



**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y  
EMPRESARIALES  
(ICADE)**

**EFFECTOS DE LAS POLÍTICAS MONETARIAS IMPLEMENTADAS POR EL  
BANCO CENTRAL EUROPEO DURANTE LA GRAN RECESIÓN**

Autora: María Perera Muñoz

Director: Gonzalo Gómez Bengoechea

Madrid  
25-03-15

**EFFECTOS DE LAS POLÍTICAS MONETARIAS IMPLEMENTADAS POR EL BANCO  
CENTRAL EUROPEO DURANTE LA GRAN RECESIÓN**

María  
Perera  
Muñoz



## CONTENIDO

ÍNDICE DE TABLAS .....	4
ÍNDICE DE ACRÓNIMOS.....	5
1. Introducción .....	6
1.1. Aproximación al trabajo de investigación .....	6
1.2. Metodología .....	7
1.3. Estado de la cuestión .....	8
2. Definición y evolución histórica de la política monetaria .....	9
3. Instrumentos principales y mecanismos de transmisión .....	11
3.1. La intervención sobre el coeficiente legal de reservas. ....	11
3.2. Operaciones de mercado abierto y nuevas tendencias de política monetaria .....	15
4. EL Banco Central Europeo .....	22
4.1. Estructura y marco de actuación de la política monetaria en la Eurozona .....	22
4.2. Situación de la eurozona durante el periodo de la gran recesión .....	23
4.2.1 Situación previa a la gran recesión en la Eurozona .....	23
4.2.2 Situación durante la gran recesión en la Eurozona .....	29
4.3. Políticas monetarias implementadas por el BCE durante la gran recesión .....	37
4.3.1 Intervención del BCE sobre los tipos desde 2007 hasta la actualidad .....	37
4.3.2 Evolución sobre la intervención en los tipos de interés la zona euro .....	38
4.3.3 Políticas monetarias no convencionales .....	42
4.4. Posibles efectos desencadenados.....	50
4.4.1 Política monetaria en EEUU, Japón y Reino Unido.....	50
4.4.2 Efectos esperados en la eurozona.....	51
5. Futuros retos y recomendaciones.....	54
6. Conclusiones.....	55
ANEXOS .....	56
Bibliografía .....	61

## ÍNDICE DE TABLAS

Ilustración 1: Mecanismo de transmisión de las modificaciones de los tipos de interés .....	12
Ilustración 2: Porcentaje de crecimiento del PIB Japonés .....	16
Ilustración 3: Evolución tipos de interés oficiales del BOJ 1990-2000 .....	17
Ilustración 4: Porcentaje de Inflación anual de Japón (1990-2000).....	17
Ilustración 5: Porcentaje de inflación anual de Japón 2000-2010 .....	18
Ilustración 6: Porcentaje de Pib Japonés 2000-2010 .....	19
Ilustración 7: Porcentaje de crecimiento medio del PIB en la eurozona 2000-2007 .....	24
Ilustración 8: Porcentaje de Inflación media de la eurozona 2000-2007 .....	25
Ilustración 9: Porcentaje de saldo medio fiscal de la eurozona 2000-2007 .....	25
Ilustración 10: Saldo de Cuenta Corriente medio de la eurozona 2000-2007 .....	26
Ilustración 11: Porcentaje de paro medio en la eurozona 2000-2007 .....	27
Ilustración 12: Porcentaje de crecimiento medio de Francia, Alemania, Irlanda, España y Grecia 2000-2007 .....	27
Ilustración 13: Porcentaje de inflación media 2000-2007 .....	28
Ilustración 14: Porcentaje de crecimiento del PIB en la eurozona 2008-2014 .....	29
Ilustración 15: Porcentaje de inflación media en la eurozona 2008-2014 .....	30
Ilustración 16: Saldo fiscal de la eurozona 2008-2014.....	31
Ilustración 17: Saldo Cuenta corriente media de la eurozona 2008-2014.....	31
Ilustración 18: Porcentaje de paro medio en la eurozona 2008-2014.....	32
Ilustración 19: Porcentaje de crecimiento medio de España, Francia, Alemania, Grecia e Irlanda .	33
Ilustración 20: Porcentaje de inflación media de España, Francia, Alemania, Grecia e Irlanda .....	33
Ilustración 21: Evolución sobre los tipos de interés de las OPF 2007-2015.....	38
Ilustración 22: Porcentaje de crecimiento medio del PIB y evolución de los tipos de interés de las OPF 2007-2015 .....	39
Ilustración 23: Evolución sobre los tipos aplicables a facilidades marginales de crédito 2007-2015	40
Ilustración 24: Evolución sobre los tipos de interés aplicables a facilidades marginales de depósitos 2007-2015 .....	41

## ÍNDICE DE ACRÓNIMOS

BCE: Banco Central Europeo

BDE: Banco de España

BOE: Bank of England

BOJ: Banco Oficial de Japón

FED: Federal Reserve

FMI: Fondo Monetario Internacional

LTRO: Long Term Financial Operations

MRO: Main Refinancing Operations

OMT: Outright Monetary Transactions

QE: Quantitative Easing

TLTRO: Targeted Longer-term Refinancing operations

## 1. Introducción

### 1.1. Aproximación al trabajo de investigación

Tras el estallido de la gran recesión en 2007, el Banco Central Europeo ha tenido que intervenir de manera drástica e inmediata en las economías y llevar a cabo un proceso de conciliación y armonización de políticas monetarias que resultara favorable y eficaz para todos los miembros de la zona euro. (BCE, 2011).

Sin embargo, a través de sus reiteradas políticas monetarias convencionales, el BCE, no ha conseguido acabar con este difícil escenario que aún amenaza con presiones deflacionistas y niveles de crecimiento negativos en la eurozona. Por esta razón, dicha institución ha iniciado la implementación de instrumentos no convencionales previamente utilizados en otras economías. Aún, se desconoce la repercusión que pudieran tener estas nuevas políticas monetarias en la eurozona. (BCE, 2014).

Si bien es cierto que en EEUU, Japón e Inglaterra, los instrumentos no convencionales han supuesto un factor determinante en su recuperación económica, en la eurozona, la repercusión de dichos instrumentos puede no resultar tan inmediata ni efectiva debido a la gran divergencia entre los estados miembros, a su elevado endeudamiento gubernamental y a la aún latente necesidad de creación de crédito y reactivación de las economías.

La razón de ser de este trabajo corresponde a la estimación de los posibles efectos que las políticas monetarias implementadas por el BCE hayan desencadenado, y las posibles repercusiones futuras que las nuevas tendencias no convencionales puedan desencadenar en la zona Euro.

Como ilustrará posteriormente esta investigación, la repercusión de la estabilidad de precios sobre el crecimiento económico sostenible, unido a la diversidad existente entre los 19 países de la eurozona, reflejan la dependencia de los países miembros en el BCE como única institución con capacidad de incidir en la oferta monetaria para la consecución de precios estables y, por tanto, la superación de la crisis.

Es por ello importante, estimar qué repercusión tendrán las actuales políticas monetarias del BCE en la eurozona, y cómo podrá dicha institución responder a los distintos retos que puedan presentarse sobre las decisiones futuras de carácter monetario.

## 1.2. Metodología

Para el desarrollo de mi investigación, comenzaré explicando desde un punto de vista teórico, en qué consisten las políticas monetarias y cómo han evolucionado a lo largo de la historia. Para ello, la base teórica estará fundamentada en la interpretación de distintas teorías desarrolladas por economistas tales como Milton Friedman (1956), Fritz Machlup (1945), John Williams (1945) y Arthur Smithies (1948).

Posteriormente, procederé, también desde un punto de vista teórico, a explicar los distintos instrumentos monetarios. Para ello, este epígrafe se dividirá en dos secciones. La primera hará referencia a los instrumentos monetarios ordinarios y la segunda, hará referencia a las nuevas tendencias de política monetaria no convencionales. En este epígrafe, será imprescindible la información proporcionada por los principales bancos centrales del mundo que a través de sus publicaciones comunican los instrumentos monetarios utilizados, y las condiciones de su utilización. Entre los principales bancos centrales, acudiré especialmente a la información proporcionada por la Reserva Federal, por el Banco Central Europeo y el Banco de Japón.

A continuación, a través del análisis de algunas variables macroeconómicas, analizaré cómo se encontraba la eurozona durante el periodo previo y posterior al estallido de la gran crisis económica y de esta manera, podré explicar los diferentes instrumentos monetarios utilizados por el BCE y los motivos de utilización de dichos instrumentos. Para la obtención de los distintos datos macroeconómicos que ilustran la situación de la eurozona, recurriré a la información publicada por la base de datos del Fondo Monetario Internacional y el Banco Central Europeo.

Una vez descrita la situación de la eurozona, describiré las políticas monetarias implementadas por el BCE durante la gran recesión. Utilizaré para ello las publicaciones que el Banco Central realiza con periodicidad mensual y en las cuales publica las medidas adoptadas.

Una vez descritas las distintas políticas monetarias, describiré los posibles efectos desencadenados a raíz de dichas políticas apoyándome en antecedentes históricos. Haré especial referencia a la Reserva Federal, el Banco Central de Reino Unido y el Banco Oficial de Japón para la estimación de dichos efectos.

Por último, realizaré una breve descripción de posibles retos y recomendaciones a considerar para la implementación de políticas monetarias futuras. Para ello, me centraré en algunas publicaciones y artículos periodísticos de ámbito económico pertenecientes a revistas como The Economist o Financial Times o autores como Olivier Blanchard (2010), Giovanni Dell’Ariccia (2010) y Paolo Mauro (2010).

### 1.3.Estado de la cuestión

La política monetaria ha ido evolucionando ante los distintos escenarios económicos a los que se ha tenido que enfrentar a lo largo de la historia.

Desde el inicio de la gran recesión en 2007, como consecuencia de las inefectivas políticas monetarias convencionales (The Economic Journal, 2012), los principales bancos mundiales impulsaron el desarrollo y la utilización de nuevos instrumentos monetarios no convencionales como posible solución a la desaceleración económica y el desestabilización de los precios. Las inyecciones de liquidez a través del método *quantitative easing* ha sido uno de los elementos que ha favorecido la recuperación de países tales como de EEUU, Japón e Inglaterra (BCE, 2011).

La reiterada utilización de este instrumento en los principales bancos centrales del mundo ha permitido identificar fácilmente los efectos desencadenados y las posibles repercusiones futuras de estas iniciativas en la economía. Además, ha facilitado el establecimiento de posibles estrategias de salida a estas políticas monetarias. (Olivier Blanchard, Giovanni Dell’Ariccia y Paolo Mauro, 2010).

No obstante, la incorporación del Banco Central Europeo ha resultado ser posterior al resto de bancos centrales. Por esta razón, aún se desconoce las posibles consecuencias que dichas medidas puedan desencadenar en la eurozona y cómo evolucionarán los países integrantes ante estas nuevas alternativas de política monetaria.

## 2. Definición y evolución histórica de la política monetaria

Toda política monetaria se define como la modificación de la oferta monetaria de una economía por parte de los bancos centrales.

Los agentes de actuación monetaria, los bancos centrales de todo el mundo, actúan modificando la oferta monetaria. Son éstos los emisores de billetes y proveedores de reservas bancarias que influyen de manera directa en las condiciones del mercado y el control de los tipos de interés a corto plazo. Esta intervención supone un aumento o reducción de la cantidad de dinero en circulación en función de si se trata de una política expansiva o restrictiva. (BCE, 2011)

Las diversas situaciones económicas sucedidas a lo largo de la historia, ante las cuales los Bancos centrales han tenido que enfrentarse, han desencadenado la evolución y gran dependencia de las políticas monetarias como instrumento de control y estabilidad sobre el mercado del dinero. En la actualidad, resulta imprescindible la actuación de los bancos centrales, que a través de distintos instrumentos, inciden en las economías. (BCE, 2011).

No obstante, si bien es cierto que actualmente el papel de los bancos centrales en la economía resulta indispensable, su importancia y grado de repercusión ha ido evolucionando en el tiempo. Como claro ejemplo de dicha evolución, se puede hacer referencia a la gran depresión de 1929. A comienzos de la década de los 20, el periodo de aparente y gozosa estabilidad económica se atribuía a las “efectivas” políticas monetarias implementadas por la recién nacida (1913) Reserva Federal. Sin embargo, tras el estallido de la gran depresión, este pensamiento se trasladó rápidamente al polo opuesto. La política monetaria pasó a considerarse un ineficaz instrumento, incapaz de detener la gran depresión que EEUU atravesaba en los años 30 fomentando así el impulso de políticas no monetarias como medidas alternativas. (Milton Friedman, 1956).

Como consecuencia de esta disparidad de opiniones ante la relevancia de las políticas monetarias, cabe la posibilidad de encontrar percepciones del mercado del dinero y de las políticas monetarias muy dispares.

Por un lado, cabe la posibilidad de encontrar interpretaciones del mercado del dinero cómo instrumento inútil e innecesario, como la que nos brindaba el economista y filósofo británico, John Stuart Mill en 1948;

“No puede haber nada más intrínsecamente insignificante, en la economía social, que el dinero, excepto en su carácter de un artificio para ahorrar tiempo y trabajo. No es más que una máquina para hacer con rapidez y comodidad lo que a falta de ella se haría con mayor lentitud e incomodidad: y como muchas otras clases de maquinaria, su influencia sólo es perceptible cuando se descompone.” (Milton Friedman, 1956).

Por otro lado, también cabe la posibilidad de encontrar interpretaciones completamente opuestas que consideran al dinero como uno de los elementos imprescindibles para el desarrollo y la estabilidad de las economías como exponía el economista Milton Friedman;

“En verdad, el dinero es una máquina pero es una máquina extraordinariamente eficiente. Sin ella, no hubiéramos podido alcanzar el sorprendente crecimiento en producción y en nivel de vida que hemos experimentado en los dos últimos siglos, al igual que no hubiéramos podido hacerlo sin esas otras maravillosas máquinas que llenan nuestro campo y nos permiten, casi siempre, simplemente hacer de una manera más eficiente lo que podría hacerse sin ellas, a un costo de mano de obra mucho más alto.” (Milton Friedman, 1956).

En la actualidad, a pesar de la gran divergencia histórica de opiniones acerca de la eficacia y relevancia de la política monetaria, resulta evidente la importancia del mercado del dinero y la necesidad de intervención de los bancos centrales para la consecución de un crecimiento económico sostenible. Su intervención en los mercados desencadena el denominado mecanismo de transmisión, el cual enuncia los distintos efectos generados ante una modificación sobre la oferta monetaria por parte de los bancos centrales. No obstante, dicho mecanismo de transmisión puede ser ocasionado a través de la utilización de distintos instrumentos monetarios.

### 3. Instrumentos principales y mecanismos de transmisión

A continuación, se procederá a la explicación de los distintos instrumentos mediante los cuales, dichas instituciones financieras intervienen modificando la oferta monetaria.

#### 3.1. La intervención sobre el coeficiente legal de reservas.

A través del cual, los bancos comerciales controlan la proporción de depósitos que deben mantener como reserva legal para atender a la posible demanda de efectivo. Si los Bancos Centrales exigieran a los Bancos comerciales un nivel de reservas superior, el nivel de liquidez en circulación del mercado disminuiría, mientras que ante un coeficiente menor ocurriría lo contrario. En el caso de las entidades financieras del Eurosistema, el mínimo legal de reservas exigido es aplicado a todas las entidades de crédito de la zona euro, con el objetivo de estabilizar los tipos de interés del mercado monetario. (BCE, 2011)

2. Las facilidades permanentes. Consiste en la oferta de créditos o imposición de depósitos a plazos muy reducidos por parte de los bancos centrales nacionales a las entidades financieras. Existen dos tipos de facilidades permanentes.

- La facilidad marginal de crédito; consiste en la obtención de un crédito concedido por los bancos centrales (siempre que los bancos comerciales dispongan de activos de garantía suficientes), que ha de ser devuelto en el plazo de un día, a un tipo de interés ligeramente superior al vigente en los mercados monetarios. El tipo de interés establecido hace referencia al coste que asumen los bancos comerciales cuando los bancos centrales conceden préstamos a éstos y así pueden hacer frente a sus necesidades temporales de reservas. Si los bancos centrales exigieran tasas superiores, reflejarían una menor predisposición al aumento de la oferta monetaria, ya que exigirían pagos superiores para la concesión de préstamos. (BCE, 2014).
- La Facilidad de depósito. A través de éstas, las entidades podrán efectuar depósitos a un día, que serán remuneradas a un tipo de interés determinado, el cual, suele ser ligeramente inferior al vigente en los mercados. (BCE, 2014).

3. los métodos cualitativos. Consiste en efectuar una serie de medidas que inciden de manera indirecta en la cantidad de oferta monetaria circulante en una economía. Algunos de estos son:

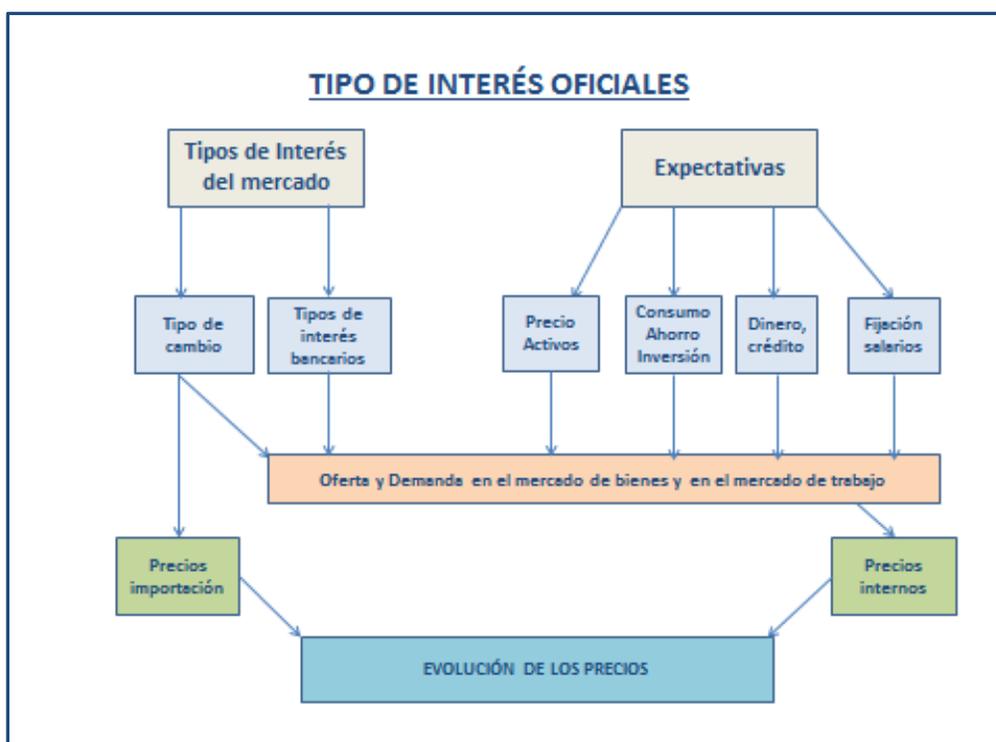
- Los controles directos sobre el crédito al consumo o los créditos hipotecarios.
- El “Efecto anuncio” las expectativas empresariales y el comportamiento de los operadores en los mercados ante las publicaciones de los bancos centrales.
- La Acción directa. Toda sanción, advertencia o intervención por parte de los bancos centrales, a entidades bancarias que sobrepasen los límites establecidos por las autoridades bancarias. (BCE, 2011).

#### 4. La modificación sobre los tipos de interés oficiales.

Además de los métodos de intervención previamente explicados, resulta imperativo hacer referencia a éste, cómo uno de los instrumentos de política monetaria más utilizado como medida de control sobre la oferta monetaria, debido al mecanismo de transmisión que este desencadena.

El mecanismo de transmisión tiene su origen en la modificación del tipo de interés oficial que fijan los bancos centrales para sus propias operaciones de financiación con las entidades de crédito. De esta manera, los bancos comerciales pueden hacer frente a las demandas de efectivo, compensar saldos interbancarios y cumplir con las exigencias de reservas mínimas haciendo frente al precio que los bancos centrales establecen por la adquisición de las cuantías de dinero (el tipo de interés). (BCE, 2011). Sin embargo, como se observa en el GRÁFICO 1, la intervención por parte de los bancos centrales sobre el precio de liquidez afectará de manera diferente en numerosas variables del mercado, resultando en última instancia en una modificación sobre la estabilidad de los precios.

**GRÁFICO 1**



**Ilustración 1: Mecanismo de transmisión de las modificaciones de los tipos de interés**

Elaboración propia en base a Banco Central Europeo, Economic Outlook.

- Uno de los efectos que la modificación de los tipos de interés oficiales desencadena consiste en su incidencia sobre las decisiones de gasto, ahorro e inversión. Si se tratara de

un aumento de los tipos, se esperaría cierta reticencia por parte de los hogares y las empresas a endeudarse para consumir o invertir, prefiriendo la alternativa del ahorro, ya que su rentabilidad sería mayor, y de esta forma, la relación entre la oferta y demanda sufriría alteraciones. Esta alteración, se traduciría a su vez en variaciones en el mercado de trabajo y de productos, afectando sobre el establecimiento de salarios y precio de los productos respectivamente.

- Dicha modificación, también repercutirá sobre otras variables financieras:
  - Su influencia sobre los tipos de cambio que, dependiendo de si se tratara de bienes importados que forman parte de la cesta de consumo, podrían a su vez incidir directamente sobre la inflación.
  - Sobre la capitalización bursátil y las decisiones de consumo del sector privado.
  - Sobre la oferta del crédito. Una subida en los tipos de interés podría suponer la incapacidad de compañías y particulares de hacer frente a su endeudamiento y una reducción del valor de los activos empresariales de garantía, lo que conduciría a las entidades financieras a interrumpir su concesión de créditos y reduciría la capacidad de endeudamiento de las entidades.

Debido a este largo canal de causas y efectos desencadenados por la simple modificación de los tipos de interés oficiales, surge el denominado canal de riesgos. Este canal hace referencia a cómo éste instrumento monetario repercute en los distintos agentes de la economía, provocando una mayor asunción de riesgos, que dichos agentes intentan transferir entre ellos. Como claro ejemplo, se puede hacer referencia al aumento de coste de concesión de créditos por parte de los bancos comerciales, ante un aumento de los tipos de interés.

También, es importante hacer hincapié en la necesidad del buen funcionamiento del mecanismo de transmisión para que la política monetaria resulte verdaderamente efectiva y alcance los objetivos de su implementación. Es por esto que los bancos centrales y su intervención monetaria han de poseer un carácter prospectivo y preventivo que le permita determinar la orientación de las políticas, para su repercusión futura en los mercados. Aunque como ya se mencionó anteriormente, resulta difícil identificar los efectos efectivamente causados por las políticas monetarias debido a la existencia de distintos factores que también condicionan y perturban la evolución económica. Un claro ejemplo es la variación del precio de las materias primas que también desencadena cierta volatilidad en las tasas de inflación. (FMI, 2012).

Tradicionalmente, la bajada de tipos de interés ha sido siempre considerada la medida con mayor grado de incidencia y repercusión a medio-largo plazo sobre las economías. Sin embargo, la latente necesidad de reactivación de las economías y la escasez de consumo, inversión y créditos, han provocado el impulso de nuevas tendencias de política monetaria.

A continuación procederé a explicar del quinto instrumento de política monetaria y al nacimiento de una nueva tendencia monetaria integrante de esta quinta categoría, cuyo origen reside en el Banco Oficial de Japón durante la última década del siglo XX.

### 3.2. Operaciones de mercado abierto y nuevas tendencias de política monetaria

El quinto instrumento consiste en las operaciones de mercado abierto. Se trata de un mecanismo basado en operaciones de compra-venta en los mercados por parte de los bancos centrales. A través de este sistema, los bancos centrales pueden controlar los tipos de interés y gestionar la liquidez del mercado además de señalar la orientación de la política monetaria.

Es importante aclarar, que dichas operaciones son siempre iniciadas por los bancos centrales, es decir, son éstos los responsables de escoger el instrumento a utilizar y las condiciones para su ejecución. Dentro de los diferentes métodos de implementación de dicha política, cabe mencionar los siguientes tipos;

1. Las operaciones temporales de mercado abierto.
  - Las cesiones temporales; consisten en la compra o venta de activos de garantía mediante cesiones temporales. En el caso de que se tratara de una compra, esta conllevaría la obligación de venta posterior, y en el caso de que se tratara de una venta, sucedería lo contrario. De esta forma, el interés de la operación vendrá dado por la diferencia entre el precio de compra y venta de dichos activos.
  - Las operaciones de crédito, a través de las cuales se utilizan los activos de las cesiones temporales como garantía.
2. Las operaciones simples: la emisión de certificados de deuda, swaps de divisas y la captación de depósitos a plazo fijo.
3. Método de *Quantitative Easing*. Se trata de una política monetaria fundamentada en la adquisición por parte de los bancos centrales de deuda pública en manos de instituciones financieras privadas. (BCE, 2014)

Este método representa una de las principales alternativas a la que los bancos centrales han acudido recientemente para enfrentarse al periodo de la gran recesión. Se trata de una medida utilizada ante tipos de interés cercanos a cero y peligro de deflación. (The Economic Journal, 2012).

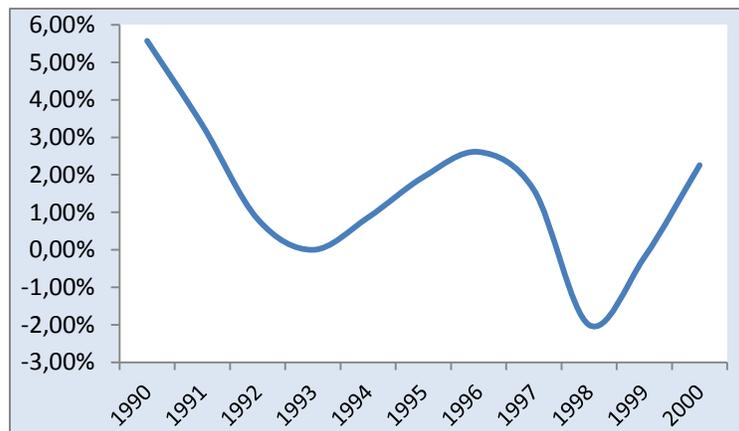
No obstante, a pesar de su tan reciente utilización, esta medida tuvo su origen en el Banco Oficial de Japón en 2001.

Desde comienzos de la década de los 90, Japón experimentó una prolongada depresión económica desencadenada en el estallido de la burbuja financiera en el año 1990. La caída de la bolsa japonesa (Nikkei) y el valor del suelo provocaron la pérdida de solvencia por parte de los bancos ya que sus préstamos se encontraban, en su mayoría, garantizados por inmuebles, acciones y terrenos cuyo valor había caído convirtiéndose en préstamos incobrables. Como consecuencia, se desató una gran crisis financiera que provocó la quiebra de numerosas instituciones financieras.

Según enuncia el Deposit Insurance Corporation of Japan, desde 1992 hasta 2002 sucedió la quiebra de 172 bancos japoneses, de los cuales, 150 quebraron durante el periodo más agudo de la crisis financiera que corresponde al periodo entre los años 1998 y 2002. (Akifumi Nakao, Yuichi Koshiba y Takashi Baba, 2001).

Como se puede observar en el GRÁFICO 2, la economía japonesa pasó de registrar un crecimiento económico de aproximadamente el 6%, como ocurría en 1990, a registrar incluso un decrecimiento del 2% en los años 1998 y 1999. (FMI, 2001).

## GRÁFICO 2



**Ilustración 2: Porcentaje de crecimiento del PIB Japonés**

Elaboración propia. En base a Fondo Monetario Internacional: World Economic Outlook

Si bien es cierto que desde 1990 hasta 1993 la economía nipona decrecía de manera drástica, la intervención del BOJ a través de políticas monetarias, a pesar de resultar tardía, supuso un periodo de cierta recuperación.

Cómo ilustra el GRÁFICO 2, durante el intervalo de tiempo entre 1993-1997 Japón consigue alcanzar un 2,5% de crecimiento sobre el PIB ya que en este mismo periodo, el BOJ decide implementar reiteradas políticas expansivas a través de la reducción de los tipos de interés oficiales que pasaron de un 6% en 1990, a un 0,7% en 1995 (representado en el GRÁFICO 3).

No obstante, factores como el incremento de la morosidad, la caída del valor de las garantías y el endurecimiento de las medidas de control del riesgo y solvencia provocaron una menor disposición a conceder préstamos por parte de los bancos y en consecuencia, una contracción del crédito y pérdida de efectividad del mecanismo de transmisión de la política monetaria. (Akifumi Nakao, Yuichi Koshiba y Takashi Baba, 2001).

### GRÁFICO 3

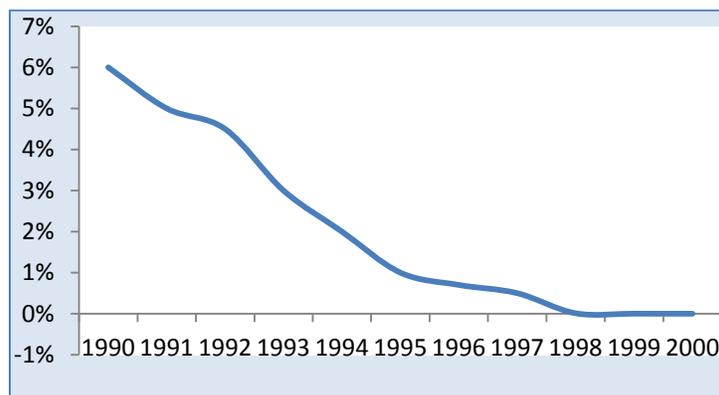


Ilustración 3: Evolución tipos de interés oficiales del BOJ 1990-2000

Elaboración propia. En base a Economic Planning Agency (Japan) y Banco de Japón

El BOJ continuó actuando sobre los tipos de interés que, como ilustra el GRÁFICO 3, se situaban en valores extremadamente cercanos a cero. No obstante, debido a su pérdida de efectividad, no consiguieron evitar la llegada de periodos de crecimiento negativo, como refleja el gráfico 1 durante el intervalo de 1998-2000.

Por otro lado, a través del GRÁFICO 4 se aprecia la evolución de la inflación japonesa que refleja cómo el periodo de crecimiento negativo iniciado en 1998-1999 coincide con el inicio de un periodo deflacionista, registrando niveles de -0,5% y -1% de inflación durante los años 1999 y 2000 respectivamente.

### GRÁFICO 4

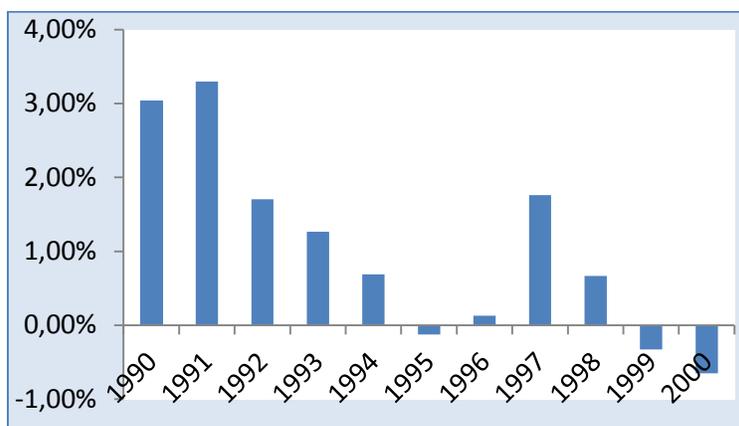


Ilustración 4: Porcentaje de Inflación anual de Japón (1990-2000)

Elaboración propia. En base a Fondo Monetario Internacional: World Economic Outlook

Además, conviene añadir el plan expansionista fiscal que el gobierno puso en marcha y que provocó la transformación del saldo presupuestario japonés positivo del 2,9% en 1990, a un déficit fiscal del 6,4% en 2002, cuya deuda pública llegó a representar alrededor del 160% del PIB en 2004. (Akifumi Nakao, Yuichi Koshiba y Takashi Baba, 2001).

Debido a esta pérdida de efectividad de la política monetaria y a la urgente necesidad de saneamiento del sistema financiero y fiscal, el BOJ consideró la posibilidad de intervenir a través de otro instrumento monetario alternativo que permitiera incidir y repercutir de manera considerable en el mercado. Y fue entonces cuando el Banco de Japón puso en juego un nuevo instrumento en el mercado monetario; el método de *Quantitative Easing*. El principal objetivo de éste mecanismo consistía en proveer una mayor liquidez a la economía nipona y así reactivarla para generar inflación o al menos combatir la deflación que a partir de 1999 comenzaba a crecer como ilustra el GRÁFICO 4.

El BOJ, en tan sólo cuatro años, llevó a cabo una ampliación de su cuenta corriente incrementándola siete veces sobre su tamaño original, partiendo de 5 trillones de yenes en 2001, hasta alcanzar 35 trillones en 2004. (Akifumi Nakao, Yuichi Koshiba y Takashi Baba, 2001).

Sin embargo, esta fuerte expansión del balance del Banco de Japón no resultó desencadenar los efectos esperados, ya que a más liquidez insertada en el sistema, menor oferta de créditos. El sistema bancario se encontraba en una situación de apalancamiento y morosidad extrema, de manera que los bancos privados optaron por invertir toda la liquidez facilitada por el BOJ en inversiones seguras como los bonos públicos y de esta forma, poder cumplir los altos coeficientes de solvencia exigidos por el gobierno. (Akifumi Nakao, Yuichi Koshiba y Takashi Baba, 2001).

#### GRÁFICO 5

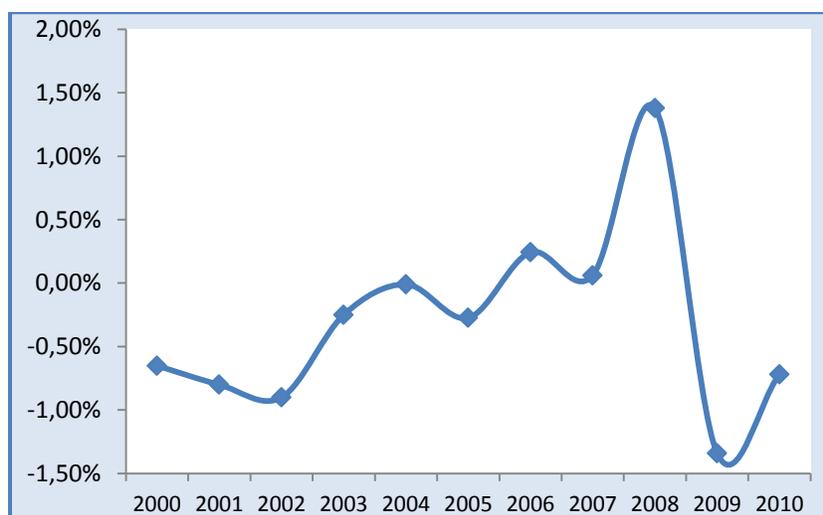


Ilustración 5: Porcentaje de inflación anual de Japón 2000-2010

Elaboración propia. En base a Fondo Monetario Internacional: World Economic Outlook

En el GRÁFICO 5 se observa la evolución de los niveles de inflación japonesa durante el periodo de 2000-2010. Hasta 2004, el país continuaba registrando niveles deflacionistas alcanzando hasta un nivel de -1% en 2002. Sin embargo, durante el intervalo de 2004-2008, el país consiguió superar la deflación y registrar niveles de crecimiento 3 veces superiores al periodo de 2000-2004 reflejado en el GRAFICO 6.

#### GRÁFICO 6

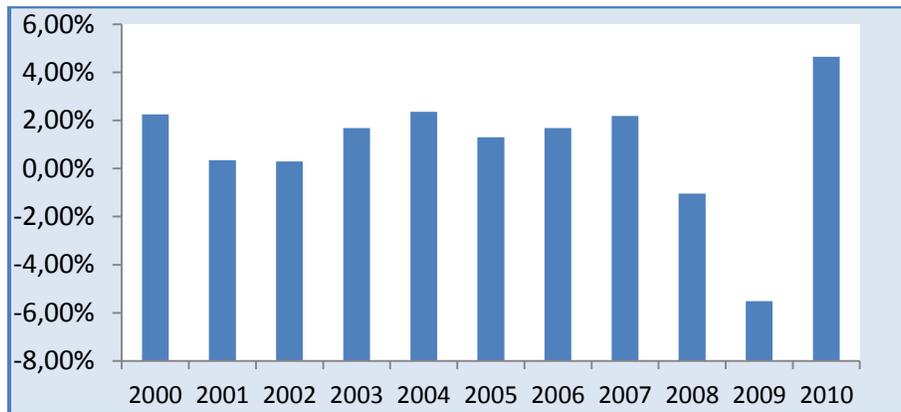


Ilustración 6: Porcentaje de PIB Japonés 2000-2010

Elaboración propia. En base a Fondo Monetario Internacional: World Economic Outlook

No obstante, la reducción de la demanda agregada mundial como consecuencia del estallido de la gran recesión unido a la apreciación del yen, provocaron una fuerte caída en las exportaciones japonesas las cuales representaban el 20% del PIB de su economía. Por otro lado, también se produjo una alta contracción de la demanda interna, representante del 55% del PIB nipón. La economía japonesa regresó de manera drástica a un periodo de decrecimiento y deflación, tratándose esta vez, de un periodo aún más crítico al que tuvo que atravesar en la década de 1990. (Akifumi Nakao, Yuichi Koshiba y Takashi Baba, 2001).

Como refleja el GRÁFICO 5, en 2009 el nivel de deflación ascendía a un 1,5%, unido a un nivel de crecimiento de -6% (reflejado en el GRÁFICO 6), lo que condujo al BOJ a continuar facilitando aún más liquidez con el propósito de reactivar el consumo y la inversión que tan afectada resultó ante el comienzo de la gran crisis mundial. (ABC, 2009).

Se puede observar en los GRÁFICOS 5 y 6, que durante el periodo de 2000-2004, Japón registraba niveles de deflación y decrecimiento económico. No obstante, gracias a las reiteradas operaciones de mercado abierto, comenzó a registrar niveles de crecimiento e inflación positivos hasta 2008. Cabe preguntarse por tanto por qué el Banco Oficial de Japón decidió abandonar la modificación de los tipos de interés y optar por dicha alternativa, y qué efectos deseaba obtener a través de su implementación.

La cadena de causas y efectos de la política monetaria de *QE* tiene su origen en la compra por parte del banco central de deuda pública a entidades financieras. Ya que se trata de una compra

realizada por los bancos centrales, dicha decisión implica una expansión de sus balances a través de la impresión de una determinada cantidad de billetes necesarios para la compra de dichos activos, y así aumentar la cantidad de dinero circulante. Por ello, si la compra fuera llevada a cabo por otra entidad financiera, la liquidez circulante no aumentaría en el sistema, simplemente se trasladaría de una entidad a otra. (BCE, 2011).

El método de *Quantitative Easing*, desencadena una serie de efectos en la economía que merecen ser mencionados. En primer lugar, se hará referencia a los efectos positivos por los cuales los principales bancos centrales de todo el mundo han decidido recurrir a esta medida monetaria no convencional.

1. El método *QE* afectaría en los tipos de interés reduciéndolos, ya que si un banco central aumenta la demanda de estos títulos de deuda, el tipo de interés de estos se reduce. (BCE, 2014).

2. Para las entidades financieras supone el reemplazamiento de deudas por una mayor cantidad de efectivo y por tanto una mejor posición de solvencia. Esta posición de liquidez contribuiría en una mayor concesión de créditos a empresas y familias por parte de las entidades financieras. A dichas entidades les resultaría menos rentable la inversión en deuda soberana y más atractivas las inversiones especulativas (a causa de la reducción de tipos de interés) y, gracias a una mayor solidez de sus balances podrían hacer frente a una mayor cantidad de demanda de efectivo.

3. Además, una mayor cantidad de créditos produciría una mayor cantidad de consumo e inversión privada por parte de las familias y las empresas. Este aumento en el gasto privado resultaría en la reactivación de la producción, aumentando los precios, lo que conseguiría combatir una posible deflación. Aunque es importante considerar que parte de este consumo será realizado en el exterior, de manera que la compra de otras divisas desencadenará una depreciación del euro. (BCE, 2014).

Sin embargo, también es preciso hacer hincapié en posibles consecuencias perjudiciales que ésta podría ocasionar.

- La pérdida de actuación sobre la moneda por parte de los bancos centrales. La masiva oferta monetaria fruto de *QE* condicionará la oferta de efectivo futura, ya que ante la posible inflación futura, los bancos centrales solo podrían incidir modificando los tipos de interés a niveles muy elevados.
- La reducción en los tipos de interés puede no repercutir en un aumento del consumo o inversión privada, ya que si estas poseyeran un excesivo nivel de endeudamiento, la mayor facilidad de concesión de crédito supondría un aumento de deuda y no resultaría tan atractivo.
- La gran entrada de liquidez en el sistema puede fomentar una alta demanda y consumo de activos financieros menos seguros, que los bancos centrales deben controlar para evitar el origen de una posible burbuja financiera. (The Economic Journal, 2011).

No obstante, a pesar de los posibles efectos negativos que este método pudiera desencadenar, la situación japonesa es uno de los ejemplos que ilustra la gran capacidad de influencia de este instrumento.

El BOJ, debido a la ineffectividad e imposibilidad de incidir de nuevo en los tipos de interés oficiales, recurrió a esta clase de operaciones de mercado abierto con el propósito de poder reactivar la concesión de créditos, la reactivación del consumo interno y la inversión empresarial que permitieran una estabilidad de precios y un crecimiento económico sostenibles.

Tras la llegada de la gran recesión, el escenario al que tuvieron que enfrentarse los principales bancos mundiales parece presentar características similares. Bancos tales como la Reserva Federal, el BCE y el Banco de Inglaterra, intervinieron de manera drástica sobre los tipos de interés aproximando estos a niveles muy reducidos. A pesar de estas medidas tomadas, las economías parecieron mantenerse reticentes a su reactivación, de manera que el crédito, el consumo y la inversión no presentaban el impulso necesario que permitiera un crecimiento sostenible y la despedida del periodo crítico económico iniciado en 2008.

Cabe preguntarse si estas similitudes con el banco de Japón requieren reacciones similares por parte de estos bancos mundiales.

La misión de los bancos centrales conlleva el desarrollo de medidas de intervención monetarias de gran complejidad y de gran repercusión en los mercados. No se debe olvidar que el papel del Banco Central Europeo como agente implementador de políticas monetarias posee una característica peculiar, ya que al tratarse de un banco central asume los riesgos y limitaciones propias del funcionamiento de un banco central ordinario, añadiendo la dificultad de actuar en representación de los diecinueve países que lo conforman y que actualmente constituyen la zona euro. El BCE ha de escoger qué medidas serán las más favorables considerando como afectarán éstas a cada uno de los diecinueve estados miembros que lo componen. (BCE, 2014).

La gran recesión iniciada en EEUU supuso para el BCE la implementación de una única política monetaria dirigida a 19 economías muy diferentes, sin embargo, todas ellas con un elemento clave en común; una misma moneda.

El siguiente epígrafe tendrá como objetivos la descripción de la estructura y funcionamiento de la política monetaria en la eurozona. Una vez descrita dicha estructura, procederé a la descripción de cómo se encontraba la zona euro y el grado de heterogeneidad al que el BCE tuvo que enfrentarse a la hora de implementar las políticas monetarias.

## 4. EL Banco Central Europeo

### 4.1. Estructura y marco de actuación de la política monetaria en la Eurozona

A continuación, con el objetivo de poder describir posteriormente la evolución de la eurozona y la implementación de las políticas monetarias, explicaré brevemente las principales condiciones de aplicación de la política monetaria que el BCE exige a todos los estados miembros de la zona euro.

Desde el nacimiento del euro, que tuvo lugar el 1 de enero de 1999, el BCE adquirió absoluta responsabilidad sobre las políticas monetarias de la zona euro. Desde entonces, la estabilidad de precios se definió como un incremento interanual del índice armonizado de precios de consumo de la zona euro por debajo del 2%. (BCE, 2011).

Actualmente, integran el BCE diecinueve estados; Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Países Bajos y Portugal. Los principales condicionantes que estos 19 miembros deben cumplir como integrantes de la zona euro corresponden a:

1. Los requisitos de convergencia. Consiste en una serie de requisitos legales y económicos que obligan a los países candidatos a armonizar sus leyes nacionales con la legislación pertinente aplicable al Eurosistema. Hacen referencia a aspectos tales como la estabilidad del tipo de cambio, la convergencia de los tipos de interés a largo plazo, una determinada estabilidad de precios y una situación presupuestaria sólida. (BCE, 2011).

2. Los miembros incorporados a la eurozona no podrán llevar a cabo políticas nacionales de tipos de interés ni tipos de cambio como herramientas independientes de política económica. Según el artículo 119 del tratado de la unión Europea, todos los miembros de la Eurozona poseerán una política monetaria y de tipos de cambio única para la manutención de precios estables a lo largo del tiempo. (BCE, 2011).

3. La zona euro establece una política monetaria centralizada y una política fiscal descentralizada. Sin embargo, en un área monetaria integrada con mercados financieros integrados y moneda única, la posición de las finanzas públicas de cada estado afecta al resto de países miembros. Por ello, el BCE ha desarrollado varios mecanismos institucionales que controlan los riesgos para la estabilidad de precios que pudieran derivarse. Algunos ejemplos son la prohibición de financiación monetaria, la prohibición de acceso privilegiado a las entidades financieras o el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

4. Según enuncia el artículo 130 del Tratado de la Unión Europea, ni el Banco Central Europeo, ni los bancos centrales nacionales, ni ninguno de los miembros de sus órganos rectores podrán solicitar o aceptar instrucciones de las instituciones, órganos u organismos de la Unión, ni de los Gobiernos de los Estados miembros.

## 4.2.Situación de la eurozona durante el periodo de la gran recesión

Antes de llevar a cabo la descripción de las distintas políticas monetarias implementadas por el BCE durante la gran recesión, realizaré un breve análisis de la situación de la zona euro a lo largo de este periodo, sobre el cual el BCE tuvo que actuar. Dicho análisis estará constituido por dos partes:

1. En primer lugar, llevaré a cabo un breve estudio sobre la situación previa al estallido de la crisis de la eurozona. (Epígrafe 4.2.1).
2. En segundo lugar, realizaré un análisis sobre la evolución de la zona euro una vez estallada la gran recesión. (Epígrafe 4.2.2).

### 4.2.1 Situación previa a la gran recesión en la Eurozona

Para llevar a cabo la descripción de la situación de la zona euro durante el periodo previo al estallido de la crisis, haré referencia a qué países integraban la eurozona entonces, y cuando han sucedido las demás incorporaciones.

Actualmente, la eurozona está constituida por 19 estados que corresponden a Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Países Bajos y Portugal. Los primeros estados en adoptar la moneda euro el día 1 de enero de 1999 corresponden a los países de Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos y Portugal. Posteriormente se dieron las incorporaciones de Grecia en 2001, Eslovenia en 2007, de Chipre en 2008, de Eslovaquia en 2009, de Estonia en 2011, de Letonia en 2014 y finalmente de Lituania en 2015.

Conviene aclarar que el estallido de la gran depresión sucedió con anterioridad a todas las incorporaciones posteriores al año 2008, por esta razón, el análisis de la eurozona en un principio incluirá los países que en ese momento integraban la unión monetaria europea; Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Portugal y Grecia.

Para hacer referencia a cómo se encontraba la eurozona durante el periodo anterior a la gran recesión, analizaré su situación a lo largo del periodo de 2000-2007. Tendré en cuenta la evolución de las cinco variables macroeconómicas principales, que corresponden a la evolución media del crecimiento sobre el PIB, de la inflación, del saldo fiscal, de la cuenta corriente y de la tasa de paro. Cada variable corresponderá a un color determinado, para facilitar la interpretación de los gráficos adjuntados a lo largo de este epígrafe.

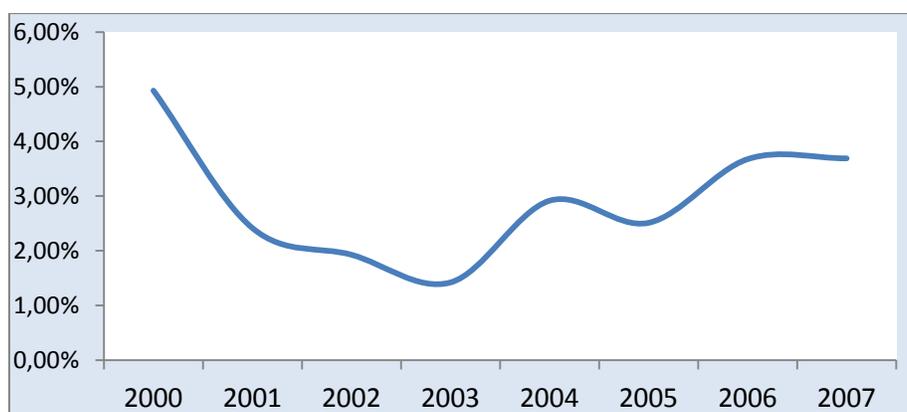
- Para la tasa de crecimiento sobre el PIB, se utilizará el color GRIS.
- Para la tasa de inflación, se utilizará el color VERDE.
- Para la tasa de paro, se utilizará el color ROSA.
- Para el saldo fiscal, se utilizará el color NARANJA.
- Para el saldo de la cuenta corriente, se utilizará el color MORADO.

Además, analizaré la evolución del crecimiento del PIB y la inflación de Alemania, Grecia, España, Irlanda y Francia, para ilustrar a través de gráficos, las diferencias existentes entre los países integrantes de la eurozona.

Para comenzar, se debe focalizar la atención sobre el GRÁFICO 7. A partir de éste, se puede observar el crecimiento medio de la zona euro durante el periodo de 2000-2007. Como se puede apreciar, la eurozona parecía encontrarse en un periodo dotado de gran estabilidad y crecimiento económico gradual, que permanecía presente en todas las economías integrantes del BCE, desencadenado un nivel de crecimiento medio sobre el PIB positivo a lo largo de todo este periodo.

Si bien es cierto que los niveles de crecimiento resultaron inferiores durante el periodo de 2000-2003, la zona euro continuaba evolucionando sin registrar en ningún caso porcentajes negativos y evolucionando positivamente, alcanzando un nivel de crecimiento medio superior al 3,75% en 2007.

#### GRÁFICO 7



**Ilustración 7: Porcentaje de crecimiento medio del PIB en la eurozona 2000-2007**

Elaboración propia. En base a Fondo Monetario Internacional: World Economic Outlook

Por otro lado, se debe hacer referencia a la evolución de la inflación media de toda la eurozona reflejada en el GRÁFICO 8. Como indica dicho gráfico, la inflación durante este periodo permanece estable y elevada, cercana al nivel objetivo del BCE, que corresponde al 2%.

Se trata por tanto de niveles razonables de inflación que parecían indicar la imposibilidad de porcentajes deflacionistas, y la estabilidad de precios predominante en toda la zona euro.

Destacan los periodos de 2003 y 2006, en los cuales, la inflación media de la eurozona consigue mantenerse en los niveles objetivos del Banco Central Europeo con un 2% sobre el nivel de inflación.

## GRÁFICO 8

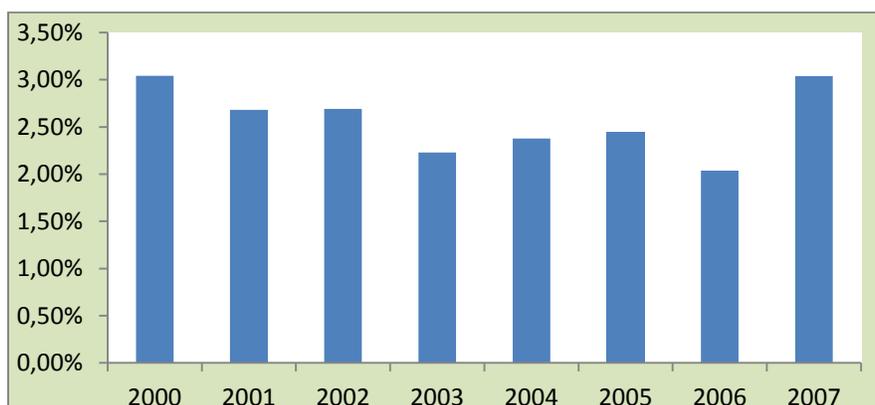


Ilustración 8: Porcentaje de Inflación media de la eurozona 2000-2007

Elaboración propia. En base a Fondo Monetario Internacional: World Economic Outlook

Además, se debe analizar también la evolución de los saldos fiscales medios de la eurozona, representados en el GRÁFICO 9. A partir de dicho gráfico se observa de qué manera han evolucionado los presupuestos gubernamentales a lo largo de este periodo.

## GRÁFICO 9

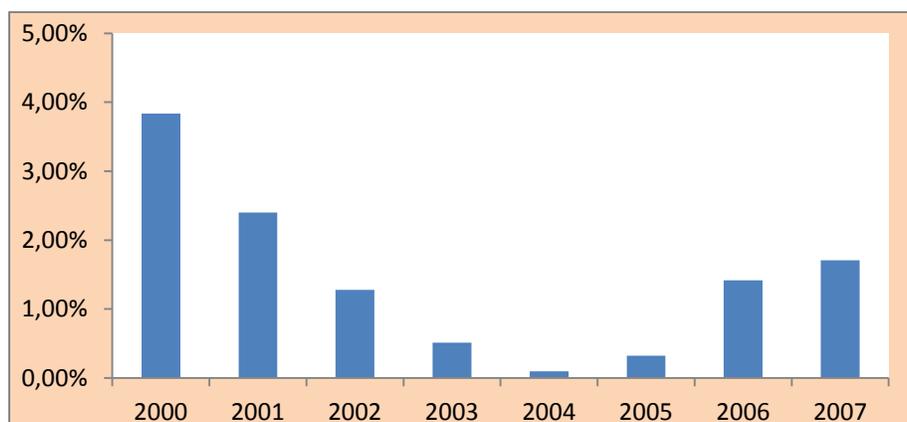


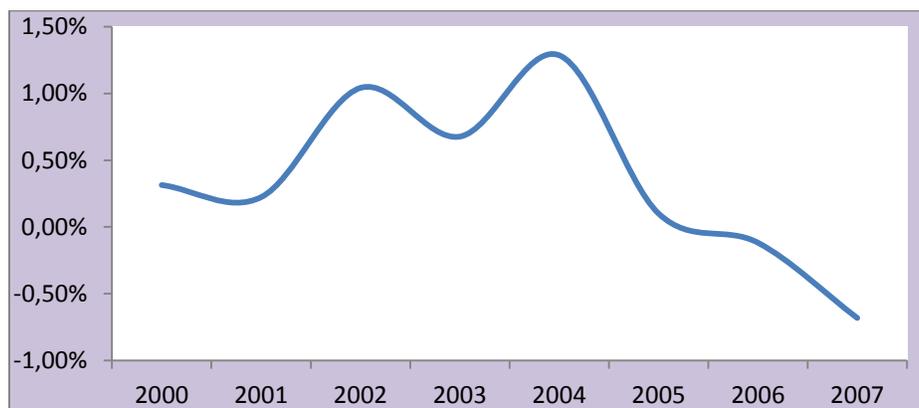
Ilustración 9: Porcentaje de saldo medio fiscal de la eurozona 2000-2007

Elaboración propia. En base a Fondo Monetario Internacional: World Economic Outlook.

Durante los siete años comprendidos en dicho periodo, el saldo fiscal medio de la eurozona ha resultado positivo. Conviene destacar los niveles de elevado superávit medio alcanzado en el año 2000, y el saldo registrado en el año 2004, cuyo valor se situaba muy próximo a cero. Además, destaca el aumento de gasto gubernamental comprendido entre el periodo de 2000-2004, que desencadenaron una progresiva reducción de los saldos fiscales en toda la zona euro. No obstante, a partir de 2004, los saldos fiscales europeos iniciaron una nueva tendencia alcista, con saldos de superávit que continuaban creciendo hasta alcanzar en 2007, un valor del 1,5%.

Por otro lado, si se considera la posición de la cuenta corriente media de la eurozona, representada en el GRÁFICO 10, se puede apreciar que durante el periodo comprendido entre 2000 y 2004, los saldos permanecían en superávit hasta alcanzar su máximo nivel de un 1,2% en 2004. A partir de entonces, los saldos comenzaron a descender drásticamente hasta alcanzar incluso niveles deficitarios en 2006 y 2007.

GRÁFICO 10



**Ilustración 10: Saldo de Cuenta Corriente medio de la eurozona 2000-2007**

Fuente; Elaboración propia. En base a Fondo Monetario Internacional: World Economic Outlook

Por último, también será preciso analizar la tasa de paro media que la eurozona presentaba durante el periodo de 2000-2007.

Si se observa el GRÁFICO 11, se puede apreciar con claridad, las reducidas tasas de paro que la eurozona presentaba durante los siete años comprendidos en este periodo. Si bien es cierto que durante el periodo de 2001 a 2004 el nivel de paro comienza a incrementarse, a partir de 2004 (donde alcanza su máximo de 7,5% de paro), comienza a registrar niveles de paro inferiores, hasta alcanzar su mínimo en 2007, con un nivel medio de paro de aproximadamente el 6,5%.

Además, una vez explicada la evolución de las cinco variables económicas principales, conviene hacer referencia a cómo todas ellas manifiestan un periodo de estabilidad y crecimiento generalizado en toda la eurozona. A través de los gráficos, se puede comprobar cómo, a lo largo de todo el periodo comprendido entre los años 2000 y 2007, las tasas de crecimiento registradas eran positivas, los niveles de inflación permanecían cercanos al nivel objetivo del BCE de un 2%, las tasas de paro resultaban muy reducidas, los saldos fiscales se encontraban en superávit y las cuentas corrientes parecían mantenerse aparentemente estables.

También es preciso mencionar cómo la reducción de los niveles de crecimiento económico sucedidas durante el periodo de 2000-2004, coincidía al mismo tiempo con el incremento de las tasas de paro y la reducción de los saldos fiscales, mientras que durante el periodo de 2004-2007, la eurozona evolucionaba con tasas de crecimiento superiores, tasas de paro inferiores y saldos fiscales más elevados.

### GRÁFICO 11

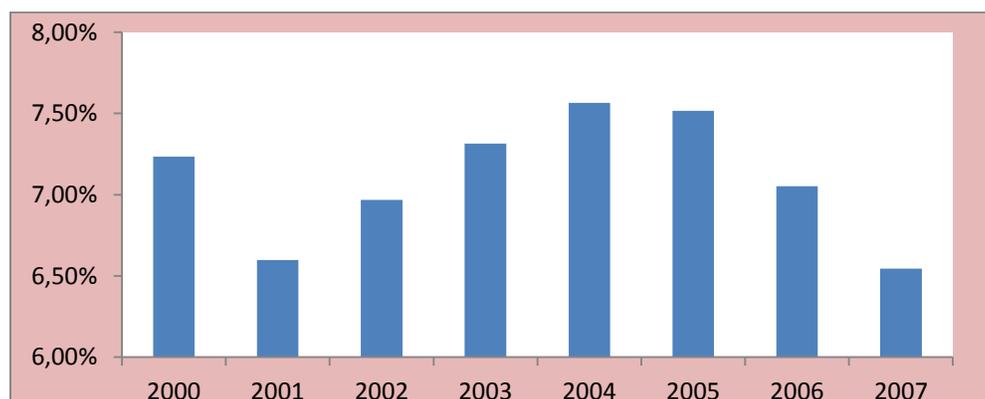


Ilustración 11: Porcentaje de paro medio en la eurozona 2000-2007

Fuente; Elaboración propia. En base a Fondo Monetario Internacional: World Economic Outlook

No obstante, si se observa la evolución sobre las cuentas corrientes de la zona euro, se aprecia una posición deficitaria durante los años 2006 y 2007, en los cuales el resto de variables parecían manifestar sus mejores posiciones.

A continuación, llevaré a cabo el análisis de la evolución sobre el crecimiento del PIB y la inflación de Alemania, Grecia, España, Irlanda y Francia.

### GRÁFICO 12

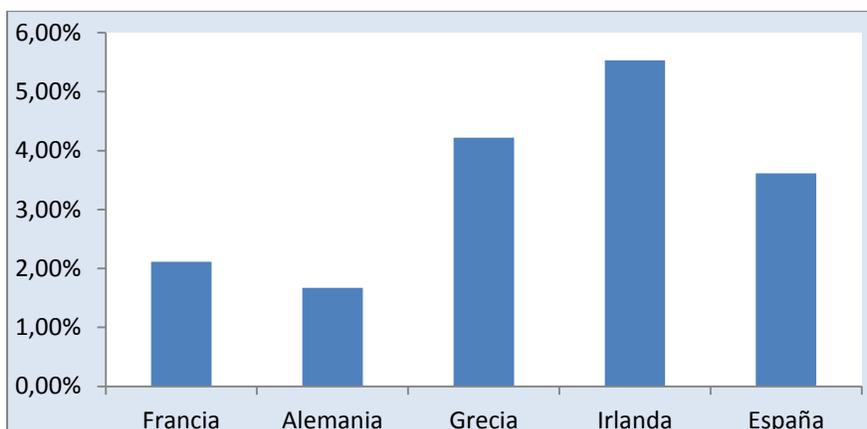


Ilustración 12: Porcentaje de crecimiento medio de Francia, Alemania, Irlanda, España y Grecia 2000-2007

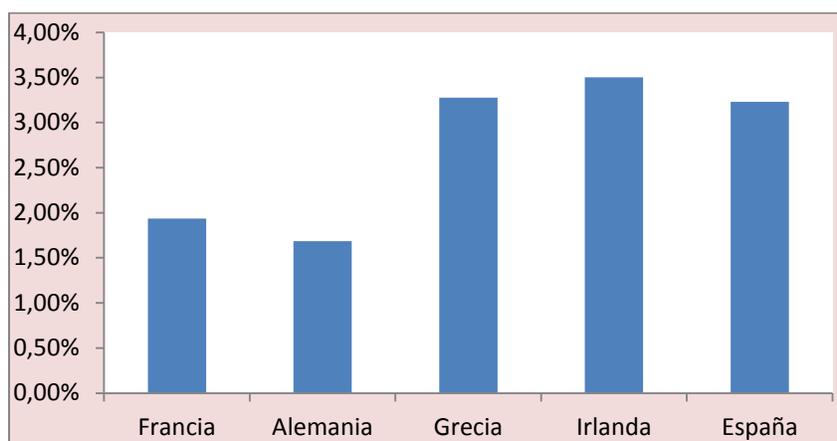
Elaboración propia. En base a Fondo Monetario Internacional: World Economic Outlook

Si se observa a cada uno de los países en el GRÁFICO 12, cabe destacar la situación de Irlanda, la cual refleja las tasas más elevadas de crecimiento medio, con una media por valor de 5,5%, mientras que la posición de Alemania corresponde a las tasas de crecimiento más reducidas con una media de 1,7%, seguida de Francia, con un nivel de crecimiento medio del 2%. Se trata por tanto de tasas de crecimiento medio muy dispares, que reflejan la gran diversidad de economías

que constituyen la eurozona. Sin embargo, es conveniente hacer hincapié en el hecho de que todas ellas reflejen tasas de crecimiento positivas, lo cual indica que, a pesar de la diversidad interna de los miembros de la eurozona, el crecimiento predominaba en toda la eurozona.

Por otro lado, si se considera la evolución sobre la inflación de éstos países, representada en el GRÁFICO 13, se puede observar como su evolución también refleja escenarios dispares entre los países. Como indica el GRÁFICO 13, los niveles de Grecia, España e Irlanda se aprecian porcentajes inflacionistas elevados, mientras que los niveles de Francia y Alemania reflejan niveles por debajo del objetivo del BCE (2%).

### GRÁFICO 13



**Ilustración 13: Porcentaje de inflación media 2000-2007**

Elaboración propia. En base a Fondo Monetario Internacional: World Economic Outlook

Como se ha podido apreciar a lo largo del análisis de las cinco variables y de sus diferencias existentes entre los países miembros, el panorama económico de la eurozona parecía atravesar un periodo de auge y esplendor. Sin embargo, a pesar de este periodo de desarrollo y crecimiento generalizado, el estallido de la gran recesión provocó una mayor divergencia entre los países. La época de estabilidad económica que la eurozona atravesaba llegaba a su fin, dando comienzo a un periodo de crisis financiera en el que las tasas de crecimiento disminuían, las cuentas corrientes y saldos fiscales reflejaban posiciones negativas, el nivel de paro crecía y todo ello acompañado en algunos países, de la posible amenaza de deflación.

#### 4.2.2 Situación durante la gran recesión en la Eurozona

A continuación, llevaré a cabo el análisis de la evolución de la eurozona durante la gran recesión que comprende el periodo de 2008 hasta la actualidad.

Para dicho análisis, estudiaré la situación de las cinco variables macroeconómicas y la evolución del crecimiento y la inflación de los países estudiados en el epígrafe anterior, con el propósito de poder comparar de manera objetiva, cómo repercutió el estallido de la crisis en cada una de ellas.

En primer lugar, conviene hacer referencia a la evolución sobre el crecimiento medio del PIB en la Eurozona a lo largo de este periodo. Si se observa el GRÁFICO 14, se puede apreciar la drástica evolución de esta variable a lo largo de los años.

#### GRÁFICO 14

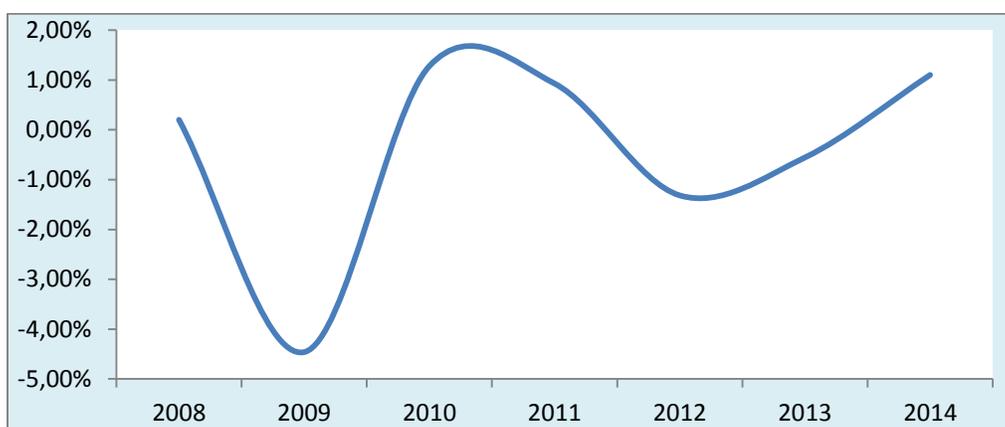


Ilustración 14: Porcentaje de crecimiento del PIB en la eurozona 2008-2014

Elaboración propia. En base a Fondo Monetario Internacional: World Economic Outlook

A través del GRÁFICO 14, se puede confirmar como la llegada de la crisis en 2008 afectaba a toda la eurozona de manera brutal, provocando el alcance de un nivel medio de crecimiento de incluso el -4% como ocurría en el año 2009. No obstante, a pesar de este drástico decrecimiento de 2009, la zona euro consigue registrar cierta recuperación en 2010 y 2011 que finalmente acaba por traducirse en el regreso de niveles negativos que permanecen durante 2012 y 2013.

Por otro lado, la abrupta y tan dispar evolución del GRÁFICO 14 también refleja la gran diversidad existente entre los niveles de crecimiento de cada uno de los países miembros de la eurozona. Si bien es cierto que toda la eurozona se vio brutalmente repercutida por la expansión de la crisis, la evolución de cada miembro integrante resultaba muy distinta. Por esta razón, los niveles de crecimiento medio resultan muy dispares a lo largo de este periodo, alternando entre porcentajes negativos y positivos hasta 2014.

Por otra parte, EL GRÁFICO 15 hace referencia a la evolución de la inflación media registrada durante 2008-2014.

## GRÁFICO 15

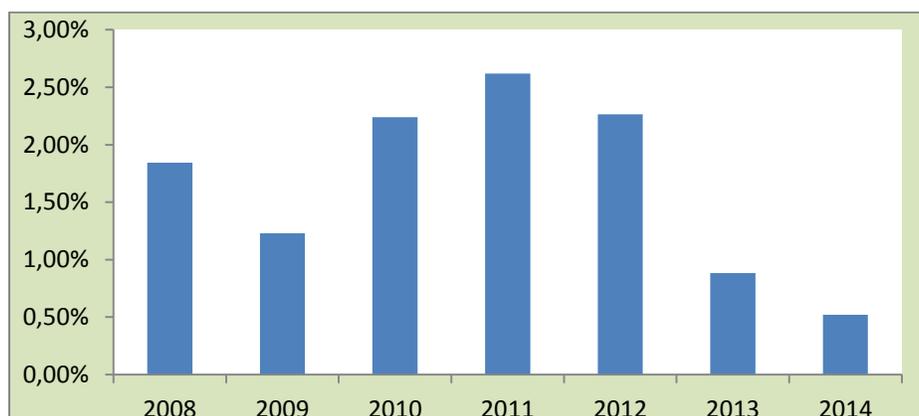


Ilustración 15: Porcentaje de inflación media en la eurozona 2008-2014

Elaboración propia. En base a Fondo Monetario Internacional: World Economic Outlook

A través del GRÁFICO 15 es posible apreciar como la amenaza deflacionista existente durante 2008 y 2009, parece evolucionar favorablemente durante 2010 y 2011, que a su vez representaban los años de cierta recuperación de crecimiento reflejada en el GRÁFICO 11. Sin embargo, a través de éste GRÁFICO también se puede observar el regreso de la amenaza de deflación durante los años 2012, 2013 y 2014, en los cuales, también registraban niveles decrecientes en los niveles de crecimiento del PIB representados en el GRÁFICO 14.

Como se puede observar en los GRÁFICOS 14 y 15, el estancamiento económico comenzaba a ganar terreno en las distintas variables que conforman las economías de la eurozona. No obstante, también es importante considerar de qué manera esta desaceleración económica resultó afectar a los saldos fiscales de cada uno de los países, cuyos gobiernos se vieron obligados a enfrentarse a niveles de endeudamiento muy elevados.

Como se observa en el GRÁFICO 16, la evolución de los saldos fiscales en la unión europea, se traduce en la manutención de saldos negativos a lo largo de todo el periodo. La intensidad de la posición deficitaria de dichos saldos adquiere su máximo en 2010, con un valor medio del 7,5%, el cual comienza a reducirse progresivamente, hasta alcanzar un 2,7% en 2014.

A través del GRÁFICO 16, se puede afirmar cómo el aumento de saldos deficitarios durante el periodo de 2008-2010, coincide con el periodo en el cual se registra un menor crecimiento medio sobre el PIB y una mayor amenaza deflacionista. Sin embargo, a partir de 2010, la evolución media de los saldos fiscales de la zona euro, parece manifestar una mayor precaución por parte de los gobiernos europeos, que se traducen en posiciones deficitarias fiscales más reducidas, aunque aún elevadas.

## GRÁFICO 16

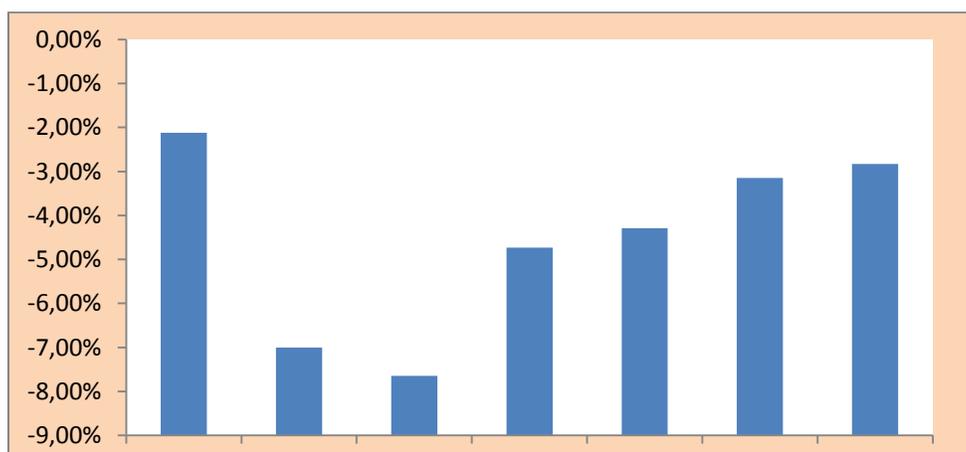


Ilustración 16: Saldo fiscal de la eurozona 2008-2014

Elaboración propia. En base a Fondo Monetario Internacional: World Economic Outlook

Por otro lado, si se analiza la evolución de las cuentas corrientes de la eurozona, representadas en el GRÁFICO 17, se puede apreciar la progresiva evolución de las posiciones deficitarias comerciales que en 2012 consiguen alcanzar una posición de superávit creciente que registraba su máximo con niveles del 2,4% en 2013.

## GRÁFICO 17

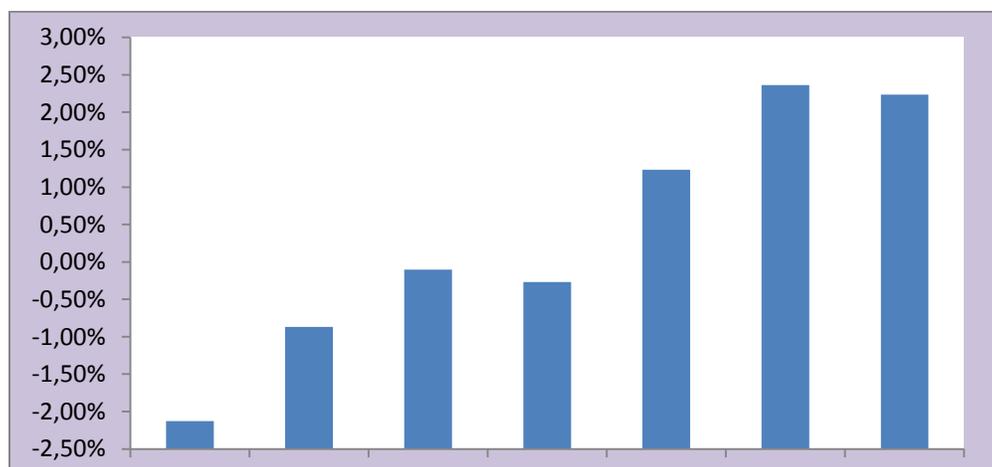


Ilustración 17: Saldo Cuenta corriente media de la eurozona 2008-2014

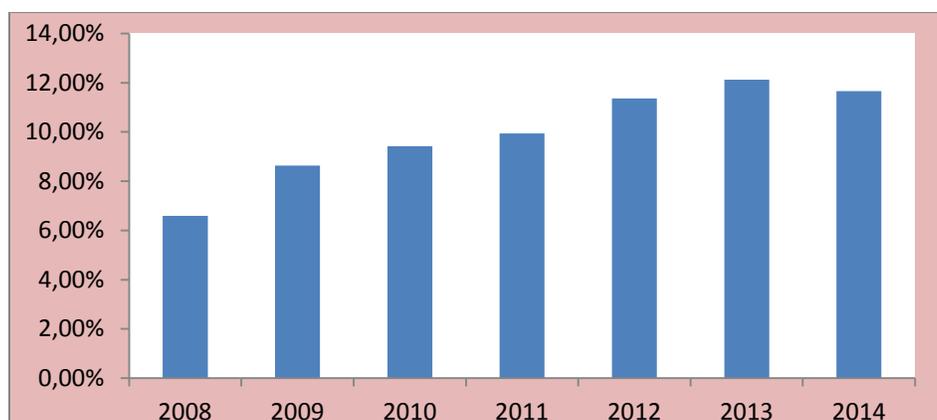
Elaboración propia. En base a Fondo Monetario Internacional: World Economic Outlook

Conviene hacer referencia a la similitud entre la evolución de los GRÁFICOS 16 y 17. Dicha semejanza indica por tanto la relación existente entre la posición deficitaria o de superávit comercial de la eurozona y la gestión y endeudamiento gubernamental de los estados miembros. Como ilustran los GRÁFICOS 16 y 17, a medida que los saldos fiscales comenzaban a registrar

niveles deficitarios inferiores, la evolución de la cuenta corriente europea media evolucionaba de manera favorable.

Por último, será muy importante realizar una evaluación de cómo repercutía también la gran recesión en el mercado del trabajo de toda la zona euro. Si se observa el GRÁFICO 18, se puede apreciar la evolución de la tasa de paro media en la eurozona durante el periodo de 2008-2014.

#### GRÁFICO 18



**Ilustración 18: Porcentaje de paro medio en la eurozona 2008-2014**

Elaboración propia. En base a Fondo Monetario Internacional: World Economic Outlook

A través del GRÁFICO 18 se puede afirmar la gran repercusión de la crisis en el mercado del trabajo. Con un porcentaje del 6% de tasa de paro media en 2008, la eurozona conseguía doblar dicho valor en 2013, registrando una tasa de paro del 12%. Como también refleja el gráfico, se trata de una evolución progresiva, en la que a medida que avanzaba la crisis, el mercado de trabajo resultaba más afectado.

Si bien es cierto que en el resto de variables analizadas, el periodo de 2008-2010 resultaba el más afectado y pronunciado, en el caso de esta última variable (la tasa de paro), las consecuencias desencadenadas por la gran recesión se ven reflejadas más a largo plazo. No obstante, a pesar de ser más tardía la reacción del mercado del trabajo, su evolución en algunos países fue muy drástica. Cabe destacar la tasa de paro de España, la cual según el Fondo Monetario Internacional, alcanzó el 29% de tasa de paro en 2013.

Para completar el análisis del periodo de 2008-2014, se llevará a cabo el estudio sobre el crecimiento del PIB y la inflación existente en Alemania, Grecia, Irlanda, España y Francia durante los años comprendidos entre 2008-2014.

### GRÁFICO 19

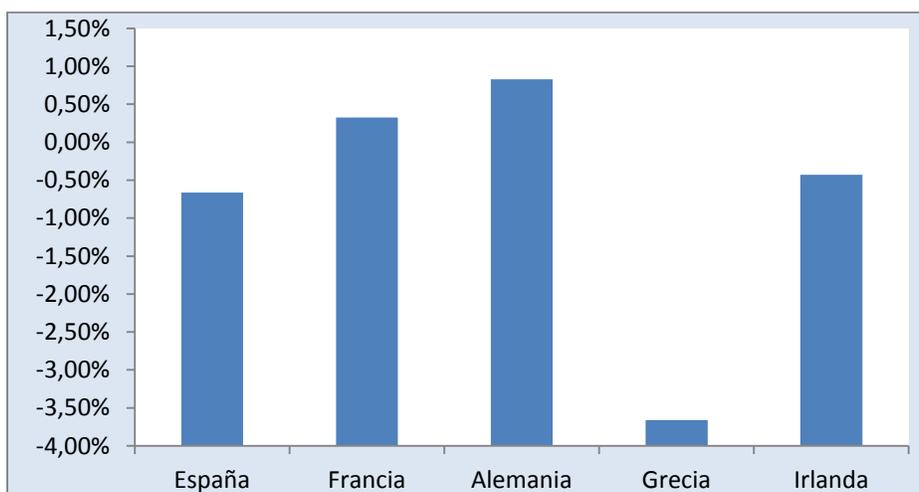


Ilustración 19: Porcentaje de crecimiento medio de España, Francia, Alemania, Grecia e Irlanda

Elaboración propia. En base a Fondo Monetario Internacional: World Economic Outlook

Si se observa el GRÁFICO 19, se puede afirmar las enormes divergencias entre los distintos países integrantes de la eurozona. Cabe mencionar la drástica situación de Grecia, cuyo nivel de crecimiento medio sobre el PIB durante el periodo 2008-2014 corresponde a un -3,7%, mientras Alemania y Francia registran porcentajes positivos, alcanzando un 1% y 0,3% respectivamente.

Por otro lado, España e Irlanda evolucionan de manera similar, con niveles de crecimiento medio negativo, pero reducido de -0,6% y -0,3% respectivamente.

### GRÁFICO 20

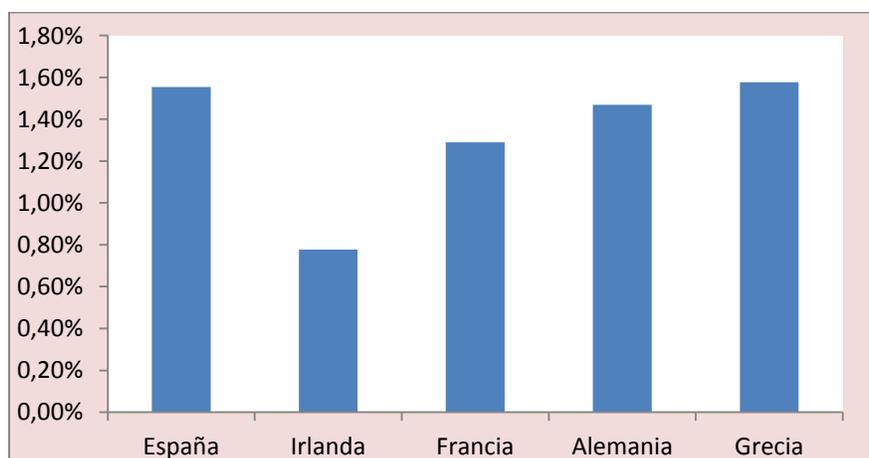


Ilustración 20: Porcentaje de inflación media de España, Francia, Alemania, Grecia e Irlanda

Elaboración propia. En base a Fondo Monetario Internacional: World Economic Outlook

Además, cabe mencionar la evolución sobre los niveles de inflación de dichos países, representada a través del GRÁFICO 20. En dicho gráfico se puede apreciar cómo la amenaza deflacionista se mantiene presente en todos ellos, sin embargo en algunos con mayor intensidad que en otros. Si bien es cierto que todos los países integrantes presentan niveles de inflación inferiores al porcentaje objetivo del BCE, destaca la situación de Irlanda, que presenta un nivel del 0,6%, mientras Grecia y España consiguen registrar niveles inflacionistas del 1,6% aproximadamente. Por otro lado, Alemania y Francia se mantienen de niveles reducidos del 1,4% y el 1,3% respectivamente.

Como se puede observar a través de las cinco variables y los países estudiados, la evolución de la zona euro durante el periodo de 2008-2014, pone de manifiesto las grandes divergencias entre sus integrantes y cómo el BCE tuvo que enfrentarse ante esta crítica situación de desaceleración económica con altas tasas de paro, niveles de crecimiento negativo, saldos fiscales deficitarios y posiciones comerciales endeudadas.

A continuación, llevaré a cabo una breve valoración conjunta de las distintas variables macroeconómicas analizadas durante el periodo de 2000-2007 y 2008-2014.

El siguiente análisis tendrá como objetivo describir la transición desde el periodo de esplendor que la eurozona atravesaba durante el periodo de 2000-2007 hasta la llegada y evolución de la gran recesión en toda la zona euro. Además, tendrá como propósito reflejar de qué manera las divergencias y la inestabilidad de precios sometían al BCE ante un difícil escenario que reclamaba su intervención.

En primer lugar, como claro indicador de la llegada de la crisis, se puede hacer referencia a la evolución observada en las tasas de crecimiento medio del PIB en la eurozona. Durante 2000-2007 toda la zona euro registraba niveles elevados y crecientes mientras que en 2008-2014 llegaba incluso a alcanzar niveles de crecimiento del -4%.

Por otro lado, si se considera la evolución de la inflación durante el periodo de 2000-2007, se puede confirmar que permanecía estable y elevada, a diferencia del periodo de 2008-2014, en el cual, la amenaza de un posible periodo deflacionista permanecía constante.

Cabe hacer especial referencia a la correspondencia existente entre los periodos de niveles más reducidos de inflación media y los niveles de decrecimiento de PIB más elevados. Lo cual refleja cómo la desaceleración económica en la eurozona resultó muy afectada por la bajada reiterada del nivel de precios que ralentizaba el consumo y la inversión de familias y empresas. Además, dicha relación existente entre el crecimiento económico y la evolución de los precios demuestra, una vez más, la gran relevancia de las políticas monetarias y la intervención del BCE para la consecución de una estabilidad en el nivel de precios y por tanto, un desarrollo económico sostenible.

La gradual desaceleración del consumo e inversión desencadenada por la desestabilización de los precios, también se tradujo en una mayor tasa de desempleo, que partiendo de un 6,5% en 2007, doblaba su valor registrando niveles del 12% en 2012.

También cabe resaltar la evolución de la actuación de los gobiernos a lo largo de ambos periodos. Si bien es cierto que los saldos fiscales durante 2000-2007 resultaron positivos, factores tales como el aumento del desempleo, el decrecimiento de las economías y la amenaza deflacionista condujeron a los gobiernos de cada uno de los estados miembros a incurrir en un mayor gasto fiscal. Por esta razón, desde el comienzo de la gran crisis, los saldos fiscales en la zona euro se mantuvieron negativos a lo largo de todo el periodo.

Por último, desde el punto de la vista de la posición comercial de la eurozona, merece ser mencionada la permanente situación de déficit que la eurozona presentaba durante el periodo de 2006-2013, a partir del cual, consigue alcanzar una situación de superávit que a día de hoy mantiene.

Tras haber realizado un breve resumen de la evolución de cada una de las cinco variables analizadas, conviene remarcar la estrecha relación existente entre todas ellas. En especial, es preciso resaltar cómo el estallido de la crisis conllevó a la eurozona a enfrentarse con niveles de deflación que afectaron negativamente en el resto de variables. La caída de los precios desencadenó el estancamiento de las economías y condujo a estas a incrementar el gasto por parte de sus gobiernos y a aumentar su nivel de desempleo debido a la ausencia de consumo y la falta de inversión. Además, las cuentas corrientes de las economías registraban saldos negativos debido a la ausencia de exportaciones, en parte debido a la falta de competitividad de las empresas.

A lo largo del estudio de ambas etapas, se puede afirmar cómo la estabilidad de los precios va acompañada de niveles de crecimiento elevados, mientras que durante la gran recesión, el peligro de deflación va acompañado de niveles de crecimiento negativos.

Además, el estudio de la evolución de Alemania, Francia, Grecia, Irlanda y España refleja claramente la gran divergencia existente entre los países que integran la eurozona.

Si se observan los gráficos 12 y 18, se puede afirmar las enormes diferencias entre el crecimiento medio de cada uno de los países estudiados. Durante el periodo de 2000-2007, Irlanda registraba las tasas más elevadas de crecimiento por valor de 5,5%. España y Grecia poseían niveles de aproximadamente el 4%, mientras que Francia y Alemania registraban niveles de crecimiento del 2% y el 1,7% respectivamente. No obstante, la llegada de la gran depresión trasladó completamente estas posiciones al polo opuesto. Grecia, pasó a obtener un nivel de - 3,7%, España e Irlanda evolucionan de manera similar, con niveles del -0,6% y -0,3% respectivamente, mientras que Alemania y Francia registraron porcentajes positivos, alcanzando un 1% y 0,3% respectivamente.

Por otro lado, si se considera la evolución sobre la inflación de éstos países, representada en los gráficos 13 y 19, se puede observar cómo ésta refleja los escenarios tan dispares entre ellos. Como indica el gráfico 13, Grecia, España e Irlanda durante el periodo de 2000-2007 registraban porcentajes inflacionistas elevados, mientras que Francia y Alemania registraban niveles por debajo del objetivo del BCE (2%). No obstante, durante el periodo de 2008-2014, el peligro de deflación se extendía rápidamente provocando la transformación de estos niveles. La inflación irlandesa se convierte en un 0,6%, Grecia y España consiguen mantener niveles del 1,6% al mismo tiempo que Alemania y Francia apenas registran modificaciones registrando niveles del 1,4% y el 1,3% respectivamente.

La estrecha relación existente entre la estabilidad de precios y los niveles de crecimiento, unido a la gran diversidad de escenarios en cada uno de países constituyentes de la eurozona, reflejan la enorme dependencia sobre el BCE por parte de todos los miembros de la zona euro. El BCE representa la única institución con capacidad de incidir en la oferta monetaria para la consecución de la deseada estabilidad de los precios y la consecución de una evolución favorable en el resto de variables.

El periodo de la gran recesión supone por tanto la conciliación de 19 países, ante los cuales el BCE interviene a través de numerosas políticas monetarias con el propósito único de garantizar estabilidad en los precios en cada una de las economías integrantes, y así poder fomentar el crecimiento y desarrollo gradual en estas 19 economías que lo componen.

A continuación se llevará a cabo la explicación de las distintas medidas tomadas por el BCE, el cual tuvo que reaccionar ante el difícil panorama económico descrito a lo largo de este epígrafe.

### 4.3. Políticas monetarias implementadas por el BCE durante la gran recesión

A continuación, llevaré a cabo el análisis de las distintas políticas monetarias implementadas por el BCE durante el periodo de la gran recesión.

Para la descripción de dichas medidas, recurriré a las publicaciones mensuales realizadas por el Banco Central Europeo, las cuales, hacen referencia al conjunto de intervenciones de política monetaria utilizadas por dicha institución en un determinado periodo de tiempo.

El análisis estará constituido por tres partes principales;

1. En primer lugar, el análisis de las políticas monetarias convencionales, el cual, estará fundamentado en las reuniones mensuales del BCE (Adjuntadas en el Anexo 1) que establecen las modificaciones sobre los niveles a los que desea mantener los tipos de interés.
2. A continuación, se realizará una breve interpretación de dichas políticas monetarias implementadas y de su repercusión en la zona euro.
3. Posteriormente, se desarrollará la descripción de otras medidas monetarias no convencionales implementadas por el BCE durante este mismo periodo.

#### 4.3.1 Intervención del BCE sobre los tipos desde 2007 hasta la actualidad

Para hacer referencia a las intervenciones del BCE sobre los tipos de interés, realicé un recorrido histórico de todas reuniones del Consejo de Gobierno del BCE (Anexo 1). En dichas reuniones, el BCE clasifica los tipos de interés en tres categorías diferentes, según el instrumento monetario al que se refiera;

- Si se trata del instrumento monetario basado en la modificación de los tipos de interés oficiales, el BCE hace referencia a los tipos de interés correspondientes a las operaciones principales de financiación.
- Por otro lado, para hacer referencia al instrumento de facilidades permanentes, el BCE hace referencia a dos tipos de interés distintos;
  - los tipos de interés aplicables a las facilidades marginales de crédito.
  - los tipos de interés aplicables a las facilidades de depósito.

(BCE, 2015).

Después de haber realizado el seguimiento de dichas reuniones mensuales del BCE (reflejadas en el Anexo 1), conviene analizar y comparar cómo evolucionaba la política monetaria y de qué manera reaccionaba la eurozona ante estas intervenciones.

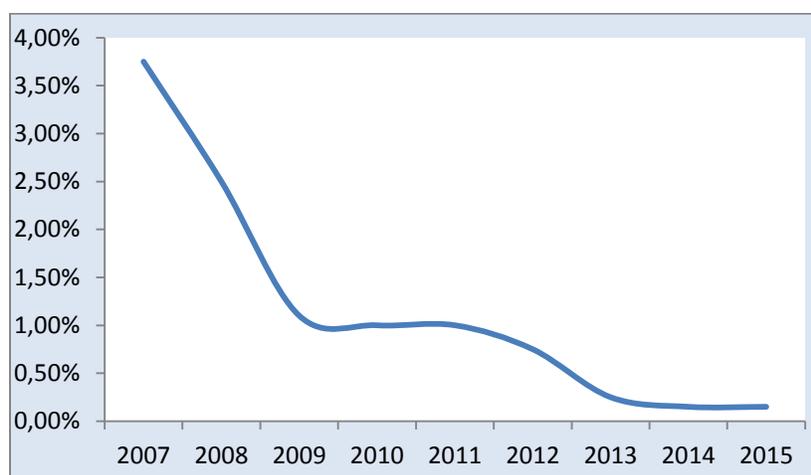
### 4.3.2 Evolución sobre la intervención en los tipos de interés la zona euro

A lo largo de este epígrafe, llevaré a cabo un breve análisis sobre la evolución de la eurozona ante las distintas políticas monetarias implementadas. Para llevar a cabo dicho proceso, realizaré una valoración previa sobre la evolución experimentada por los tres tipos de interés sobre los que interviene el BCE durante el periodo estudiado (2007-Actualidad).

#### - Evolución sobre los tipos de interés de las operaciones principales

Si se observa el GRÁFICO 21, se puede apreciar la drástica evolución sobre los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, cuyo valor se traslada desde un 3,75% en 2007 hasta los niveles actuales de 0,15%.

#### GRÁFICO 21



**Ilustración 21: Evolución sobre los tipos de interés de las OPF 2007-2015**

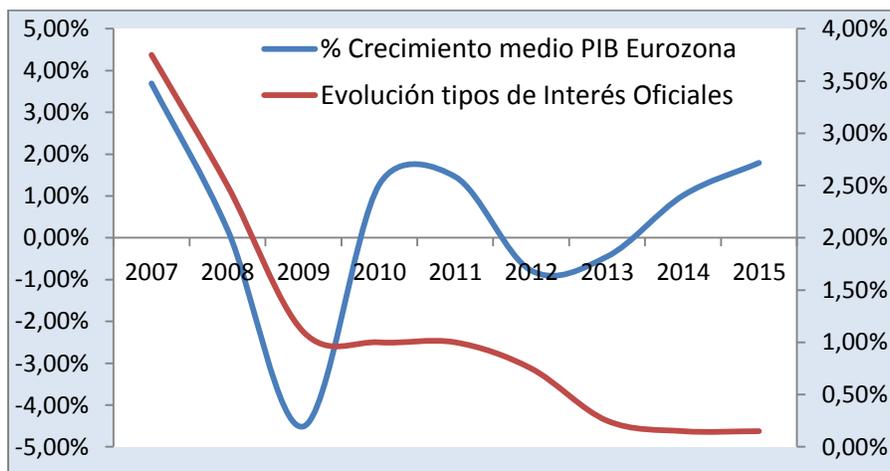
Elaboración propia en base a BCE Monetary Policy Database

Como ya se mencionó a lo largo del epígrafe 4.1, en 2007 la eurozona atravesaba una época de gran desarrollo económico con niveles de crecimiento positivos, tasas de paro reducidas y niveles de inflación estables. Por esta razón, si se observa el GRÁFICO 21, también se puede apreciar que el nivel más elevado sobre los tipos de interés (3,75%), corresponde a dicho periodo.

Sin embargo, a medida que la crisis comenzaba a expandirse, registrando niveles de crecimiento reducidos o incluso negativos en todos los países miembros, el BCE intervenía a través de políticas monetarias expansivas (reduciendo los tipos de interés) con el objetivo de combatir la recesión y reactivar las economías.

El GRÁFICO 22 representa el contraste de la evolución del crecimiento anual medio de la eurozona con la evolución sobre los tipos de interés oficiales modificados por el BCE durante el periodo de 2007-2015.

## GRÁFICO 21



**Ilustración 22: Porcentaje de crecimiento medio del PIB y evolución de los tipos de interés de las OPF 2007-2015**

Fuente; Elaboración propia en base a BCE Monetary Policy Database

Si se observa GRÁFICO 22, se puede observar como a media que el decrecimiento se la eurozona se expandía, el BCE reducía en mayor medida los tipos de interés. Cabe destacar la modificación de los tipos en 2009, en la cual el BCE decide reducir y mantener los tipos al 1% durante aproximadamente dos años. Por otro lado, también se puede observar cómo dicha modificación en 2009 consigue repercutir de manera positiva en el crecimiento medio de la eurozona, de manera que a partir de 2010, comienza a registrar un crecimiento medio positivo.

No obstante, a pesar de la aparente eficacia de la modificación de los tipos de interés por parte del BCE, es preciso mencionar su evolución durante el periodo de 2012-2014, en el cual, el gráfico ilustra la incapacidad de la política monetaria de repercutir en tasas de crecimiento positivas en la zona euro. Si bien es cierto que durante este periodo, el BCE disminuye los tipos a niveles muy próximos a cero, la reacción de la eurozona no resulta tan inmediata y eficiente como ocurría en el periodo de 2009-2011.

Como ilustra el GRÁFICO 22, la disminución de los tipos de interés a niveles próximos a cero durante el periodo de 2012-2014 no consigue desencadenar un crecimiento medio positivo en la zona euro, lo cual refleja el denominado efecto de “trampa de liquidez” que demuestra la insuficiencia de éste instrumento de política monetaria para reactivar las economías de la eurozona.

### - Evolución sobre los tipos de interés aplicables a las facilidades marginales de crédito

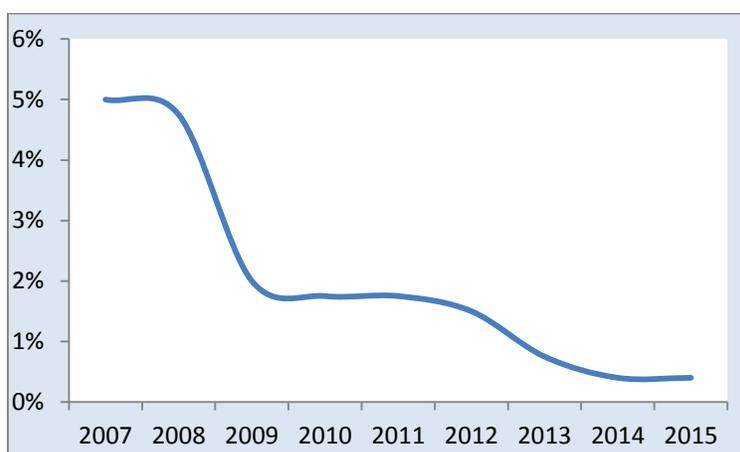
Como ilustra el GRÁFICO 23, la evolución de los tipos aplicables a las facilidades marginales de crédito presenta una trayectoria similar a los tipos de interés referentes a las operaciones

principales de financiación. Como se puede observar en el gráfico, en 2007, los tipos se situaban a un nivel del 5%, mientras que en 2014 el BCE los establecía a niveles del 0,4%.

Se trata por tanto de una política monetaria expansiva que refleja la intención del BCE de fomentar su concesión de créditos a entidades financieras, para aumentar la liquidez de estas, y generar una mayor concesión de créditos al público.

No obstante, a pesar de las reiteradas reducciones de dichos tipos, las entidades financieras en la eurozona no respondían a tales estímulos, de tal manera que el BCE ha mantenido esta política expansiva durante los siete años comprendidos entre 2007 y 2014, hasta alcanzar su mínimo en 2014, cuando el BCE estableció los tipos a 0,4% que a día de hoy mantiene.

#### GRÁFICO 22



**Ilustración 23: Evolución sobre los tipos aplicables a facilidades marginales de crédito 2007-2015**

Elaboración propia en base a BCE Monetary Policy Database

#### - Evolución sobre los tipos de interés aplicables a las facilidades marginales de depósitos

Por último, merece ser mencionada la evolución de los tipos de interés aplicables sobre las facilidades marginales de depósitos. Si se observa el GRÁFICO 24, se puede comprobar la drástica evolución registrada por dichos tipos llegando a registrar niveles negativos.

Como ya se explicó en epígrafes anteriores, los tipos de interés aplicables a las facilidades marginales de depósitos hacen referencia a los tipos de interés cobrados por las entidades financieras a la hora de realizar depósitos en el BCE.

Si se observa el GRÁFICO 24, se puede comprobar cómo en 2007 estos tipos se encontraban a un nivel del 5%, que el BCE modificaba progresivamente a medida que la crisis se expandía por la eurozona. Uno de los elementos claves que se deben mencionar serán las tasas negativas que el BCE establece a partir de 2013. Dicha medida refleja la intención del BCE de aumentar la creación

de crédito por parte de las entidades financieras, ya que realizar depósitos supondría una rentabilidad negativa. Se trata por tanto de otro método de política monetaria que incide sobre la rentabilidad de los bancos a la hora de realizar depósitos, y que por ello, favorece la reticencia o el impulso sobre la creación de crédito en el mercado de dinero.

#### GRÁFICO 24

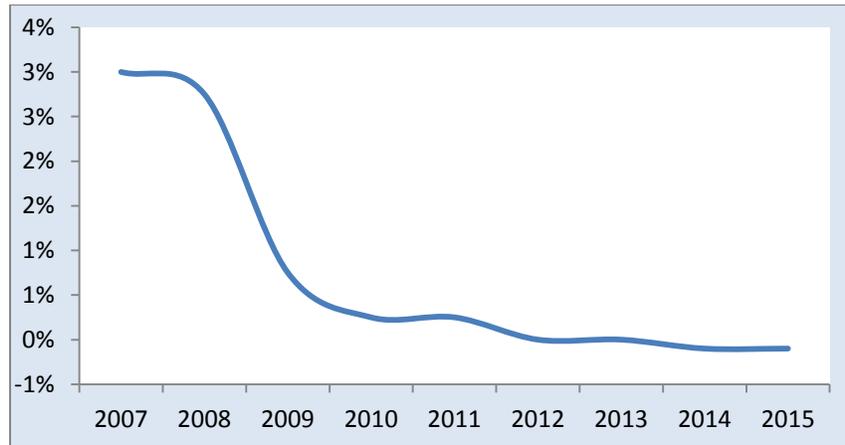


Ilustración 24: Evolución sobre los tipos de interés aplicables a facilidades marginales de depósitos 2007-2015

Elaboración propia en base a BCE Monetary Policy Database

Actualmente, debido a la latente necesidad de creación de créditos, el BCE mantiene los tipos de interés aplicables sobre las facilidades de depósito a niveles negativos.

Como se ha podido observar, la evaluación de los tres tipos de interés modificados por el BCE ha registrado trayectorias muy similares. Desde comienzos de 2007, con tasas muy elevadas, el BCE comenzó a reducir dichos tipos, alcanzando en el caso de las facilidades marginales de depósito, niveles negativos. No obstante, como indicaba el gráfico 22, dichas reducciones sobre los tipos dejaron de manifestar su efectividad a partir del periodo de 2012-2013, en el cual, el crecimiento medio de la eurozona mantiene porcentajes negativos que no responden a las bruscas y reiteradas bajadas de los tipos de interés que el BCE llevaba a cabo.

Debido a esta ineffectividad ante modificaciones sobre los tipos, el BCE decidió recurrir a métodos no convencionales de políticas monetarias como solución alternativa a la consecución de una estabilidad de precios y niveles de crecimiento sostenidos.

### 4.3.3 Políticas monetarias no convencionales

A lo largo de este epígrafe, llevaré a cabo una breve explicación sobre las nuevas tendencias de política monetaria implementadas por el BCE como estrategia alternativa al crítico escenario de la eurozona durante la gran recesión.

Como ya se mencionó en el epígrafe anterior, el efecto desencadenado por las modificaciones sobre los principales tipos de interés comenzó a resultar insuficiente e inefectivo a medida que la crisis avanzaba. El BCE continuó reduciendo los tipos de interés hasta septiembre de 2014, cuando alcanzó sus niveles mínimos históricos.

No obstante, la ausencia de repercusión de estas medidas condujo al BCE a la búsqueda de nuevas formas de incidir sobre el mercado del dinero para conseguir reactivar el crecimiento y acabar con el estancamiento económico. Para ello, el BCE optó por la implementación de nuevas modalidades de operaciones de mercado abierto que permitieran inyectar grandes cantidades de liquidez en el sistema.

A continuación, se llevará a cabo la descripción de las distintas modalidades de operaciones de mercado abierto no convencionales llevadas a cabo por el BCE durante la gran recesión.

#### **1. LTRO (Long-Term Refinancing Operations)**

En primer lugar, como mecanismo alternativo de política monetaria, se hará referencia a las operaciones de financiación a plazo largo también conocidas como LTROs.

Este mecanismo consiste en las operaciones principales de financiación (MROS; Main refinancing operations) realizadas por del BCE, con plazos de vencimiento más elevados.

Una operación de MRO consiste en la subasta de una determinada cuantía de fondos del BCE, a la cual acuden los principales bancos centrales nacionales. Dicha subasta se realiza con una periodicidad semanal y puede ser establecida de dos maneras distintas;

- La subastas de volumen. Se trata de subastas a tipo de interés fijo, en las cuales los bancos hacen peticiones de fondos, y el BCE distribuye proporcionalmente los fondos que desee colocar.
- Las subasta de tipo de interés variable. Consiste en subastas en las cuales los bancos pujan, anunciando un listado de tipo de interés al que desean obtener liquidez y el volumen de fondos correspondiente a cada tipo de interés. El BCE acepta las pujas con los tipos más elevados y la liquidez solicitada hasta que agota la liquidez que quiere suministrar. (BCE, 2014).

Se trata de un mecanismo que permite a las entidades de crédito mantener sus cuentas corrientes con valores cercanos a sus exigencias de reservas. No obstante, si bien es cierto que MROs poseen un vencimiento semanal, las LTROs poseen un vencimiento superior a tres meses.

Dentro de las operaciones de LTROs cabe diferenciar;

- Operaciones de LTROs regulares
- Operaciones de LTROs complementarias a tres y seis meses
- Operaciones de financiación a plazo especial

La utilización de estas operaciones tuvo su origen con anterioridad al estallido de la crisis, sin embargo, tras la llegada de la gran recesión, su implementación se intensificó de manera drástica y los periodos de vencimiento se ampliaron considerablemente.

A través de este mecanismo, el BCE desea generar una mayor confianza en el sistema bancario. A través de las operaciones de LTROs, se favorece la manutención de tipos de interés a niveles reducidos y una mayor capacidad de intermediación del BCE para hacer frente a la refinanciación de todo el sistema bancario de la eurozona. Además, fomenta la reducción de costes de liquidez y garantiza una estabilidad bancaria que permite una mayor creación de crédito y como consecuencia, una mayor reactivación de la economía. (BCE, 2008).

A continuación, se procederá a la enumeración de las operaciones LTROs y las reformas realizadas sobre dichos programas, realizadas por el BCE desde 2008 hasta la actualidad.

#### Operaciones LTROs en 2008

Durante este periodo se inició el gradual impulso sobre la utilización de este mecanismo de política monetaria no convencional. Fue en 2008, cuando se duplicó la financiación a través de operaciones a largo plazo.

- En febrero de 2008, el Consejo de Gobierno, con el fin de favorecer la normalización del mercado monetario, decidió renovar dos operaciones complementarias que había introducido en 2007 inicialmente por un importe de 60.000 millones de euros, y posteriormente por un importe de 50.000 millones. Además, amplió la posibilidad del vencimiento medio de las operaciones LTROs, incrementando estas a 6 meses (partiendo del vencimiento a 3 meses inicial). (BCE, 2009).
- En marzo de 2008 el Consejo de Gobierno decidió realizar nuevas operaciones complementarias a tres y seis meses, por un importe de 50.000 millones de euros. Las primeras operaciones a seis meses se liquidaron el 3 de abril y el 10 de julio, por un importe de 25.000 millones de euros cada una. Durante el año 2008, todas estas operaciones se renovaron al vencimiento. (BCE, 2009).

#### Operaciones LTROs en 2009

Durante el periodo comprendido entre enero y junio de 2009, el saldo latente de liquidez adjudicado en las LTROs regulares, en las complementarias y en las operaciones de financiación a plazo especial se redujo considerablemente. El 1 de enero dichas operaciones registraban un saldo de 617.000 millones de euros mientras que en junio apenas alcanzaban los 309.000 millones de euros.

No obstante, durante el segundo semestre de 2009, evolucionaron de manera contraria, y se mantuvieron niveles muy elevados. Tras la liquidación de la primera LTRO a un año, el saldo latente de las operaciones de financiación a plazo especial y de las LTRO aumentó a más del doble, alcanzando los 729.000 millones de euros. (BCE, 2010).

Además, cabe mencionar que durante este periodo las entidades de contrapartida comenzaron a recurrir a la ampliación del plazo de su financiación y recurrir a un mayor uso de las operaciones de LTRO a un año, provocando la disminución del resto de operaciones de financiación. (BCE, 2010).

El 31 de diciembre, las operaciones de LTRO a un año representaban el 82% del saldo total de financiación, las operaciones de MRS suponían un 11%, las operaciones LTRO a tres y a seis meses contribuían con un 3% y un 4%, respectivamente, y un 0,4% correspondía a las operaciones de financiación a plazo especial, mientras que el programa de adquisiciones de bonos garantizados constituía el 4% de la inyección de liquidez. El 31 de diciembre, sólo el saldo vivo de las operaciones de LTRO a un año, cuyo valor ascendía a 614.000 millones de euros, superaba en 23.000 millones de euros la necesidad de liquidez agregada del sistema bancario. (BCE, 2010).

Respecto a la participación en las operaciones de LTROs, cada modalidad experimentó distintos escenarios, aunque cabe mencionar que todos ellos registraron una considerable reducción;

- En las operaciones de LTROs a un año, si bien es cierto que la participación resultaba muy elevada, a medida que transcurría el año, fue sufriendo un gradual descenso. En la primera operación participaron 1.121 entidades de contrapartida, 589 participaron en la segunda y 224 en la tercera.
- La participación en operaciones de LTRO a tres meses también reflejaba una significativa disminución. Dichas operaciones pasaron de registrar 133 participantes en Enero, a un mínimo de 8 en octubre y diciembre.
- Las operaciones de LTRO a seis meses, pasaron de un máximo de 110 participantes registrados en el mes de junio, a un mínimo de 21 registrados en los meses de Noviembre y Diciembre.
- La participación en las operaciones de financiación a plazo especial también disminuyó, partiendo de un máximo de 147 de junio a un mínimo de 8 en diciembre de ese mismo año.

#### Operaciones LTROs en 2010

A comienzos de 2010, el BCE llevó a cabo la retirada gradual de medidas no convencionales. Como consecuencia, se estableció la suspensión de las operaciones de LTRO complementarias con vencimiento a tres y seis meses y se mantuvieron las operaciones de financiación a plazo especial, introducidas en septiembre de 2008.

Por otro lado, las tres Operaciones de LTRO con vencimiento a un año resueltas durante 2009, se liquidaron el 1 de julio, el 30 de septiembre y el 23 de diciembre de 2010.

Como consecuencia, como alternativa de amortiguación del efecto en la liquidez a causa del vencimiento de las LTROs, se efectuaron cuatro nuevas operaciones el 1 de julio, el 30 de septiembre, el 11 de noviembre y el 23 de diciembre. (BCE, 2011).

Durante el primer semestre del año, antes de que venciera la primera LTRO a un año, el saldo medio diario de liquidez adjudicado en las LTRO, en las LTROs complementarias y en las operaciones de financiación a plazo especial fue de 671.000 millones de euros. (BCE, 2011).

En el segundo semestre del año, antes del vencimiento de la segunda LTRO a un año, el saldo medio diario se redujo a 431.000 millones de euros, que continuó descendiendo hasta los 333.000 millones en diciembre de 2010.

En referencia a la participación en las operaciones de LTRO;

- La participación en las operaciones de financiación a plazo especial aumentó de manera significativa a lo largo del año, ya que desde enero hasta diciembre, se multiplicó por ocho la participación de las entidades de contrapartida, pasando de 7 a 56.
- La participación en las LTROs regulares a tres meses resultó muy volátil.
- Por último, en las dos operaciones a seis meses liquidadas el 1 de abril y el 13 de mayo, la participación de las entidades de contrapartida ascendió ligeramente.

#### Operaciones LTROs en 2011

En 2011, el saldo medio diario de liquidez adjudicado en las LTROs regulares a tres meses, en las operaciones de financiación a plazo especial y en las LTROs complementarias ascendió a 373.000 millones de euros.

- La adjudicación media en las LTROs regulares a tres meses fue de 72.700 millones de euros y continuó siendo volátil durante todo el año 2011, oscilando entre un mínimo de 29.700 millones de euros adjudicados en diciembre y un máximo de 140.600 millones de euros adjudicados en septiembre.
- El saldo medio adjudicado en las operaciones de financiación a plazo especial de un mes ascendió a 66.800 millones de euros y el promedio de entidades de contrapartida participantes fue de 47.
- En la LTRO a seis meses liquidada el 11 de agosto participaron 114 entidades de contrapartida para un volumen total de 49.800 millones de euros.
- Por último en la LTRO complementaria con vencimiento a tres años 3, la cual se liquidó el 22 de diciembre, participaron 523 entidades para un volumen total de 489.200 millones de euros, que incluía 45.700 millones de euros transferidos desde la LTRO complementaria a 12 meses adjudicada en octubre de 2011. En total, 123 entidades de contrapartida aprovecharon la posibilidad de traspasar los saldos de una operación a otra, mientras que 58 decidieron mantenerlos en la LTRO complementaria a doce meses, cuyo saldo remanente fue de 11,2 mm de euros. (BCE, 2013).

### Operaciones LTROs de 2012

En 2012, el saldo medio diario de liquidez adjudicado en las LTROs regulares a tres meses, en las operaciones de financiación a plazo especial y en las LTROs complementarias ascendió a 1.022.000 millones de euros.

- El saldo medio de liquidez concedida en las LTROs regulares a regulares a tres meses fue de 14.400 millones de euros y continuó siendo volátil durante todo el año 2012, oscilando entre un mínimo de 6.200 millones de euros adjudicados en octubre y un máximo de 26.300 mm de euros adjudicados en junio.
- El saldo medio adjudicado en las operaciones de financiación a plazo especial de un mes ascendió a 17.800 millones de euros y el promedio de entidades de contrapartida participantes fue de 26.
- Por último, en la LTRO con vencimiento a tres años que se liquidó el 1 de marzo participaron 800 entidades para un volumen total de 529,5 mm de euros, mientras que en la LTRO a tres años liquidada el 22 de diciembre de 2011, participaron 523 entidades para un volumen total de 489.200 millones de euros.

### Operaciones LTROs de 2013

Durante el año de 2013, el saldo medio diario de liquidez adjudicado en las LTROs regulares a tres meses y en las operaciones de financiación con plazo especial de un período de mantenimiento ascendió a 12.500 millones de euros.

- El saldo medio de liquidez adjudicado en las LTROs regulares a tres meses fue de 7.200 millones de euros, oscilando entre un mínimo de 1.900 millones de euros adjudicados en octubre y un máximo de 20.900 millones de euros adjudicados en diciembre. El promedio de entidades de contrapartida participantes fue de 46.
- El saldo medio adjudicado en las operaciones de financiación con plazo especial de un mes ascendió a 5.300 millones de euros y el promedio de entidades de contrapartida participantes fue de 21.
- El saldo medio diario latente de la liquidez adjudicada a través de las LTROs a tres años fue de 694.800 millones de euros. El saldo vivo de las dos LTROs a tres años se redujo de 992.000 millones de euros a comienzos de 2013, a 544.400 millones de euros al final del año, una disminución de casi 440.000 millones de euros, ya que las entidades de contrapartida reembolsaron gradualmente parte de los fondos obtenidos en estas operaciones.

### Operaciones LTROs de 2014

Durante las operaciones de mercado abierto realizadas por el BCE durante el año de 2014, resulta imperativo hacer especial referencia al desarrollo de una modalidad de operaciones de LTRO denominadas TLTRO (targeted longer-term refinancing operations).

Se trata de operaciones de financiación de largo vencimiento destinadas a respaldar el crédito bancario a hogares y entidades no financieras, excluyendo los préstamos concedidos para la adquisición de vivienda. Para dichas operaciones de financiación el Consejo de Gobierno estableció su vencimiento en septiembre de 2018. (BDE, 2014).

Para las operaciones de TLRO en 2014, llevadas a cabo en septiembre y diciembre de 2014, se estableció un importe conjunto inicial de 400.000 millones de euros. Además, el BCE estableció que transcurridos 24 meses desde cada TLRO, las entidades de contrapartida tendrán la opción de hacer reembolsos. El Consejo de Gobierno también estableció diversas disposiciones orientadas a garantizar que los fondos se destinaran a respaldar la economía real. En aquellas entidades de contrapartida que no se hubieran cumplido determinadas condiciones referidas al volumen de financiación neta a la economía real, se requerirá que devuelvan en septiembre de 2016 los fondos obtenidos. (BDE, 2014).

## **2. Las OMTs (Outright Monetary Transactions)**

Una vez estallada la crisis, el mercado de la deuda pública resultó muy afectado ante la brutal expansión de temores infundados de los inversores, lo cual, impedía una adecuada transmisión de la política monetaria del BCE y perturbaba la eficacia de sus medidas convencionales. Por esta razón, el BCE desarrolló como solución alternativa las OMT u operaciones de compraventa dirigidas a mitigar estos riesgos. (BCE, 2012).

Este mecanismo alternativo de política monetaria tuvo su origen en septiembre de 2012, cuando el BCE anunció las características de una nueva medida no convencional cuyo objetivo fundamental consiste en salvaguardar la adecuada transmisión de la política monetaria única para la consecución de la estabilidad de precios en toda la zona euro. (BCE, 2012).

Las OMT u operaciones monetarias de compraventa consisten en programas de compra, por parte del BCE, de deuda soberana de países miembros de la eurozona en los mercados secundarios. No obstante, como ya se mencionaba en el epígrafe 4.2 (Estructura y marco de actuación de la política monetaria en la Eurozona), este mecanismo debe respetar la prohibición de financiación monetaria que prohíbe al BCE y a los bancos nacionales la adquisición de deuda pública en el mercado primario. (BCE, 2013).

Por ello, es importante resaltar que la adquisición de los bonos soberanos se realizará siempre en el mercado secundario garantizando así la no interferencia de éste en los tres objetivos de la prohibición de financiación monetaria:

- El objetivo primordial de la estabilidad de precios
- La independencia del banco central
- La disciplina fiscal

Para maximizar la efectividad de dichas operaciones, los estados miembros involucrados deberán adoptar una serie de medidas macroeconómicas, estructurales, fiscales y financieras. Por tanto, la

ejecución por parte del BCE de programas de OMC en el mercado de bonos soberanos de un Estado miembro se basa en el cumplimiento de dicho Estado de los compromisos y plazos que se hayan establecido en el programa.

Conviene hacer hincapié también en la necesidad del estricto cumplimiento de las condiciones incorporadas en el programa de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF) o del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). Se trata de programas de asistencia financiera de emergencia a estados miembros de la eurozona en situaciones críticas, el cual garantiza que los gobiernos asistidos lleven a cabo una serie de reformas necesarias y mantengan una determinada disciplina fiscal. (BCE, 2012).

Además, resulta imperativo aclarar que toda la liquidez generada mediante las OMT se esterilizará íntegramente. Como consecuencia esta absorción de liquidez, no se producirán incrementos en la base monetaria, ni variaciones en las condiciones de liquidez del mercado.

De esta forma, el Consejo de Gobierno del BCE contemplará las OMT en la medida en que éstas estén justificadas desde la perspectiva de política monetaria siempre que se respete la condicionalidad y los requisitos establecidos y finalizará dichas operaciones una vez se hayan alcanzado sus objetivos, o se haya producido el incumplimiento del programa precautorio.

Hasta la actualidad, ningún estado miembro ha solicitado los programas de OMTs, sin embargo, a lo largo del epígrafe 4.3 (Efectos desencadenados por las políticas monetarias no convencionales) se explicará de qué manera afectaron en el mercado de valores las publicaciones del BCE referentes a las Operaciones Monetarias de Compraventa.

### ***3. Quantitative easing***

A lo largo del segundo epígrafe se llevó a cabo la descripción de este instrumento de política monetaria. Se trata de un mecanismo alternativo que consiste en la compra por parte de los bancos centrales de deuda pública en manos de entidades financieras privadas.

Desde comienzos de 2008, el mecanismo de *QE* ha sido utilizado por los principales bancos centrales de todo el mundo, tales como la Reserva Federal, El BOJ y el Banco Central de Reino Unido. No obstante, en la Eurozona todavía representaba una medida novedosa que no había sido antes puesta en marcha hasta comienzos de 2015.

El 22 de Enero de 2015, el BCE anunciaba la implementación de un programa específico de compra de bonos soberanos. Desde el 9 de marzo de 2015, el BCE iniciará la compra de bonos en el mercado secundario con vencimientos entre 2 y 30 años cuya rentabilidad corresponda al menos a la rentabilidad ofrecida por la facilidad de depósito del Banco Central Europeo, actualmente fijada en -0,20%, como ilustraba el gráfico 19 del epígrafe anterior referente a modificaciones sobre los tipos de interés de las operaciones marginales de depósitos.

En marzo de 2015 se iniciará el programa quantitative easing en la eurozona, materializado a través de la compra mensual de bonos soberanos por parte del BCE con una cuantía 60.000 millones de euros mensuales. (El Economista, 2015).

Dicho programa, cuya denominación corresponde a Compra del Sector Público (PSPP), dispone de una serie de instituciones o agencias supranacionales o internacionales de la Eurozona, cuya deuda es apta para el programa. Entre ellas destaca el Banco de España, el Banco de Desarrollo Europeo, la Comunidad Europea de Energía Atómica, el Fondo Europeo para la Estabilidad Financiera, el Mecanismo de Estabilidad Europeo (MEDE), el Banco Europeo de Inversiones, la Unión Europea y el Banco de Inversión Nórdico. También podrá adquirir deuda de instituciones como Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES) y Unión Nationale Interprofessionnelle pour l'Emploi dans L'Industrie et le Commerce (UNEDIC), o instituciones alemanas como Kreditanstalt fuer Wiederaufbau, Landeskreditbank Baden-Württemberg Foerderbank, Landwirtschaftliche Rentenbank y NRW.Bank. No obstante, cabe mencionar la situación de Grecia que debido a la actual situación de revisión sobre el programa de rescate griego, el país aún no podrá participar en el programa de PSPP iniciado por el BCE en marzo de 2015. (El economista, 2015).

A través de la implementación de este nuevo programa, el BCE generará una mayor cantidad de dinero en la eurozona con el objetivo de impulsar los tipos de interés a la baja, reducir el riesgo por parte de los bancos comerciales y de esta forma, fomentar la inversión, la creación del crédito y la reactivación de la económica en la eurozona, garantizando así la estabilidad de los precios.

El siguiente epígrafe tendrá como objetivo la estimación de los posibles efectos que estas políticas monetarias implementadas por el BCE puedan desencadenar en el futuro.

## 4.4. Posibles efectos desencadenados

Para la estimación de los posibles efectos recurriré a los efectos desencadenados por algunos bancos centrales del mundo que llevaron a cabo políticas monetarias similares. Para ello, dividiré este epígrafe en dos partes.

### 4.4.1 Política monetaria en EEUU, Japón y Reino Unido

#### 4.3.1 Efectos esperados en la eurozona

#### 4.4.1 Política monetaria en EEUU, Japón y Reino Unido

A continuación, haré un breve análisis acerca de la utilización de instrumentos de política monetaria similares a la eurozona en los bancos centrales de EEUU, Japón y Reino Unido.

##### - Política monetaria en Japón:

En primer lugar, haré referencia al epígrafe 3 (Instrumentos de política monetaria), el cual describe cómo Japón desarrolló el método *Quantitative Easing* en respuesta al estallido de la burbuja inmobiliaria nipona de 1990. Dicho epígrafe ilustra cómo el BOJ, ante la imposibilidad e ineffectividad de reducir los tipos, desarrolló las operaciones de *Quantitative Easing* como estrategia de salida. Además, el epígrafe 3, refleja cómo su evolución futura no resultó desencadenar los objetivos esperados y continuó registrando niveles deflacionistas acompañados de un crecimiento negativo que llegaba a hasta un nivel de del -6% en 2009. No obstante, también resulta imperativo mencionar las reiteradas operaciones de *QE* implementadas bajo el programa conocido como Abenomics como respuesta al estallido de la gran recesión. Dicho programa está fundamentado en la compra de títulos de deuda pública japonesa de vencimientos hasta de 7 años. Aunque esta medida ha conseguido impulsar, en cierto modo, el consumo y la recuperación de saldos de crecimiento positivos, estos, siguen siendo muy reducidos y aún se mantienen acompañados por la deflación. (BDE, 2015).

##### - Política monetaria en EEUU:

En segundo lugar, haremos referencia a la Reserva federal y a su utilización del método de *QE* cómo estrategia de salida de la gran crisis de 2008. Tan sólo a finales de 2008, la FED ya puso en marcha su primer programa de *Quantitative Easing* denominado LSAP-1, orientado a la compra de deuda y titulizaciones hipotecarias, así como de deuda pública, todas ellas respaldadas por las agencias del gobierno (GSEs). La Reserva Federal subrayó que a sus programas de *QE* (distintos a los adquiridos habitualmente en sus operaciones de mercado abierto) tendrían como objetivo mejorar las condiciones de financiación de los agentes, favoreciendo así la creación de crédito y una mayor asunción de riesgos por parte de las entidades financieras gracias a las inyecciones de liquidez introducidas en el sistema. (BDE, 2015).

A medida que avanzaba la crisis económica, la FED llevó a cabo los sucesivos programas de *QE*, dirigidos a la consecución de diferentes objetivos, entre los cuales, estableció como propósitos prioritarios, el cumplimiento de la meta de inflación, la recuperación del deprimido sector inmobiliario y la reducción de la elevada tasa de desempleo.

A finales de 2013, Estados Unidos comenzó a reflejar una considerable mejoría y tendencias positivas. En diciembre de 2013 alcanzó la tasa de paro más reducida desde 2008, con un porcentaje del 6,5%. Además, en este mismo periodo consiguió registrar niveles de crecimiento sobre el PIB positivos, con un nivel de crecimiento medio del 3,5%. No obstante, a pesar del incremento en las tasas de crecimiento, y la reducción sobre la tasa de paro estadounidense, aún continúa latente el objetivo de recuperación del sector privado y la asunción de un mayor riesgo por parte de las entidades financieras. Una muestra de esto último, es la inversión en el sector inmobiliario, que a pesar de registrar niveles de tasas de hipotecas históricamente bajas, no ha dado señales de una sustancial mejora. Por otra parte, a pesar de que existen mayores facilidades para acceder a financiación, la economía estadounidense continúa afectada por una menor confianza en los mercados y una caída del comercio y la producción. (BDE, 2015).

- La política monetaria de Reino Unido:

Tras reiteradas modificaciones sobre los tipos de interés, en marzo de 2009, el Banco Central de Reino Unido (BOE), también inició compras masivas de deuda pública a través del denominado programa APF. El APF consiste en la primera operación de *QE* que el BOE realizó y que fue prolongada hasta el día de hoy, ya que el BOE continúa llevando a cabo nuevos programas de *QE*. No obstante, si bien es cierto, que desde el inicio de estos programas, Inglaterra comenzó a registrar niveles de crecimiento superiores (en torno al 3% en 2014), la inflación aún se mantiene en niveles muy reducidos (en torno al 1,3%) y los saldos fiscales con niveles negativos muy elevados. (BDE, 2015).

#### 4.4.2 Efectos esperados en la eurozona

Para la estimación de los efectos esperados para la eurozona, analizará las similitudes existentes entre las políticas monetarias implementadas por los tres países previamente explicados y el BCE y los efectos que éstas hayan desencadenado en sus economías.

En respuesta a la crisis financiera, los bancos de Japón, Inglaterra, EEUU y la eurozona actuaron modificando los tipos de interés a niveles mínimos. Los epígrafes 4.3 (Evolución sobre los tipos de interés oficiales) y 4.4.1 (política monetaria en el EEUU, Japón y Reino Unido), reflejan claramente cómo el uso excesivo de la bajada de los tipos de interés en situaciones deflacionistas desencadenó, en todas ellas, el denominado efecto de trampa de liquidez postulado por Keynes.

En el caso del BCE, el GRÁFICO 17, el cual contrasta el crecimiento medio de la eurozona y las intervenciones sobre los tipos, ilustra claramente cómo las modificaciones iniciales sobre los tipos resultaron en un mayor crecimiento medio en toda la zona euro. No obstante, también ilustra cómo la continuada reducción sobre los tipos de interés oficiales acabó por ser inefectiva y el crecimiento medio de la zona euro se mantuvo negativo.

Como consecuencia, el efecto de trampa de liquidez condujo al BCE, del mismo modo que a Japón, Inglaterra y EEUU, a la utilización de operaciones de financiación a vencimientos elevados y la utilización del método de *QE*.

Por un lado, aunque las operaciones de financiación a largo plazo (LTROs) proporcionan una mejor posición financiera para los bancos en la zona euro, éstos, han optado por la inversión de deuda pública o el fortalecimiento de sus balances en vez de emplearlo en la concesión de nuevos créditos. Esta situación han conducido al BCE al desarrollo de las operaciones de TLTROS, a través de los cuales, concede préstamos a largos plazos y costes reducidos sólo si estos se traducen en una mayor creación crediticia. No obstante, si se observan las últimas subastas implementadas por el BCE, se aprecia una reducida participación en estas operaciones. En la subasta de septiembre de 2014, el BCE, con las expectativas de una colocación por valor de 100.000 millones de euros, llevó a cabo la asignación de 82.600 millones a un total de 255 entidades de la zona euro. Los 82.600 millones subastados fueron, en su mayoría, destinados al repago de las subastas de liquidez a tres años de 2011, lo que refleja la aún latente reticencia bancaria a asumir nuevas deudas financieras que no puedan ser invertidas en activos más seguros. (El país, 2014).

Por otro lado, Si se observan los efectos que los programas de *QE* desencadenaron en Japón, EEUU e Inglaterra, cabe esperar para la eurozona una inicial reducción sobre los tipos de interés (debido a la demanda de títulos de deuda soberana) y una situación de solvencia más favorable para las entidades financieras. No obstante, como ilustra el caso estadounidense, las reiteradas inyecciones de liquidez no garantizan una mayor confianza en el sistema financiero, por lo que resulta difícil estimar una mayor creación de empleo y un crecimiento económico en ausencia de una mayor inversión y consumo por parte de los agentes económicos. Además, del mismo modo que ocurre en Reino Unido, las elevadas tasas de endeudamiento gubernamental de la eurozona también impiden la adecuada circulación de dichas provisiones de liquidez y frenan el efecto deseado de estas políticas.

No obstante, para hacer frente a los saldos fiscales negativos, el BCE desarrolló los programas de OMT que por el momento no han sido adoptados por ningún Estado miembro de la eurozona. Como se explicó anteriormente, el Outright Monetary Transaction (OMT) consiste en un programa de compra de deuda soberana de corto plazo sin límite de cantidad, sometida a la condicionalidad de los programas de apoyo precautorio de la Unión Europea. Como posibles efectos desencadenados tras el anuncio de dichas operaciones en 2012, cabe mencionar la reducción de los diferenciales soberanos sometidos a estrés. En especial, merecen ser mencionada la reducción experimentada por los tipos de interés de los bonos soberanos a 2 años de Italia y España por valor de 200 puntos básicos. (BCE, Agosto de 2014).

Se trata por tanto de un escenario muy complejo. Las intervenciones sobre los tipos de interés han debilitado considerablemente sus efectos en los mercados, mientras que las entidades financieras europeas aún permanecen reticentes a la asunción de riesgos, y como consecuencia, a la generación de nuevos créditos que reactivarían el dinamismo económico en la eurozona. Además, aún se desconoce si las inyecciones de liquidez podrán favorecer el funcionamiento del mecanismo de transmisión del BCE, y conseguir una mayor actividad económica y una mayor creación de consumo e inversión favoreciendo así el vencimiento de los saldos fiscales negativos europeos.

A continuación, el epígrafe 5 corresponderá a la descripción de posibles recomendaciones y estrategias de salida que el BCE podría llevar a cabo para hacer frente a esta situación y conseguir su prioritario objetivo de estabilizar los precios y controlar la inflación o en este caso, la amenaza deflacionista.

## 5. Futuros retos y recomendaciones

Una vez explicados los posibles efectos desencadenados en la eurozona debido a las políticas monetarias del BCE, es importante considerar los diferentes desafíos a los que dicha institución se ha de enfrentar y cómo actuar ante la implementación de futuras políticas monetarias.

En primer lugar, se ha constatado la relevancia de la función de prestamista de última instancia desempeñada por el BCE. En presencia del generalizado pánico financiero, han resultado imprescindibles sus diversos programas de financiación y compra de activos, que han favorecido el restablecimiento del normal funcionamiento de los mercados financieros, y una cierta restauración de la confianza en el sistema financiero. No obstante, algunos agentes en determinados mercados podrían estar tomando un riesgo excesivo, favoreciendo la formación de nuevas burbujas, sin que se traslade de momento esta reducción en los costes de financiación a una mejora de la inversión real. (Olivier Blanchard, Giovanni Dell’Ariccia y Paolo Mauro, 2010).

Además, la liquidez otorgada ha convertido al BCE en un actor imprescindible en el mercado interbancario, que podría conducir a los bancos a posponer su necesario desapalancamiento y recapitalización, convirtiendo las medidas de liquidez en un serio problema de solvencia.

En este contexto, la continuidad de las actuales políticas monetarias no convencionales también puede retrasar la búsqueda de la sostenibilidad fiscal. A través de la compra de deuda pública, se reduce el coste de financiación de la deuda del gobierno y el aumento de los balances de los bancos centrales de manera que existe el riesgo de monetizar la deuda afectando a la senda del nivel de precios y derivar a una situación de dominancia fiscal. (Olivier Blanchard, Giovanni Dell’Ariccia y Paolo Mauro, 2010).

Por otro lado, la crisis también ha revelado la necesidad de los instrumentos adecuados para hacer frente a los riesgos de naturaleza macrofinanciera y ha propiciado importantes esfuerzos para definir un marco operativo para la política macroprudencial (que hace referencia a las regulaciones orientadas a la mitigación de riesgos del sistema financiero). A pesar de las medidas regulatorias de capital y liquidez, aún no existe una definición clara de la estabilidad financiera ni medidas numéricas de esta.

No obstante, con el fin de prevenir la aparición de estos riesgos y ayudar a generar colchones que permitan atenuar el impacto de estos riesgos, el BCE podrá utilizar diversos instrumentos, algunos de los cuales ya han sido empleados en el ámbito microprudencial. Existen distintas clasificaciones: (Olivier Blanchard, Giovanni Dell’Ariccia y Paolo Mauro, 2010).

- Los instrumentos diseñados para afectar al comportamiento de los prestamistas y aumentar su resistencia en períodos de estrés.
- Los instrumentos dirigidos a limitar la toma de riesgos por los prestatarios (límites a los ratios préstamo-valor o deuda sobre renta).
- Los instrumentos destinados a gestionar los flujos de capitales.

Una vez mencionados los distintos desafíos de las futuras políticas monetarias del BCE, se puede afirmar, que los objetivos a alcanzar de dichas políticas, son numerosos. Sin embargo, el BCE cuenta con muchos más instrumentos monetarios de los que disponía antes de la gran recesión. El reto será encontrar la mejor combinación de estos y el diseño de políticas monetarias capaces de favorecer la sostenibilidad fiscal y la necesaria sincronización de la política macroprudencial.

## 6. Conclusiones

El Banco Central Europeo, como agente implementador de políticas monetarias, asume todos los riesgos y limitaciones propias del funcionamiento de un banco central ordinario y, a diferencia del resto de Bancos Centrales del mundo, actúa en representación de los diecinueve países que constituyen la zona euro, lo que supone una mayor dificultad en la toma de sus decisiones y la implementación de sus políticas monetarias.

Además, la llegada de la crisis financiera a la eurozona ha incrementado las divergencias existentes entre los países miembros de la zona euro que reclamaban impetuosamente la intervención del BCE en el mercado monetario. Ante esta situación, el BCE ha llevado a cabo reiteradas modificaciones sobre los tipos de interés oficiales, reduciendo éstos a niveles cercanos a cero, sin obtener a penas resultados.

No obstante, la ineffectividad de este instrumento monetario, ha conducido al BCE a la búsqueda de nuevas medidas no convencionales que pudieran desencadenar un adecuado mecanismo de transmisión en la zona euro.

La masiva oferta de financiación a largo plazo (los TLROS) y las operaciones de *quantitative easing* son algunas de las alternativas por las que el BCE ha optado, tras haber resultado considerablemente efectivas en otros bancos centrales del mundo como la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra o el Banco de Japón.

Es importante considerar que la situación de la eurozona no presenta las mismas características que EEUU y Japón por lo que cabe la posibilidad de que estas medidas no resultaran tan efectivas. En la eurozona, la amenaza deflacionista aún permanece latente, las tasas de endeudamiento gubernamental son muy elevadas y la ausencia de creación de crédito continúa paralizando la actividad económica. Además, la crisis financiera en la zona euro también ha puesto de manifiesto su urgente necesidad de armonización de políticas las monetarias y las políticas macroprudenciales que garantice una estabilidad financiera compatible con los instrumentos de política monetaria del BCE.

## ANEXOS

### ANEXO 1:

#### **Calendario de modificaciones que el BCE ha llevado a cabo desde 2007, hasta la actualidad**

##### Modificaciones sobre los tipos en 2007

###### ENERO

- Tipos de interés correspondientes a las operaciones principales de financiación; 3,5%
- Tipos de interés aplicables a las facilidades marginales de crédito; 4,5%
- Tipos de interés aplicables a las facilidades de depósito; 2,5%

Durante enero y febrero de 2007, el BCE mantuvo los tipos a estos niveles.

###### MARZO

- Tipos de interés correspondientes a las operaciones principales de financiación; 3,75%
- Tipos de interés aplicables a las facilidades marginales de crédito; 4,75%
- Tipos de interés aplicables a las facilidades de depósito; 2,75%

Durante marzo, abril y mayo de 2007, el BCE mantuvo los tipos a estos niveles.

###### JUNIO

- Tipos de interés correspondientes a las operaciones principales de financiación; 4%
- Tipos de interés aplicables a las facilidades marginales de crédito; 5%
- Tipos de interés aplicables a las facilidades de depósito; 3%

Durante el periodo de junio-diciembre de 2007 y enero-junio de 2008, el BCE mantuvo los tipos a estos niveles.

##### Modificaciones sobre los tipos en 2008

###### JULIO

- Tipos de interés correspondientes a las operaciones principales de financiación; 4,25%
- Tipos de interés aplicables a las facilidades marginales de crédito; 5,25%
- Tipos de interés aplicables a las facilidades de depósito; 3,25%

Durante los meses de julio y septiembre de 2008, el BCE mantuvo los tipos a estos niveles.

###### OCTUBRE

- Tipos de interés correspondientes a las operaciones principales de financiación; 3,75%
- Tipos de interés aplicables a las facilidades marginales de crédito; 4,75%
- Tipos de interés aplicables a las facilidades de depósito; 2,75%
-

## NOVIEMBRE

- Tipos de interés correspondientes a las operaciones principales de financiación; 3,25%
- Tipos de interés aplicables a las facilidades marginales de crédito; 3,75%
- Tipos de interés aplicables a las facilidades de depósito; 2,75%

## DICIEMBRE

- Tipos de interés correspondientes a las operaciones principales de financiación; 2,50%
- Tipos de interés aplicables a las facilidades marginales de crédito; 4,75%
- Tipos de interés aplicables a las facilidades de depósito; 2,75%

## Modificaciones sobre los tipos en 2009

### ENERO

- Tipos de interés correspondientes a las operaciones principales de financiación; 2,00%
- Tipos de interés aplicables a las facilidades marginales de crédito; 3,00%
- Tipos de interés aplicables a las facilidades de depósito; 1,00%

Durante los meses de enero y febrero de 2009, el BCE mantuvo los tipos a estos niveles.

### MARZO

- Tipos de interés correspondientes a las operaciones principales de financiación; 1,50%
- Tipos de interés aplicables a las facilidades marginales de crédito; 2,50%
- Tipos de interés aplicables a las facilidades de depósito; 0,50%

### ABRIL

- Tipos de interés correspondientes a las operaciones principales de financiación; 1,25%
- Tipos de interés aplicables a las facilidades marginales de crédito; 2,25%
- Tipos de interés aplicables a las facilidades de depósito; 0,25%

### MAYO

- Tipos de interés correspondientes a las operaciones principales de financiación; 1,00%
- Tipos de interés aplicables a las facilidades marginales de crédito; 1,75%
- Tipos de interés aplicables a las facilidades de depósito; 0,25%

Desde Mayo de 2009 hasta abril de 2011, el BCE mantuvo los tipos a estos niveles.

## Modificaciones sobre los tipos en 2011

### ABRIL

- Tipos de interés correspondientes a las operaciones principales de financiación; 1,25%
- Tipos de interés aplicables a las facilidades marginales de crédito; 2,00%
- Tipos de interés aplicables a las facilidades de depósito; 0,50%

Desde abril hasta julio de 2011, el BCE mantuvo los tipos a estos niveles.

## JULIO

- Tipos de interés correspondientes a las operaciones principales de financiación; 1,50%
- Tipos de interés aplicables a las facilidades marginales de crédito; 2,25%
- Tipos de interés aplicables a las facilidades de depósito; 0,75%

Desde julio hasta noviembre de 2011, el BCE mantuvo los tipos a estos niveles.

## NOVIEMBRE

- Tipos de interés correspondientes a las operaciones principales de financiación; 1,25%
- Tipos de interés aplicables a las facilidades marginales de crédito; 2,00%
- Tipos de interés aplicables a las facilidades de depósito; 0,50%

## DICIEMBRE

- Tipos de interés correspondientes a las operaciones principales de financiación; 1,00%
- Tipos de interés aplicables a las facilidades marginales de crédito; 1,75%
- Tipos de interés aplicables a las facilidades de depósito; 0,25%

Desde diciembre de 2011 hasta Julio de 2012, el BCE mantuvo los tipos a estos niveles.

## Modificaciones sobre los tipos en 2012

### JULIO

- Tipos de interés correspondientes a las operaciones principales de financiación; 0,75%
- Tipos de interés aplicables a las facilidades marginales de crédito; 1,50%
- Tipos de interés aplicables a las facilidades de depósito; 0,00%

Desde julio de 2012 hasta mayo de 2013, el BCE mantuvo los tipos a estos niveles.

## Modificaciones sobre los tipos en 2013

### MAYO

- Tipos de interés correspondientes a las operaciones principales de financiación; 0,50%
- Tipos de interés aplicables a las facilidades marginales de crédito; 1,00%
- Tipos de interés aplicables a las facilidades de depósito; 0,00%

Desde mayo hasta noviembre de 2012, el BCE mantuvo los tipos a estos niveles

### NOVIEMBRE

- Tipos de interés correspondientes a las operaciones principales de financiación; 0,25%
- Tipos de interés aplicables a las facilidades marginales de crédito; 0,75%
- Tipos de interés aplicables a las facilidades de depósito; 0,00%

Desde noviembre de 2013 hasta junio de 2014, el BCE mantuvo los tipos a estos niveles.

## Modificaciones sobre los tipos en 2014

### JUNIO

- Tipos de interés correspondientes a las operaciones principales de financiación; 0,15%
- Tipos de interés aplicables a las facilidades marginales de crédito; 0,40%
- Tipos de interés aplicables a las facilidades de depósito; -0,10%

Desde junio hasta septiembre le BCE mantuvo los tipos a estos niveles

### SEPTIEMBRE

- Tipos de interés correspondientes a las operaciones principales de financiación; 0,05%
- Tipos de interés aplicables a las facilidades marginales de crédito; -0,20%
- Tipos de interés aplicables a las facilidades de depósito; -0,20%

Desde septiembre de 2014 hasta la actualidad, el BCE mantiene los tipos a estos niveles.

(BCE, 2015).

## BIBLIOGRAFÍA

### Páginas web y portales corporativos

- Bankofengland.co.uk, (2015). Bank of England. [online] Available at: <http://www.bankofengland.co.uk/Pages/home.aspx> [Accessed 24 Mar. 2015].
- Boj.or.jp, (2015). Bank of Japan. [online] Available at: <http://www.boj.or.jp/en/> [Accessed 24 Mar. 2015].
- Ecb.europa.eu, (2015). BCE: Editorial. [online] Available at: <https://www.ecb.europa.eu/pub/mb/editorials/2012/html/mb121011.es.html> [Accessed 24 Mar. 2015].
- Ecb.europa.eu, (2015). ECB: Monetary policy decisions. [online] Available at: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/decisions/html/index.en.html> [Accessed 24 Mar. 2015].
- Ecb.europa.eu, (2015). ECB: Open market operations. [online] Available at: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html> [Accessed 24 Mar. 2015].
- European Annual Report 2014. (2014). 1st ed. BCE.
- European Annual Report. (2007). 1st ed. BCE.
- European Annual Report. (2009). 1st ed. BCE.
- European Annual Report. (2011). 1st ed.
- European Annual Report. (2012). 1st ed. BCE.
- European Annual Report. (2013). 1st ed. BCE.
- Imf.org, (2012). IMF -- International Monetary Fund Home Page. [online] Available at: <http://www.imf.org/external/index.htm> [Accessed 24 Mar. 2015].

### Revistas y artículos especializados

- Olivier Blanchard, Giovanni Dell’Ariccia y Paolo Mauro, 2010:  
Blanchard, O., Dell’Ariccia, G. and Mauro, P. (2010). Rethinking Macro Policy II: Getting Granular. IMF.

- Boletín Anual, (2015). Las medidas de política monetaria no convencionales del BCE a lo largo de la crisis.
- Boletín Anual. (2014). 1st ed. BDE.
- Calendar of the targeted longer-term refinancing operations (TLTRO) IN 2015. (2015). 1st ed. BCE.
- Cherubini, U. and Violi, R. (n.d.). Government Bonds Ammunitions for the ECB Quantitative Easing. SSRN Journal.
- Decision of the European Central Bank of 14 May 2010 establishing a securities markets programme. (2010). 1st ed. BCE.
- Eleconomista.es, (2015). El BCE comenzará a comprar deuda pública el lunes 9 de marzo - elEconomista.es. [online] Available at: <http://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/6529632/03/15/BCE-Draghi-anuncia-que-comenzara-a-comprar-deuda-publica-el-lunes-9-de-marzo-.html#.Kku8l4q5tGLxPwr> [Accessed 24 Mar. 2015].
- Friedman, M. (1956). El papel de la política monetaria.
- Gregory, W. (1993). The price of peace. New York: Lexington Books.
- Joyce, M., Miles, D., Scott, A. and Vayanos, D. (2012). Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy - an Introduction\*. The Economic Journal, 122(564), pp.F271-F288.
- Koshiya, Y., Nakao, a. and Baba, T. (2001). Macroeconomic Analysis of the monetary Policy in Japan.
- Krugman, P. (2015). No hay suficiente inflación. [online] EL PAÍS. Available at: [http://economia.elpais.com/economia/2013/05/03/actualidad/1367601325\\_075188.html](http://economia.elpais.com/economia/2013/05/03/actualidad/1367601325_075188.html) [Accessed 24 Mar. 2015].
- Las medidas de política monetaria no convencionales del BCE a lo largo de la crisis. (2015). .

- Lo Duca, M., Straub, R. and Fratzcher, M. (2014). ECB Unconventional Monetary Policy Actions: Market Impact, international Spillovers and Transmission Channels. 1st ed.
- Los retos para la política económica en un entorno de tipos de interés próximos a cero. (2012). 1st ed. Banco de España.
- Mars, A. (2015). La primera subasta del BCE para animar el crédito queda a medio gas. [online] EL PAÍS. Available at:  
[http://economia.elpais.com/economia/2014/09/17/actualidad/1410979116\\_106042.html](http://economia.elpais.com/economia/2014/09/17/actualidad/1410979116_106042.html) [Accessed 24 Mar. 2015].
- The financial and Macroeconomic effects of OMT announcements. (2014). 1st ed.
- Unconventional Monetary Policy and Long-Term Interest Rates. (2014). 1st ed.
- Web.mit.edu, (2015). Thinking about the liquidity trap. [online] Available at:  
<http://web.mit.edu/krugman/www/trioshrt.html> [Accessed 24 Mar. 2015].
- Web.mit.edu, (2015). Thinking about the liquidity trap. [online] Available at:  
<http://web.mit.edu/krugman/www/trioshrt.html> [Accessed 24 Mar. 2015].