.

No fue el único en hablar sobre este problema, sino por ejemplo el vicepresidente del BCE en una conferencia en Fráncfort del Menor (Papademos 29 de julio 2004), habló también sobre tal problema, reconociendo que afectó a la Zona Euro desde su comienzo y que este fenómeno se hará más destacado en la medida en la que más países entren en dicha zona económica. Y apuntaba a los siguientes motivos “las diferencias de estructura y de funcionamiento de los mercados —principalmente de los mercados financieros y laborales—, así como las referidas a las situaciones y a las estructuras presupuestarias de los países, pueden influir de forma significativa sobre la evolución económica, por cuanto que repercuten en la forma en que las perturbaciones y los efectos de la política monetaria se transmiten a la economía. Tales divergencias estructurales y presupuestarias se manifiestan en las tasas de crecimiento del producto y de inflación registradas en los distintos países. Cierta grado de heterogeneidad ha de considerarse como una característica natural de toda unión monetaria, como una parte integral del mecanismo de ajuste resultante de los diversos niveles de PIB per cápita, de las distintas características estructurales —incluidos los mecanismos de ajuste de mercado— y de los efectos de la asimetría de las perturbaciones de la oferta y de la demanda que afectan a las economías nacionales. Si bien

algunas de estas diferencias reflejan «situaciones iniciales¹³» dadas y procesos deseables de reajuste interno, otras tienen su origen en rigideces estructurales o en la orientación de las políticas fiscales nacionales, y, en consecuencia, ha de hacerseles frente mediante la aplicación de políticas adecuadas.”

Por lo tanto, el BCE no puede ignorarlo y tiene el deber de intentar solventarlo. Pero por otro lado tiene que “gobernar” para la mayoría porque en sus estatutos fundacionales está que tiene que conseguir una inflación cercana aunque inferior al dos por ciento, en el común de la eurozona y no en una región particular. Y otro tema a resaltar, del que trataré con más profundidad a continuación, es la estabilidad de precios como decía aquel vicepresidente del BCE por el año 2004 no se debe única y exclusivamente a política monetaria sino que puede haber regulaciones por no hablar de rigideces, por ejemplo, en el mercado financiero o laboral que impidan la correcta transmisión de la política monetaria por parte del BCE.

¹³ En cuanto a las situaciones iniciales como se refiere este informe del BCE se puede deber a multitud de causas pero las más importantes vienen recogidas son el factor de convergencia de precios de la zona euro y el efecto Balassa-Samuelson

Capítulo III. Políticas monetarias puestas en marcha durante dicho periodo

Como he contado con anterioridad hasta casi la saciedad, el objetivo del BCE es el establecimiento de la inflación inferior pero en torno al 2%. Por lo que desde el inicio de la crisis ha tomado estas medidas en los que se podría discutir si han tenido como objetivo prioritario o no tal objetivo.

Desde el comienzo de la crisis económica tanto el BCE como otros bancos centrales (FED, Banco de Inglaterra...) no han parado de actuar tomando tanto medidas convencionales como no convencionales.

Una de sus principales medidas de actuación al inicio de la crisis, como explicamos en el apartado 2, es la modificación de los tipos oficiales . Esta es un tipo de política monetaria expansiva que tiene como objetivo que las instituciones financieras demanden más dinero por lo que el BCE aumenta sus activos, las instituciones por otro lado aumentan sus pasivos y esto provoca que concedan más créditos, bajan a su vez los tipos de interés de mercado, hay más liquidez y aumenta el consumo y la inversión. Este descrito con anterioridad es la parte teórica de lo que debería haber pasado y no ocurrió.

Primero el BCE bajo los tipos de interés de una manera nunca vista hasta la actualidad (pasando del 4,25% al 1%), lo que representa una bajada de 325 puntos básicos, todo esto en un plazo inferior a un año (octubre 2008 a mayo de 2009). Aunque hubo dos pequeñas subidas de 25 puntos tanto en abril como en julio de 2011 provocado por las perspectivas de aumento de la inflación.

A finales de ese mismo año¹⁴ el BCE dictaminó otra bajada de los tipos de interés de 25 puntos básicos, que venía en respuesta al debilitamiento de la demanda mundial acompañada de fuertes tensiones en la deuda soberana de alguno de los países miembros, así como, la reestructuración de los balances de

¹⁴ Noviembre y diciembre de 2009

las instituciones financieras provocaron que le BCE decidiera la toma de dicha decisión.

Además de estas medidas como explica José Manuel González-Paramo, miembro del Comité Ejecutivo del BCE (González-Páramo 2010), se llevaron otra serie de medidas calificadas como “medidas de apoyo reforzado al crédito”, estas medidas se enmarcan dentro de la política no convencional y venían como apoyo a la bajada de los tipos de cambios oficiales. Fueron actuaciones en siete aspectos:

- 1- Se aplicó un procedimiento de subasta a tipos de interés fijo con adjudicación plena. Medida excepcional hasta la fecha, en la que se adjudicó el volumen de liquidez que solicitaran las entidades financieras. El objetivo de esta medida era contrarrestar con liquidez suficiente al sistema financiero para que siguiera inyectando crédito a la economía.
- 2- Se llevaron a cabo operaciones de financiación adicionales con vencimientos mensuales y trimestrales, así como la provisión de vencimientos a plazos más elevados.
- 3- Ampliación de los activos de garantía aceptados por el BCE y las instituciones financieras que podían solicitar crédito (desde unas 140 hasta unas 2000 entidades).
- 4- Adquisición directa de bonos garantizados¹⁵.
- 5- Realización de operaciones de inyección de liquidez en monedas diferentes al euro.
- 6- Reducción del coeficiente general de caja que pasó del 2% al 1%.

¹⁵ En mayo de 2009 se aprobó el primer programa por una cuantía de 60.000 millones de euros y octubre de 2010 se llevaron a cabo el segundo programa por una cuantía de 40.000 millones de euros

7- La aprobación del Programa de Mercado de Valores

Todo esto tenía como fruto aumentar la intermediación del BCE para para intentar salvaguardar el sistema financiero, ya que además de la importancia que tiene para Europa debido a que satisface el 80% de las necesidades de financiación frente por ejemplo al 40% de los EEUU, tiene la función esencial de ser el canal de las políticas del BCE.¹⁶

Además de lo anterior, también tenía como objetivo la reactivación de la economía real que analizaré más adelante porque no llegó a la economía real.

Crisis Soberana

A toda la problemática y medidas tomadas por el BCE se unió la de la crisis de deuda soberana. A continuación detallaremos la problemática y que medidas tomo el BCE ante dicha problemática.

Introducción:

Desde el comienzo de la crisis iniciada en 2007 el BCE ha estado actuando y todas sus medidas o la mayoría de ellas han tenido como fin la inyección de liquidez al sistema, así como una nueva regulación (Basilea III) para intentar enmendar los fallos que se pudieron producir en el pasado.

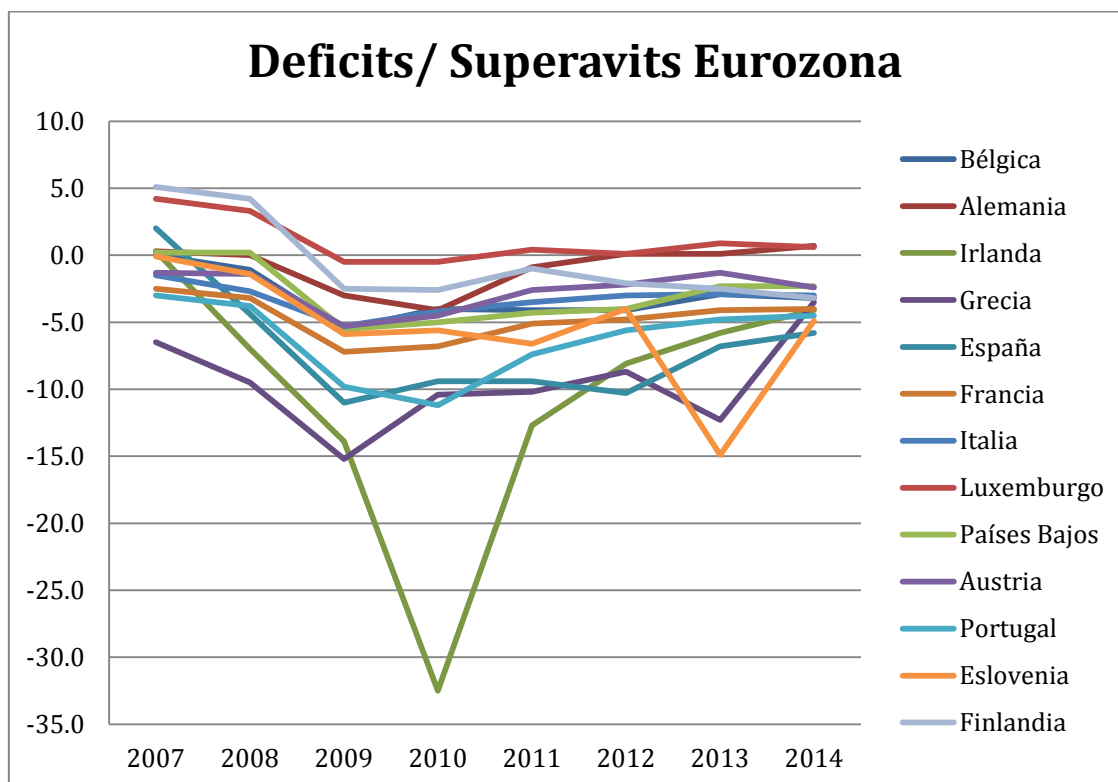
Sin embargo, había otro problema que se vino generando desde el estallido de la crisis económica que aunque pueda parecer ajeno al BCE no lo fue. Es el relativo a la política fiscal que estuvo llevando acabo cada país y a su marco regulatorio. El principal problema que apuntan muchos economistas sobre la Unión Europea es precisamente este (Papademos 29 de julio 2004), en el que solo hay una unión monetaria y como consecuencia de esto se produjo esta grave crisis que ahora desarrollaré.

¹⁶ (Giannone, y otros 2001) llegaron a la conclusión de los efectos positivos de las políticas no convencionales del BCE a partir de diversos estudios.

Desde el 2007 podemos observar en el siguiente gráfico como los déficits públicos de la zona euro no dejan de aumentar de manera estrepitosa. Esto dio lugar a que en 2010 hubiera países con una deuda insostenible en sus balances. Algo de catastróficas consecuencias, ya que entre otras cosas sirve para calcular la prima de riesgo de los activos de un país y es activo de garantía ante operaciones de financiación con el BCE.

Gráfico 5: Evolución de las de las finanzas públicas de los países pertenecientes a la Eurozona.

Fuente: BCE, Banco Mundial y elaboración propia.



Eso está provocando que los países miembros tengan que llevar a cabo políticas de ajuste, es decir, una política monetaria restrictiva, para controlar el gasto público fijado según el tratado de Maastricht en un 60% para la deuda pública y un 3% como máximo del déficit anual.

Si nos detenemos en más detalle en el gráfico de arriba, se observa que realmente el único país que cumple la consigna de que no se puede tener en más de un ejercicio fiscal un déficit público por encima del 3% es Luxemburgo, solo seguido por Finlandia que se desvía dos décimas en el año 2014. Todos los demás, incluido Alemania (en el año 2010 llega a publicar un déficit del 4%) incumplen dicho acuerdo. Pero no solo queda ahí, sino que se descubre que hay hasta países que falsificaron sus cuentas y no se sepa con precisión el gasto público de dichos periodos (este es el caso de Grecia, donde viene recogido los déficits o superávits de todos los países de la eurozona menos de este país desde el 2007 al 2010)¹⁷ (Miguel 2010)

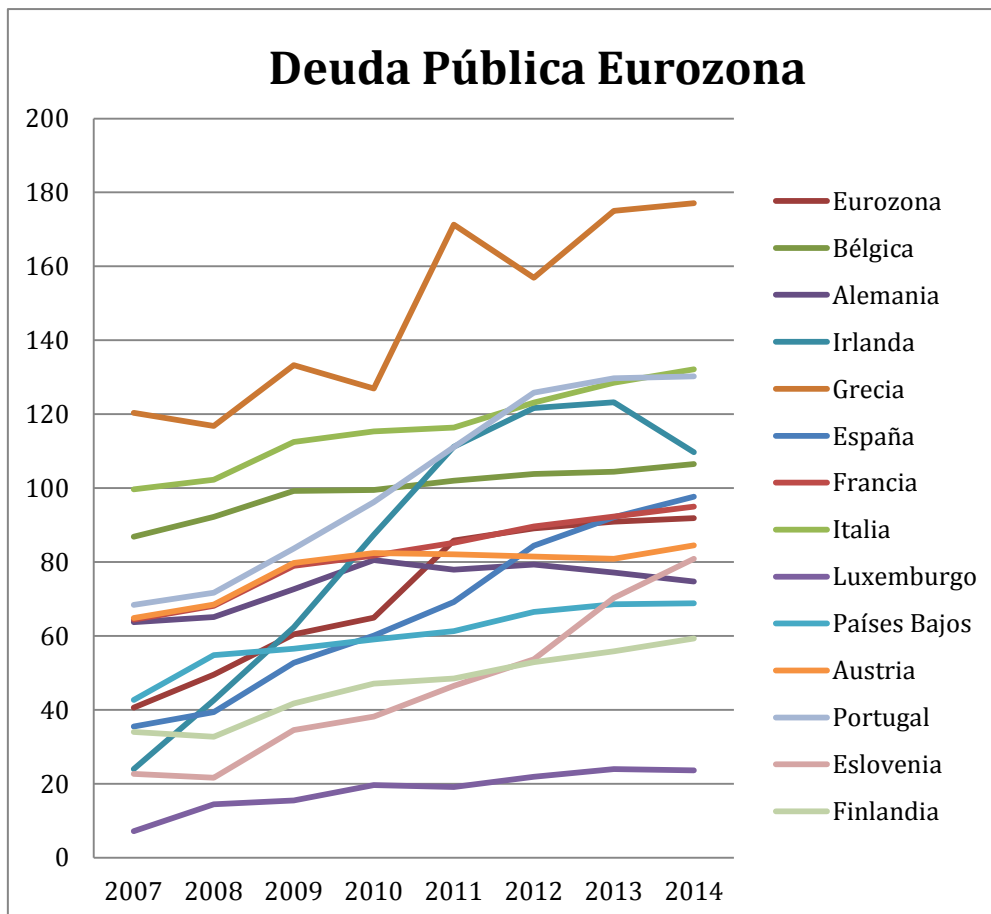
Como podemos ver en ambos gráficos, el espectacular crecimiento que ha sufrido la deuda pública en España pasando de un 35,5% a casi un 100% en la actualidad. Así como podemos observar, el crecimiento de la deuda del conjunto de los países miembros aunque ha sido menos pronunciado en conjunto que el Español.

Por hacer una mención especial, hay países en los que su situación es especialmente dramática como puede ser el caso Griego (RTVE 2012) que a pesar de haber acordado una quita del 53% de su deuda (el 19 de marzo de 2012), esta no ha hecho más que aumentar en los años venideros.

¹⁷ Para ser exactos, no viene recogido ningún dato desde 1995 hasta 2005, pero como en este trabajo.

Gráfico 6: Evolución de las de la deuda pública de los países pertenecientes a la Eurozona.

Fuente: BCE, Banco Mundial y elaboración propia.



Este dato es francamente revelador, ya que estamos ante un momento en el que una de las principales políticas que tienen los estados para regular la economía sería la política fiscal, pero sin embargo estarían atados debido al sobreendeudamiento que han tenido durante los últimos años y una mala planificación del gasto público. Y no solo eso, sino que economistas de la relevancia de Keynes proponen que el Estado tome las riendas de la inversión cuando la inversión privada rehúya de hacerlo, pero el caso es que no lo pueden hacer debido a que tienen niveles de deuda inasumibles.

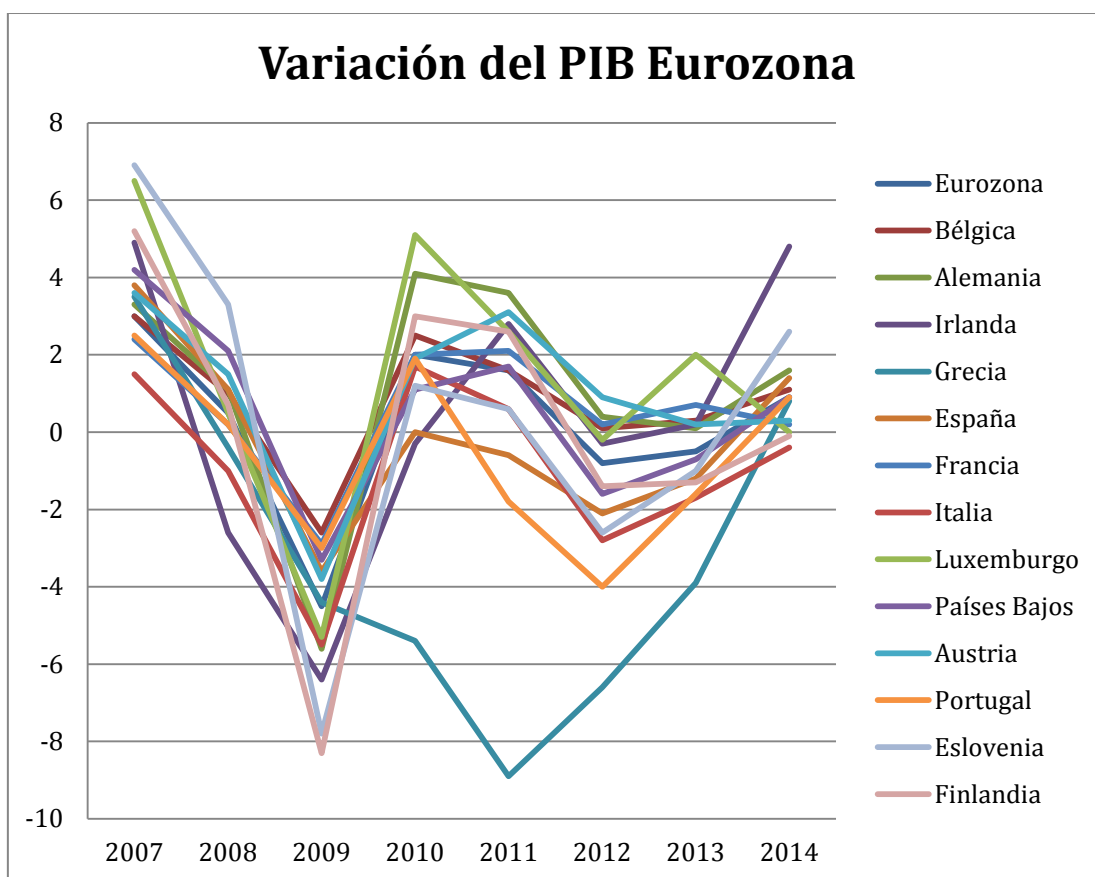
Habría que matizar que en un inicio de la crisis sí que hubo países de la zona euro que aplicaron políticas de estímulo fiscal, véase el caso de España con la aprobación del plan Español de Estímulo de la Economía y Empleo, con

relativo éxito debido fundamentalmente al tipo de inversión que se vino fomentando (nueva construcción) (Rallo, Martín Oro y Pérez Martí 2012) o el caso de Alemania con su Pact for Employment and Stability in Germany.

Pero no tuvieron gran impacto en los años venideros a juzgar por el comportamiento del PIB de algunos países de la Eurozona.

Gráfico 7: Evolución del PIB de los países pertenecientes a la Eurozona.

Fuente: BCE, Banco Mundial y elaboración propia.



En este grafico igual que en los anteriores, es verdad que se ve una convergencia en cuanto a varianza del PIB de la Eurozona pero aun así se ve gran divergencia entre unos y otros PIB. Y una vez más se ve que hay países que no siguen para nada la tendencia de la “mayoría”.

Actuación del BCE

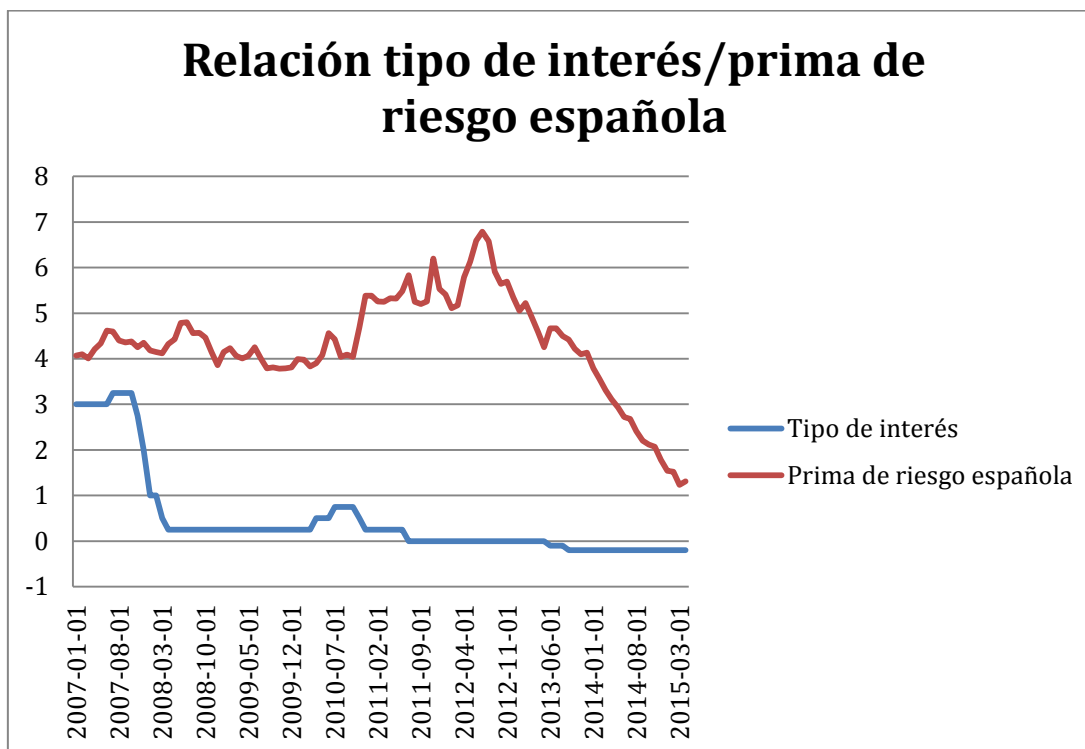
A finales del 2009 hubo una mejora de la economía, lo que se tradujo en que el BCE empezase a levantar sus políticas de apoyo al crédito. Sin embargo en 2010 a raíz de lo que explicamos en el apartado anterior se produjeron numerosas tensiones en el mercado de deuda soberana.

Esta crisis comenzó en Grecia debido al alto endeudamiento que estaba acumulando durante los primeros años de la crisis y a la inseguridad que esto generaba. Esto provocó un efecto contagio, sobre todo a los PIIGS provocando que su diferencial de deuda con respecto a la deuda alemana se disparase (Expansión 2012).

Se debió principalmente al deterioro de las cuentas públicas, al que se vino sumado unas fuertes contracciones de la actividad económica lo que generó que por un lado más gasto y que la relación deuda PIB aumentase. También hay que añadir que las políticas que algunos países llevaron a cabo no ayudaron nada a diluir el problema, ya que por un lado como comentábamos también con anterioridad, aumentaron el gasto público ya sea por los estabilizadores automáticos (política fiscal anti cíclica que reacciona ante variaciones de renta) o políticas fiscales expansivas como pudiera ser el Plan E español. Y por otro lado, algunos de estos países como fue el caso de Irlanda o España su gasto público aumentó debido a que tuvieron que rescatar su sistema financiero. Las regiones que más sufrieron este efecto fueron los países más dependientes del crédito del sector privado.

Gráfico 8: Relación entre el tipo de interés oficial y la prima de riesgo española .

Fuente: BCE y elaboración propia.



Esto tuvo efectos muy perjudiciales para toda la economía de la zona euro, debido al importante papel que desempeña la deuda pública en toda la economía, ya que por un lado es fundamental para el establecimiento de la curva de interés y como consecuencia de esto para la valoración de los activos. Y por otro lado, es uno de los activos más usados como garantía en las operaciones financieras. Por último, al tener gran parte de la deuda pública las instituciones financieras un aumento del valor de los bonos del Estado provocaba directamente que estas tuvieran un balance más saneado.

Ante este problema el Eurosistema aprobó el “Programa para los Mercados de Valores” (Securities Market Programme), este programa permite al organismo realizar intervenciones en los mercados de deuda públicos y privados con el fin de garantizar la profundidad y liquidez del segmento del mercado disfuncional. Este programa se materializó con la compra de deuda estatal por un valor cercano a los 220.000 millones de euros procedente mayoritariamente de Italia(47,2% del total) (REY 2014). Este programa fue activado dos veces a lo largo del 2011 para poder hacer frente a dicho problema.

En septiembre de 2012 estalla la segunda crisis de deuda soberana, donde el BCE realiza numerosas medidas como la puesta en marcha del Plan de Transacción Monetarias Directas para comprar bonos de los gobiernos en el mercado secundario para relajar la prima de riesgo. El acogimiento a este plan suponía el cumplimiento de condiciones innegociables por parte del país “rescatado” y el BCE. Aunque ningún país llegó a dar este paso, fue suficiente para calmar a los mercados de deuda.

Tabla 3: Cuadro resumen de la actuación del BCE (2007- 2015).

Fuente: BCE y elaboración propia.

Cuadro resumen de la actuación del BCE (2007- 2015)			
Clasificación	Medida adoptada	Tipos	Objetivos
Facilidades permanentes	Bajada de tipos de interés	0,05%	Aumentar el crédito
Coficiente legal de caja	Tipos de depósitos negativos	-0,20%	Aumentar el crédito

Tabla 4: Cuadro resumen de la actuación del BCE (2007- 2015).

Fuente: BCE y elaboración propia

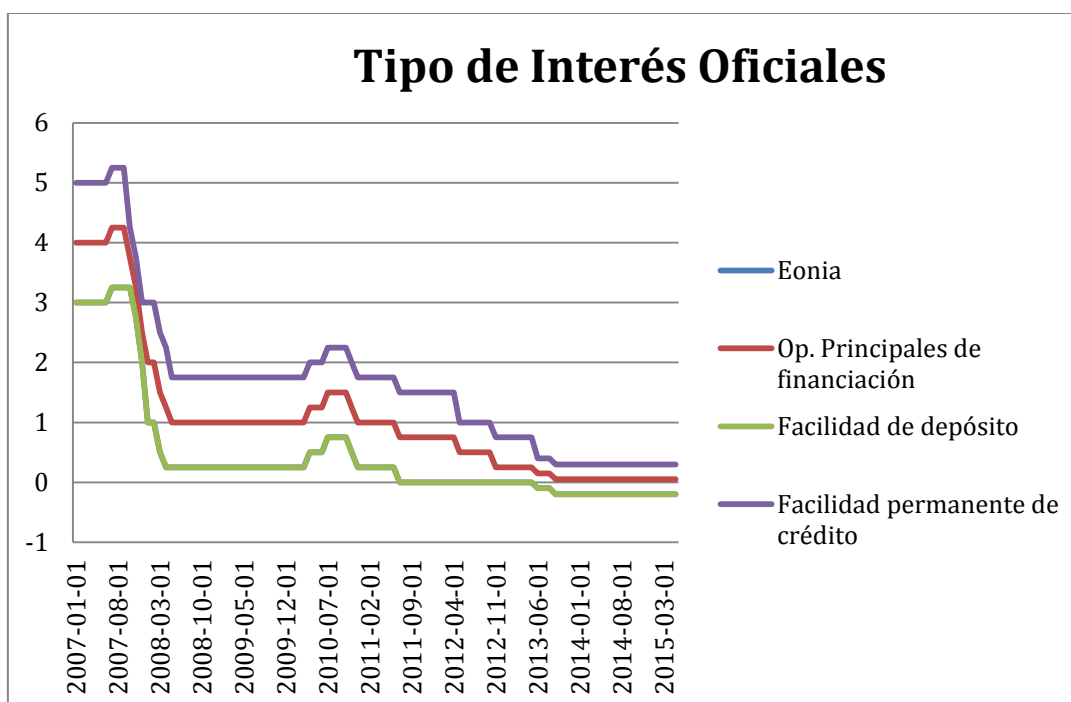
Cuadro resumen de la actuación del BCE (2007- 2015)				
Clasificación	Medidas adoptadas	Descripción	Tipos	Objetivos
Operaciones de mercado abierto	LTRO	Prestamo a 3 año sin condiciones	1,00%	Aumentar el crédito
	TLRO	Préstamo a 4 años condicionado a la concesión de créditos	0,25%	Aumentar el crédito
	ABS	Compra de bonos compuestos por los créditos del sector bancario al privado	-	Aligerar el balance de los bancos
	SMP	Compra de bonos del Estado en el mercado secundario	-	Bajar la prima de riesgo de los países más afectados
	OMT	Compra de bonos del Estado en el mercado secundario previa la solicitud de ayuda financiera a EFSF y ESM	-	Bajar la prima de riesgo con imposición de reformas

Efectos de las medidas del Banco Central

Esta es la gran pregunta, no solo del trabajo sino que ahora mismo se hacen tanto economistas, como inversores o ciudadanos en general. ¿Qué efectos han tenido sus medidas? ¿Realmente han sido positivas? ¿Se podía haber hecho más?.

Gráfico 9: Evolución de los tipos de interés oficiales.

Fuente: BCE y elaboración propia.



Son preguntas que no son baladíes pero que tienen una muy complicada respuesta y sobre todo análisis en tanto en cuanto siempre han ido acompañadas por medidas de los Gobiernos Centrales.

Como bien veíamos en el cuadro resumen superior, la principal medida u objetivo del BCE ha sido inyectar liquidez al sistema, medidas que siempre se suelen repetir en círculos contractivos, ya que en cierta medida el BCE sustituye el papel bancario en momentos donde el mercado está invadido por la incertidumbre.

Esto también tiene otra explicación, ya que hay numerosos estudios que dicen que hay una correlación directa entre aumento del crédito y aumento del PIB o inflación.

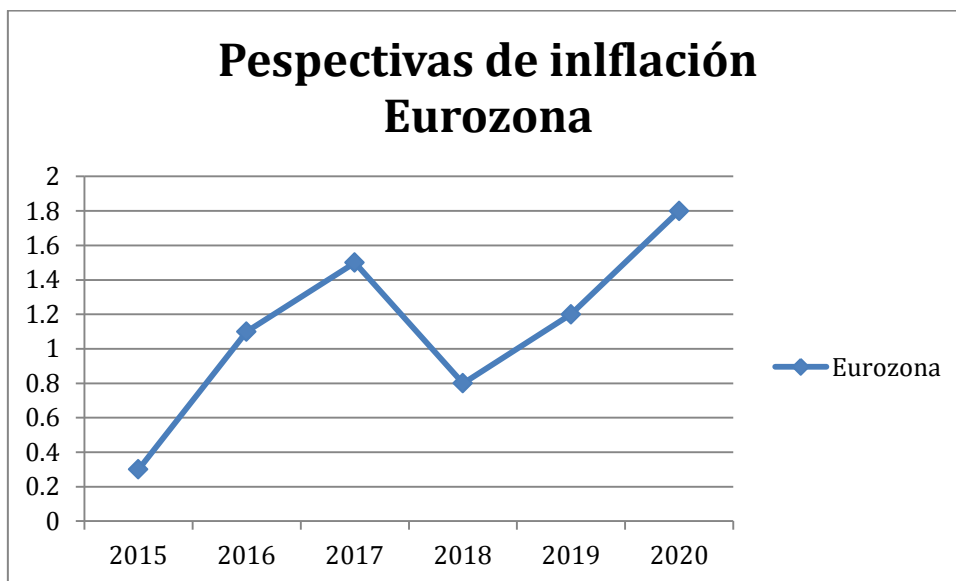
Pero realmente cual era el objetivo del BCE. Sí su objetivo prioritario era salvaguardar el sistema financiero, podríamos decir que lo ha logrado debido a que a pesar de la reestructuración y el aumento de capital que han necesitado, no solo de fuentes privadas sino también públicas ha dado lugar a tener un sistema bancario más capitalizado y con una regulación más exigente de cara al futuro.

Si por el contrario la función del BCE hubiera sido salvaguardar la estabilidad financiera y no financiera de los países miembros, podríamos decir que también lo ha logrado ya que por lo menos si evaluamos la estabilidad en la zona euro teniendo como referencia la prima de riesgo podemos observar que por lo menos esta si ha descendido.

Bien es cierto que si miramos los dos cuadros resúmenes de arriba, han sido estos sus dos principales objetivos. Y en este trabajo no se pone en cuestión la ilicitud ni los fines de los mismos, pero si hay una cosa evidente, que en lo que respecta a la inflación según podemos ver en el gráfico de a continuación se encuentra en mínimos históricos y hay unas perspectivas a que esta siga siendo muy baja en los próximos años.

Gráfico 10: Perspectivas de inflación de la Eurozona (2015-20120).

Fuente: BCE y elaboración propia.



A raíz de lo anterior, habría que comentar que a lo mejor serían necesarias tales medidas desde un punto de política monetaria, ya que toda las medidas del BCE fluyen a través principalmente del sistema bancario. Por lo que a lo mejor entonces habría que destinar los esfuerzos primeramente al buen funcionamiento del sistema bancario, para ya después ir al objetivo de la inflación.

Y de la misma forma podía haber ocurrido con la compra de deuda, es cierto que posiblemente el fin último de la misma no fuera el mantenimiento de la estabilidad de precios pero tampoco es menos cierto que con Estados quebrados posiblemente el cumplimiento de su objetivo hubiera sido más complicado.

Por lo que ante este punto en el que se ha inyectado liquidez desde el inicio de la crisis como medida principal, el BCE ha tomado una nueva medida, que se llama "Quantitative Easing" que es una medida que jamás había sido tomada por este organismo, aunque bien es cierto, que esta sí que había sido tomada recientemente por otros bancos centrales como la FED, el Banco de Inglaterra o el de Japón.

Capítulo IV: Quantitative easing

En este capítulo voy a hablar de la última gran medida del BCE. Le dedico un capítulo entero debido a su trascendencia, ya que posiblemente no solo la inflación esté en juego, sino también el crecimiento económico, pues al menos a corto plazo muchos economistas esperan que venga relanzado por dicha medida. En este capítulo vamos primero a definir qué es exactamente, qué países la han llevado a cabo, cuáles son las cifras de compra del BCE y qué opinan economistas de la talla de Martin Wolf o Raghuram Rajan al respecto.

1- ¿Y ahora qué?

Como hemos visto en el punto inmediatamente anterior, el BCE ha tomado una serie de medidas pero con esto no ha conseguido por lo menos hacer frente a su principal objetivo que es la estabilización de precios. Por eso ahora lanza esta medida que veremos con más detalle continuación. Aunque este punto no está exento de polémica, ya que aunque bien es cierto que no tenemos una inflación en torno al 2%, tampoco es menos cierto que el origen de dicha baja inflación puede ser cuestionable, detalle que más tarde analizaremos.

2- ¿Qué es?

Antes de nada, vamos a empezar definiendo la característica de este programa, la flexibilización cuantitativa o “quantitative easing” en inglés (QE) es un instrumento de política monetaria que tiene como objetivo aumentar la oferta de dinero en el sistema, aumentando el exceso de reservas del sistema bancario.

Así lo explica el Banco de Inglaterra (Bank of England s.f.):

- 1- Si las tasas de interés son muy bajas y el Banco Central espera que la inflación sea por debajo del objetivo fijado del 2%, se podría inyectar dinero directamente en la economía con el objetivo de impulsar el gasto. A esto se le conoce como flexibilización cuantitativa.
- 2- El Banco Central crearía nuevo dinero de manera electrónica para comprar activos financieros como los bonos del gobierno. Esta inyección de efectivo disminuiría el costo de los préstamos y aumentaría los precios de los activos para apoyar el gasto y obtener un repunte de la inflación.
- 3- Si la inflación empezase a aumentar hasta niveles considerados demasiado altos, el Banco Central podría vender estos activos para reducir la cantidad de dinero y el gasto en la economía.

El principal objetivo según el FMI es “ la respuesta que han dado los bancos centrales de los países occidentales a través del establecimiento de medidas no convencionales ha tenido dos principales objetivos, por un lado el restablecimiento del correcto funcionamiento del sistema financiero y por otro lado, el seguir apoyando las medidas de política monetaria. Aunque conceptualmente puedan parecer distinto, estos dos conceptos en este caso están muy relacionados” (FMI s.f.)

3- ¿Quién lo ha llevado acabo?

EEUU, al igual que Reino Unido o Japón tenía un gran problema referido en cuanto a política monetaria, debido a que, aunque cada uno de ellos en una fecha concreta, pero todos bajaron los tipos de interés a niveles cercanos al cero por ciento (Sanchez-Quiñones 2015) y ante esta medida las perspectivas tanto económicas como inflacionarias seguían en terreno negativo, por lo que

los bancos centrales se vieron con la necesidad de actuar para intentar solventar dichos problemas.

Destacando el caso concreto de la FED por su importancia en cuanto a que es el banco que gestiona la divisa por excelencia. Su principal objetivo no es solo el mantenimiento de la inflación sino también el crecimiento económico de los EEUU (Expansión s.f.), por lo que tenía que tomar alguna decisión de política monetaria, y fue cuando impulsó el QE1 con el objetivo como decía Martin Wolf de ser una medida de calado significativo y con cierta duración en el tiempo. Provocando que los inversores estadounidenses, cuya su estructura financiera es muy diferente a la europea, ya que la “banca en la sombra” tiene mucha más importancia que en la Eurozona, invirtieran o buscaran activos menos seguros, debido a que los activos más seguros como la deuda pública iban a hacer bajar su rentabilidad de manera “artificial”¹⁸. Provocando una bajada de los tipos de interés y una subida del precio de los activos.

Esta medida ya fue utilizada por el Banco Central de Japón en 2001 aunque de una forma mucho menos agresiva que la actual. Para que nos hagamos una idea de las cifras de las que estamos hablando, la FED en el primero de sus tres programas destinó 100.000 millones de dólares para la compra de deuda y préstamos hipotecarios. En el segundo de ellos destinó 600.000 millones a la compra de deuda pública estadounidense. Y por último lanzó el QE3, que fue una medida que no tenía una fecha de caducidad y lo único que se conocía era que la FED iba a comprar mensualmente 40.000 millones de dólares mensuales de bonos de composición abierta. Por eso también fue llamado como la QE infinita con el objetivo de que los mercados “pensaran” que la FED iba hacer todo lo que estuviera en su mano para recuperar la “salud” del sistema financiero, previniendo también periodos de muy baja deflación.

El Banco de Inglaterra tomó medidas muy similares a la de la FED, realizando dos programas de flexibilización cuantitativa, el primero por importe de 200 billones de libras y el segundo por 175 billones de libras. Terminando con un

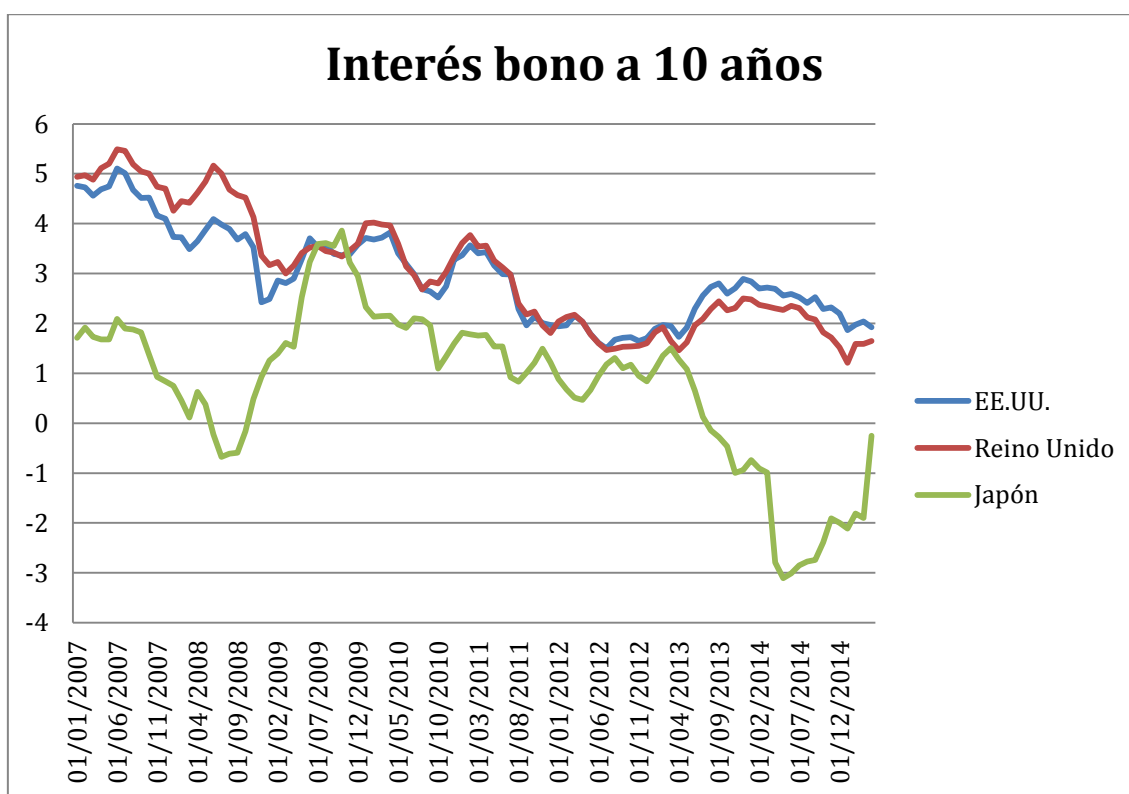
¹⁸ Esto es debido a que la FED iba hacer una compra masiva de deuda pública estadounidense.

balance, en términos relativos, muy parecido a los de la FED, con el principal objetivo de que llegase el crédito a familias y empresas.

Mientras que el Banco de Japón, aprobó en abril de 2013 su plan llamado QEE (Quantitative and Qualitative Easing) la compra de 80 billones de Yenes para lograr en 2015 una inflación interanual estable de en torno al 2%¹⁹. Con resultados positivos a día de hoy, aunque insuficientes (EL Economista s.f.).

Gráfico 11: Perspectivas de inflación de la Eurozona (2015-20120).

Fuente: Banco de Inglaterra, Banco de Japón y elaboración propia.



4- ¿Qué efectos de los mismos en la economía?

Como dice Martin Wolf (Financial Times 2014), los efectos que han tenido en la economía estadounidense los intereses bajos son incuestionables, ya que han ayudado al fortalecimiento del sistema financiero. Aunque como también apunta no se puede decir solo que esto ha sido provocado por los sucesivos QE porque, por ejemplo, en Inglaterra cuando acabo el último QE los tipos de

¹⁹ <http://www.expansion.com/2014/12/19/economia/1418963000.html>

interés no aumentaron, ya que había una perspectiva de que el Banco de Inglaterra siguiese tomando medidas para reactivar la economía.

En esta misma línea, el presidente de la Reserva Federal de San Francisco afirmó: “En primer lugar, aunque las estimaciones individuales difieren, este análisis sostiene consistentemente que las compras de activos tienen efectos considerables en los rendimientos de los valores a más largo plazo. En segundo lugar, sigue habiendo una gran incertidumbre acerca de la magnitud de estos efectos y su impacto en la economía en general” (M. Engen, T. Laubach y Reifschneider 2015). Es decir que vendría a confirmar la hipótesis de que sí que afecta sobre los precios de los activos.

Y por otro lado como confirma el FMI el precio de la deuda pública en dichos territorios ha descendido. “En los EE.UU. se estima que los efectos acumulativos de los programas de compra de bonos a redujeron entre 90 y 200 puntos básicos (0,9 y 2 puntos porcentuales). En el Reino Unido, en cambio, los efectos acumulativos van desde 45 a 160 puntos básicos. Mientras que en Japón, las compras de bonos del gobierno en virtud de CME y QQE redujeron los rendimientos a 10 años por un poco más de 30 puntos básicos. Añadiendo también que por lo menos en EE.UU. fue el canal de señalización más importante. De ahí que recomiende llevar acabo QE agresivos para la reactivación de la economía. (Arslanalp y Poghosyan 2014)

Pero no es menos cierto la fuerza de la medida para intentar evitar los “riesgos de cola” de una depresión aún más fuerte. Como creen la mayoría de expertos y académicos aunque no hay como dice Martin Wolf un acuerdo universal, el QE es un instrumento útil para mejorar las condiciones de asentamiento económico.

Por lo que una nueva bajada de la prima de riesgo de los países miembros no sabemos hasta que punto va a facilitar el nuevo crédito.

5- ¿Cuáles son las características particulares de nuestro QE?

Como ya hemos comentado muchos han sido los países que han implementado esta política, la FED en noviembre de 2008, el Banco de Inglaterra en Marzo de 2009 o el Banco de Japón que fue su primer impulsor.

Estas son las principales características de este programa según la nota de prensa del 22 de enero de 2015 publicada en el BCE (BCE s.f.).

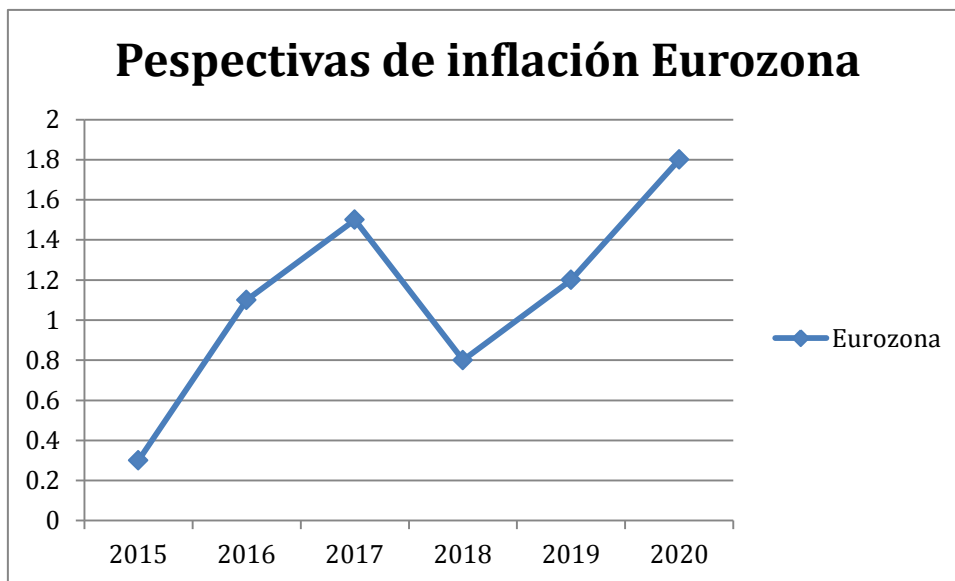
- El BCE amplía sus compras para incluir deuda emitida por administraciones centrales de la zona del euro, agencias e instituciones europeas.
- Las compras mensuales de activos ascenderán a un total de 60 mm de euros.
- Se prevé que las compras continúen al menos hasta septiembre de 2016.
- El programa tiene por objetivo el cumplimiento del mandato de estabilidad de precios.

6- ¿Realmente es necesario un QE europeo?

Como hemos visto con anterioridad, en numerosas ocasiones el mandato del BCE es el mantenimiento de la inflación y en el gráfico de a continuación podemos observar las perspectivas de inflación para los años futuros.

Gráfico 12: Perspectivas de inflación de la Eurozona (2015-2020).

Fuente: BCE y elaboración propia.



Estas perspectivas de inflación son muy llamativas, ya que fueron las perspectivas con las que el Banco Central Europeo tomó la decisión de implementar el QE. Como se puede observar hasta 2020 no hay una perspectiva real de que se llegara a cumplir el objetivo de tener una inflación en torno al 2%.

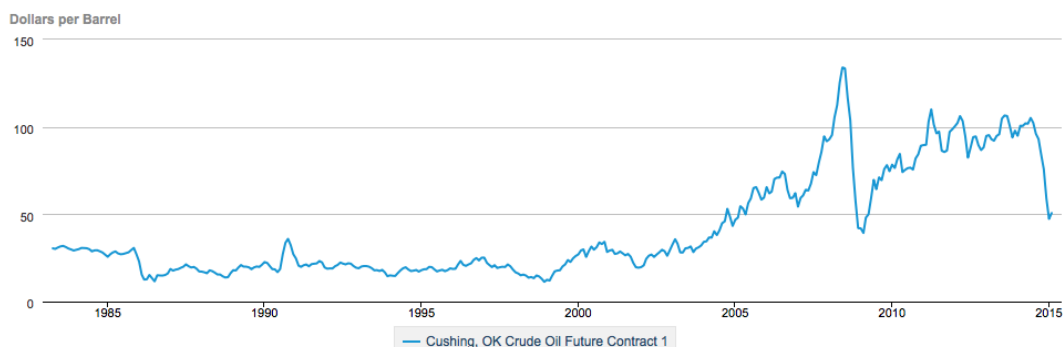
Aunque muchas veces se separa la inflación normal de la subyacente, esto tiene como principal motivo el que la inflación están contenidos todos los productos mientras que en la inflación subyacente están excluidos los precios más volátiles que son por lo general la energía (gas y petróleo) y los productos alimenticios sin elaborar. Aparentemente puede tener poca importancia, pero en cambio en política monetaria es un factor muy importante, debido a que el precio tanto de la energía como de los productos alimenticios es muy volátil y muchas veces su subida o bajada no depende de la política monetaria sino, por ejemplo, como estamos viendo ahora, a un exceso de oferta o en el caso de los alimentos, puede estar debido a una gran cosecha.

Según esto, aunque la inflación subyacente es verdad que es superior a la inflación general, pero sigue estando por debajo del objetivo fijado por el BCE. Pero esto es debido a una multitud de factores, como por ejemplo, al que apuntan muchos economistas que sería el de una bajada del precio del petróleo en casi un cincuenta por ciento lo que provoca una corrección generalizada en los precios, no solo del precio del petróleo y el gas, sino en la mayoría de los productos, ya que cuesta menos producirlos (Cinco Días s.f.).

Como dice Nicholas Stern (economista jefe del banco mundial desde el año dos mil al dos mil tres) la causa de la deflación si importa. Con esto nos quiere decir que tampoco tenemos que obsesionarnos con una inflación al dos por ciento, ya que puede haber una serie de “factores” que hagan necesario una corrección de precios.

Gráfico 13: Evolución del precio del petróleo.

Fuente: EIA y elaboración propia.



7- ¿Pero sí es tan eficaz el QE porque no se aplicó con anterioridad?

En este apartado tenemos que hacer una diferencia en cuanto al ámbito político y al económico.

En el terreno político:

Es una gran pregunta que se podría estar haciendo todo el mundo que esté leyendo este trabajo. Ya que si es cierto que tiene tantas ventajas y no solo

estas están avaladas por dirigentes de la FED, sino que también están reconocidas por el FMI, que recordemos es el organismo internacional que se encarga al estudio del sistema económico del mundo para hacer posteriores recomendaciones²⁰ ¿por qué entonces no haberlo implementado hace tiempo como la FED o el Banco de Inglaterra?

Quizás sea este el punto más importante de nuestro estudio y tiene que ver con lo que realmente es Europa.

Europa, como vimos en el marco teórico, surgió a raíz del Tratado de la Unión Europea. Eran un conjunto de países en una misma región que ante la importancia cada vez mayor de EE.UU. y algunos países asiáticos decidieron crear un frente común, un lugar de libre comercio entre personas, capitales y mercancías. El problema vino con dicha unión, ya que cada país tenía una cultura, unas costumbres, unas tradiciones... como pasó en EE.UU. durante la colonización y el post-desarrollo, donde llegó gente de todos los lugares del mundo para asentarse en este “nuevo lugar” dando lugar a una gran diversidad de culturas, razas, religiones... Pero el problema actual de Europa, no es esa diversidad en cuanto a culturas, idiomas, historia... por lo menos en cuanto a terreno económico se refiere (sí que puede afectar a la hora de hacer política), sino que viene provocado por las diversas regulaciones que cada país miembro posee, tanto en el terreno fiscal, como en el mercado de trabajo, vivienda, agricultura, educación... dando lugar a una unión casi exclusivamente monetaria.

Como describió Raghuram Rajan, presidente del Banco Central Indio:

“El inicio de la crisis, vendría explicado por el desplome de la demanda a causa de la elevada deuda acumulada antes de la crisis. Los países que fueron más propensos a gastar, ahora no encuentran quién les financie, por lo que para reactivar el crecimiento económico deben ser otros países los que suplan ese gasto, por tanto aquellos países con superávit deben reducir sus excedentes, y aquellos gobiernos que todavía pueden acudir a los mercados deberán hacerlo aunque como consecuencia de ello aumenten aún más sus déficits. Mientras

²⁰ Además de tener otras funciones asignadas como se pueden ver en su página web <http://www.imf.org/external/about.htm>

los hogares que fueron ahorrativos deben ser disuadidos del ahorro a través de unos tipos de interés muy bajos” (Rajan 2013)

Esta descripción de la crisis no queda ahí, sino que hace en esta conferencia datada el 23 de junio de 2013, un análisis de lo que es el crecimiento económico occidental a lo largo del tiempo llegando a una fecha clave los gobiernos de Margaret Thatcher en Reino Unido y Ronald Reagan en EE.UU. Gobiernos que se caracterizaron por la desregularización de la economía, haciéndola más liberal frente el resto de Europa que camino hacia la unión como fuente de salvación de la economía que tuvo como característica indudable el abaratamiento de la condiciones de financiación, cosa que aprovecharon sobre todo los países que antes no gozaban de ella para endeudarse (los países de la periferia).

Este análisis que hace sobre la crisis de la eurozona es cierto, y no solo lo dice él sino Mario Draghi y otras diversas personalidades, como veremos más adelante.

Posiblemente y siguiendo este análisis haya un problema regulatorio, en el que el principal punto de unión sea la unión bancaria.

De ahí el problema del BCE, como vimos en el gráfico del PIB de la Eurozona en el que veíamos los diferentes crecimientos registrados en estos últimos ocho años, pudiendo entender la conocida frase sobre las dos velocidades de la Eurozona que tanto se habla en la prensa. Por un lado tenemos a países que están creciendo a ritmos muy elevados y otros en cambio tienen un crecimiento cercano al cero. Este problema lo ha resaltado hasta la sociedad Mario Draghi y lo volvió a repetir en su última rueda de prensa, “Con eso no se resolverán los problemas de elevado desempleo y abultado endeudamiento en muchos de los países europeos”. “Sin reformas Europa tiene un bajo crecimiento potencial, por debajo del 1% cuando en Estados Unidos es del 2%” (BCE s.f.).

Por eso se dice que uno de los principales motivos por el que la FED lo activó poco después de la crisis de Lehman mientras que Europa no lo ha hecho. Es

porque primero se deberían hacer las reformas de carácter estructural que están exigiendo tanto Draghi, como Lagarde (presidenta del FMI) e incluso Angela Merkel tanto en el terreno fiscal como sobre todo en el laboral, intentado hacer una reforma crear un mercado laboral menos rígido como el Alemán o el Danés y con ello tener una menor tasa de desempleados.

En el terreno económico

En cuanto al terreno económico, se dicen multitud de cosas, desde Blanchard que opina que el principal problema del BCE es que solo tiene un mandato que es la inflación, por lo que le impide responder adecuadamente a esta crisis²¹; hasta otros economistas como Lacalle, Juan Ramón Rallo o Raghuram Rajan, que tampoco estarían a favor de esta medida económica. Es curioso cómo una medida económica puede generar tanta controversia.

Voy a analizar los puntos más críticos sobre esta política adoptada por el banco central y que es lo que defienden tanto unos como otras posiciones.

La primera crítica que hacen los detractores de esta medida es en cuanto al tipo de demanda que estamos creando. Por un lado hemos entrado en parte en esta crisis económica por los bajos intereses que ha habido en estos últimos años como respuesta a las inseguridades del mercado tras la crisis de las puntocom. Consecuencia a aquello, por ejemplo en Estados Unidos, las instituciones financieras dieron crédito a las familias y empresas con un nivel alto nivel de riesgo para conseguir unos intereses “adecuados”. Por lo que estos economistas comentan que en cierto sentido es contradictorio, ya que si fomentamos que la inversión busque los activos no seguros como antaño en detrimento de lo seguro estaremos volviendo a las políticas pasadas. Por ejemplo, el aumento del valor de los bienes inmuebles en Alemania, una consecuencia que se apunta que la demanda de crédito está yendo hacia la inversión de capital frente a la inversión en economía productiva, como puede

21

http://economia.elpais.com/economia/2015/05/22/actualidad/1432293942_592159.html

ser la compra de la maquinaria. Esto viene explicado porque hay sectores económicos que son mucho más sensibles a estas bajadas de tipos de interés. También habría que comentar como las principales diferencias entre EEUU, Reino Unido y EU antes de la aplicación de sus QE. EEUU y Reino Unido tenían una deuda soberana que cotizaba a intereses mucho mayores que la Europea cuando se aplicó.

Otro punto que hay que comentar, es lo que califica el economista Juan Ramón Rallo como “ventaja competitiva artificial”, lo podríamos ejemplificar con el siguiente caso (Rallo, Juan Ramón Rallo Pagina Personal s.f.):

Si una empresa solicitó un préstamo y una institución financiera se lo concedió a un a un interés fijo del cinco por ciento durante un cierto número de años, va a tener ahora mismo una desventaja competitiva con respecto a sus rivales, ya que no solo se pueden financiar más barato, sino que encima pueden financiar proyectos mucho más inseguros que los de esta primera empresa. Por lo que este economista apunta a que “no sólo se financian proyectos empresariales más inseguros, sino que se concede una ventaja competitiva artificial a los proyectos más inseguros frente a los más seguros.”

Ante los anteriores razonamientos, los que están a favor del QE responden que nunca un aumento de liquidez bancario ha tenido que significar un aumento de crédito por parte de dicho sector. Es más estos años se han caracterizado por una falta de crédito a familias y empresas. Y hay que confiar que con estas nuevas reglas de regulación (Basilea III) se concederán créditos a gente aparentemente sea solvente. Así como como es una política “continuista” con las medidas que estaban tomando.

Otras de las críticas que recibe el QE es la sobrevaloración de los activos, ya que si bajan los tipos de interés mis activos presentes valen más y consecuentemente las proyecciones futuras sobre los ingresos también. Es según muchos economistas una de las causas principales de por qué la bolsa estadounidense se encuentre en máximos históricos (El Confidencial s.f.). A esto hay que sumarle, que como consecuencia de la revalorización de los

activos la capitalización bursátil de los bancos aumenta y como consecuencia de ello su aparente desapalancamiento también.

Sin embargo los defensores del QE, argumentan, que el objetivo último del QE es precisamente ese, el aumento de los precios de los activos en un momento en el que la inflación es muy baja. A parte que el QE es una medida más de la política monetaria expansiva que estarían llevando los Bancos centrales, por lo que sí que podrían ser los responsables de una parte de esa subida, pero todas las políticas monetarias hasta la actualidad han tenido en mente una política muy laxista con el tipo de interés.

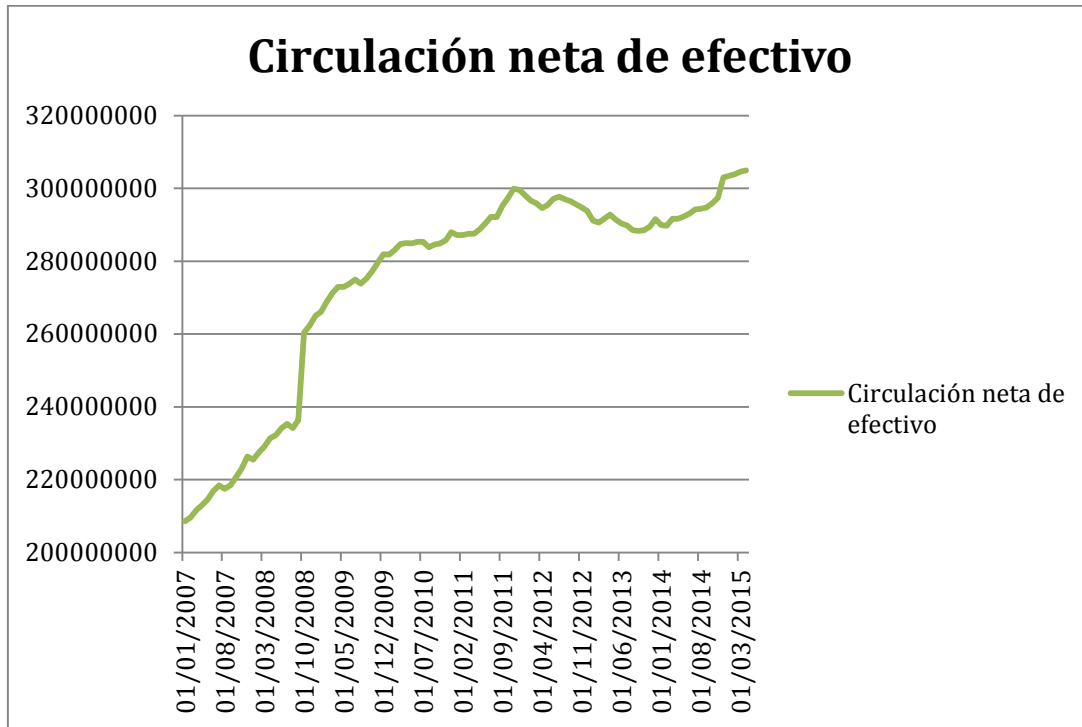
8- Efectos que ya ha tenido en la economía

Una de los mayores efectos ha sido la bajada en los intereses de la deuda de los estados de la OCDE a niveles mínimos, batiéndose en estos cuatro meses de año continuos mínimos históricos justo cuando la deuda de los países miembros nunca ha sido tan elevada ni en cantidad ni en porcentaje relativo al PIB. Incluso llevándose a una contradicción si es que se puede llamar así ya que países como Portugal con una calificación crediticia menor a la de otros países como EEUU se financian a menor coste.

Otra consecuencia directamente relacionada con el efecto de este programa es el efecto que ha tenido en el tipo de cambio en la Eurozona. Devaluándose el euro en más de un 40% frente al dólar (ABC s.f.).

Gráfico 14: Variaciones de la circulación neta de efectivo en la Eurozona.

Fuente: BCE y elaboración propia.



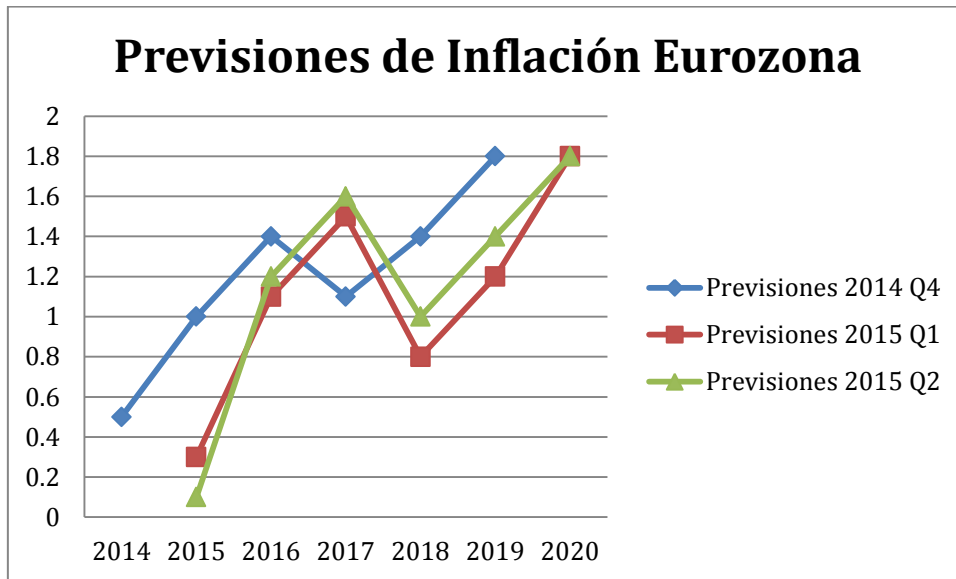
Los defensores del QE procesan que bien es cierto que son tiempos excepcionales donde la bajada de tipo de cambio, no es el objetivo del QE aunque sí que es una de sus consecuencias. Y también es cierto que ésta impulsa la economía debido a que hace los productos y servicios más competitivos para el resto de monedas.

Aunque siempre hay que destacar como ellos comentan que el objetivo principal del QE y sus efectos más notorios están en el precio de los activos y la economía nacional. También como se argumenta en este trabajo, fue decisivo para la competencia de EE.UU. ya que pudo poner su dólar a un nivel óptimo para competir con un Yen devaluado artificialmente (Wolf s.f.).

Aumento de la perspectiva de inflación, aunque muy ligeramente, con respecto a los dos cuatrimestres anteriores. Como se puede observar en el siguiente gráfico, hubo un descenso del último trimestre de 2014 en comparación con el primer trimestre de 2015, fecha donde se tomó la decisión de aprobar el QE europeo, y las previsiones de inflación para este trimestre son ligeramente superiores en el medio y largo plazo.

Gráfico 4: Variaciones de las perspectiva de inflación de la Eurozona (2015-20120).

Fuente: BCE y elaboración propia.



Es cierto que el QE tiene muchos riesgos, es una medida que hasta ahora no había sido utilizada de una manera tan “agresiva” pero como detalla Martin Wolf, sus efectos sobre valoración de activos están demostrados y es la continuación a las políticas monetarias que está poniendo de base el BCE. Y como él termina diciendo: “para tiempos no convencionales, se necesitan medidas que tampoco lo sean”

9- ¿Consecuencias del QE en otras regiones?

No es una pregunta en vano, ya que hay que pensar que los inversores internacionales van a perder parte de su rentabilidad, incluso van a tener una TIR²² negativa por dicha causa. Pero no es menos cierto, que tendrían más perdidas si realmente no se llegase a reactivar nunca la economía.

Pero no todo fueron consecuencias negativas, aunque Brasil protestó mucho sobre todo por el segundo QE de la FED ya que revalorizó su moneda un 14 % y fue con la retirada del QE3 cuando más sufrió.

²² Tasa interna de rentabilidad: instrumento utilizado para saber la rentabilidad efectiva de una inversión

Tampoco es menos cierto que el QE1 sobre todo los dos posteriores de la FED han tenido repercusiones en todo el mundo fundamentalmente en los conocidos como cinco países frágiles que son Turquía, Brasil, India, Indonesia y Sudáfrica... Donde la retirada de éste causó grandes presiones debido al elevado déficit de cuenta corriente que presentaban, además estaban en un momento de desaceleración en cuanto a crecimiento económico. Como afirma el FMI, nunca los países emergentes habían recibido tanta inversión extranjera, aunque este organismo también afirma que no se debió solo por las consecuencias del QE, sino por el rápido crecimiento que estaban registrando, así como la debilidad económica de otras partes del mundo (Subramanian 2014).

10- Estancamiento Secular

Otra teoría no menos cierta y que me parece relevante citar del porqué de la desaceleración económica y estos posibles niveles bajos de inflación se ha producido por un estancamiento secular de la economía. Esta teoría viene secundada por muchos economistas a la altura de Krugman, o Edward Balding. Esta nos viene explicar por qué la economía ha podido dejar de crecer principalmente debido a que los “impulsos” que tuvo en el pasado ya no los tiene. Y con esto se refiere principalmente a:

- 1- Factores demográficos: la población se ha estancado, incrementándose el nivel de vida.
- 2- Educación: se podría considerar que la revolución de la educación ya se ha producido, en el sentido de que la mayoría de la población esta escolarizada y tiene relativamente fácil el acceso a una universidad. Hecho que no pasaba en el siglo pasado
- 3- Existencia de tasas reales muy bajas e incluso negativas: pone de manifiesto la debilidad de la demanda
- 4- Caída de la Productividad Total de los Factores: esto quiere decir que ya no hay esas “revoluciones” con la creación de inventos nuevos como pudieron ser el transporte marítimo, el invento de la telefonía o internet.

Estos son algunos de los motivos por lo que argumentan que ya no podemos esperar periodos económicos como antaño con crecimientos del PIB del 2 ó 3%. (krugman, y otros 2014)

Conclusión

Desde el comienzo de la crisis en el año 2007, hemos visto como el BCE no ha dejado de actuar siempre por dos vías, por un lado aumentar la liquidez del mercado y por otro con la creación de una regulación financiera más estricta (Basilea III). Si tenemos que evaluar la gestión de dicho organismo en base a su único objetivo, tendríamos que decir que el BCE no ha actuado en consecuencia o sencillamente que no ha sido capaz de lograr su objetivo por la coyuntura económica en la que vivimos actualmente. Pero podría resultar injusto, ya que no es menos cierto que aunque el BCE tenga un único objetivo y que por lo tanto tendría que intentar ceñirse a él, tampoco es menos cierto que la situación económica que le ha tocado vivir ha sobrepasado muchos límites hasta ahora impensables.

Con este trabajo tenía como fin analizar las principales políticas monetarias del BCE y evaluarlas teniendo en cuenta su objetivo. Llego así a la conclusión, como decía Andrew Crockett “que la combinación de un sistema financiero liberalizado y una política monetaria basadas exclusivamente en términos de inflación, no es suficiente para garantizar la estabilidad financiera”. Esto no significa negar que la inflación sea a menudo una fuente de estabilidad financiera (Rajan 2013).

Por otro lado, es cierto que son los Bancos Centrales sobre los que ha estado recayendo la mayor parte del peso para que los países de la Eurozona salgan de la crisis, causa que ha provocado la implementación de unas políticas monetarias realmente agresivas que pueden dar lugar a futuros problemas económicos.

Bibliografía

- ABC. s.f. <http://www.abc.es/economia/20150311/abci-euro-dolar-201503111753.html>.
- Aranda, Jose Luis. «¿Qué fue Bretton Woods?» *El País*, 15 de Noviembre de 2008.
- Arslanalp , Serkan , y Tigran Poghosyan. «Foreign Investor Flows and Sovereign Bond Yields in Advanced Economies.» 2014.
- Banco de España. s.f. <http://www.bde.es/bde/es/utiles/glosario/glosarioGen/> (último acceso: 02 de Marzo de 2015).
- Banco de España. s.f. <http://www.bde.es/bde/es/secciones/sobreelbanco/funcion/Funciones.html> (último acceso: 12 de Abril de 2015).
- Banco de España. s.f. http://www.bde.es/bde/es/areas/polimone/instrumentos/Los_instrumento_12a60642abac821.html (último acceso: 11 de 5 de 2015).
- Bank of England. s.f. <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/pages/qe/default.aspx>.
- BCE. s.f. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.es.html.
- BCE. s.f. <https://www.ecb.europa.eu/press/html/index.en.html>.
- Cinco Días. s.f. http://cincodias.com/cincodias/2014/11/05/mercados/1415197621_385727.html.
- CUKIERMAN, ALEX. *The inflation bias revisited: theory and some international evidence*. 2003.
- El Confidencial* . s.f. http://www.elconfidencial.com/mercados/2013-11-20/la-reserva-federal-auspicio-la-mejor-racha-del-dow-jones-desde-la-burbuja-puntocom_55998/.
- EL Economista*. s.f. <http://www.economista.es/mercados-cotizaciones/noticias/6612514/04/15/El-Banco-de-Japon-dice-que-la-inflacion-es-del-0-por-la-caida-del-crudo.html#.Kku85TWX0FD2oLY>.
- «El Tratado de Maastricht.» Tratado, 1992.

Expansión. s.f.

<http://www.expansion.com/agencia/efe/2015/05/20/20751621.html>

(último acceso: 20 de Mayo de 2015).

Expansión. 11 de 06 de 2012.

<http://www.expansion.com/2012/06/11/mercados/1339395189.html>.

Expansión. s.f. <http://www.expansion.com/diccionario-economico/reserva-federal.html>.

Financial Times. 5 de 10 de 2014. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/22011490-4a30-11e4-8de3-00144feab7de.html#axzz3c9YprXO0>.

FMI. «UNCONVENTIONAL MONETARY POLICIES-RECENT.» s.f.

Giannone, Domenico, Michele Lenza, Huw Pill, y Lucrecia Reichlin. *Non-standard monetary policy measures and monetary developments*. 2001.

González-Páramo, José Manuel. «Estrategias económicas de salida de la crisis.» Madrid, 2010.

Goodhart, Charles. «What Weight Should be Given to Asset Prices in the Measurement of Inflation?» 1998.

M. Engen, Eric, Thomas T. Laubach, y David Reifschneider. «The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Unconventional Monetary Policies.» 2015.

Miguel, Bernardo de. *Cinco Días*. 13 de Enero de 2010.

http://cincodias.com/cincodias/2010/01/13/economia/1263365787_850215.html (último acceso: 2 de Junio de 2015).

Official website of the European Union. s.f.

http://europa.eu/legislation_summaries/economic_and_monetary_affairs/introducing_euro_practical_aspects/l25007_es.htm (último acceso: 18 de Febrero de 2015).

Papademos, Lucas. «Asymmetries in Trade and Currency Arrangements in the 21st Century.» Fráncfort del Meno, 29 de julio 2004.

Peñalosa, Eloísa Ortega y Juan. *CLAVES DE LA CRISIS ECONÓMICA Y RETOS PARA CRECER EN LA UEM*. Documentos Ocasionales N^a 1201, Banco de España, 2012.

«Política Monetaria.» Banco de España, 2001.

Rajan, Raghuram. «A step in the dark: unconventional monetary policy after the crisis.» 2013.

- Rallo, Juan Ramón. *Juan Ramón Rallo Pagina Personal*. s.f.
<http://juanramonrallo.com/2015/01/que-es-y-que-efectos-tiene-un-quantitative-easing/>.
- Rallo, Juan Ramón, Ángel Martín Oro, y Adrià Pérez Martí. «Del espejismo de los estímulos a la falsa autoridad pública: la política fiscal de la Gran Recesión.» 2012.
- REY, LUIS CÁRDENAS DEL. «ANÁLISIS DE LA GESTIÓN MONETARIA DEL BCE DESDE UN ENFOQUE ENDÓGENO.» 2014.
- RTVE. 09 de 03 de 2012. <http://www.rtve.es/noticias/20120309/grecia-logra-cerrar-quita-deuda-mas-100000-millones/505888.shtml>.
- Sanchez-Quiñones, Jesús. «Vuelta a la normalidad.» 2015.
- Subramanian, Arvind. «International Impacts of the Federal Reserve's Quantitative Easing Program.» 2014.
- «Una Europa, una moneda. El camino al euro.» Comisión Europea, s.f.
- Viñals, José. «La política monetaria en la zona euro: retrospectiva y perspectiva.» Barcelona, 15 de Mayo 2001.
- Wolf, Martin. *Financial Times*. s.f. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/22011490-4a30-11e4-8de3-00144feab7de.html#axzz3c9YprXO0>.

Anexos:

Gráfico 4: Evolución del IPC de los países miembros de la Eurozona.

Fuente: BCE y elaboración propia

