



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
EMPRESARIALES

**ANÁLISIS COMPARATIVO ENTRE LOS
MECANISMOS DEL BANCO CENTRAL EUROPEO
Y LA RESERVA FEDERAL PARA LUCHAR
CONTRA LA RECIENTE CRISIS ECONÓMICA.**

Autora: Claudia Mombiela Cabello de Alba

Directora: Marta Ramos Aguilar

Madrid

Abril 2014

RESUMEN: Ante la situación de crisis global que tuvo su origen en Estados Unidos durante el año 2007, los distintos Bancos Centrales han adoptado una serie de medidas, con el fin de lograr un crecimiento sostenible y una estabilidad económica y financiera. Sin embargo, las medidas convencionales aplicadas para hacer frente a crisis anteriores, no han resultado suficientes. Esto se debe a la naturaleza excepcional de la presente crisis: su gran profundidad y complejidad requieren la puesta en práctica de medidas excepcionales. Estas son conocidas como “*medidas no convencionales*”, caracterizadas por su carácter temporal y retirada gradual. El Banco Central Europeo hará uso de estos mecanismos con el objetivo principal de lograr la estabilidad de precios y transmitir la política monetaria. La Reserva Federal hará distinto uso de las distintas medidas no convencionales, debido a las diferencias estructurales existentes entre los distintos ámbitos de aplicación de un banco y otro.

Palabras clave: Banco Central Internacional, Reserva Federal, crisis, medidas no convencionales, liquidez, tipos de interés, insostenibilidad, política monetaria, política fiscal.

ABSTRACT: The actual global crisis was originated in United States in 2007. In order to face this situation and to achieve sustainable growth and economic and financial stability, the different Central Banks have applied multiple measures. However, the conventional measures used to address past crises are not enough. This is due to the exceptional nature of this crisis. Its great depth and complexity require the implementation of exceptional measures. These are known as “*non-conventional measures*” and their main features are their temporary character and gradual withdrawal. The European Central Bank uses these measures with the main objective of achieving price stability and transmitting the monetary policy. The Federal Reserve applies the conventional measures in a different way, as the big structural differences between the two spheres of application require a different treatment.

Keywords: International Central Bank, Federal Reserve, crisis, non-conventional measures, liquidity, interest rates, unsustainability, monetary policy, fiscal policy.

LISTADO DE ABREVIATURAS

BCE	Banco Central Europeo
RF	Reserva Federal
UE	Unión Europea
PIB	Producto Interior Bruto
OPF	Operaciones Principales de Financiación
PCB	Programa de Compra de bonos garantizados
OMD	Operaciones Monetarias Directas
OFPML	Operaciones de Financiación a Plazo Más Largo
OMT	Outright Monetary Transactions
LTRO	Long-Term Refinancing Operation
TSLF	Term Securities Lending Facility
MBS	Mortgage-Backed Securities
MMIFF	Money Market Investor Funding Facility
CPFF	Commercial Paper Funding Facility
EONIA	Euro OverNight Index Average

ÍNDICE DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1: TIPOS OFICIALES.....	16
GRÁFICO 2: INYECCIÓN Y ABSORCIÓN DE LIQUIDEZ POR EL EUROSISTEMA (MM DE EUROS).....	22
GRÁFICO 3: EXCEDENTE DIARIO DE LIQUIDEZ Y DIFERENCIAL ENTRE EL EONIA Y EL TIPO DE LA FACILIDAD DE DEPÓSITO (MM DE EUROS; PUNTOS BÁSICOS)	23
GRÁFICO 4: FINANCIACIÓN DE ENTIDADES (MILLONES DE EUROS)	24
GRÁFICO 5: DETALLE DE LOS ACTIVOS PRESENTADOS COMO GARANTÍA (BILLONES DE EUROS, MEDIAS ANUALES)	26
GRÁFICO 6: PRÉSTAMO NETO DEL BANCO CENTRAL EUROPEO (MILLONES DE EUROS Y % (ESCALA DERECHA)):	30
GRÁFICO 7: BALANCES SIMPLIFICADOS	33
GRÁFICO 8: COMPOSICIÓN DEL BALANCE DEL EUROSISTEMA (MM DE EUROS)	37

ÍNDICE GENERAL

1	INTRODUCCIÓN.....	7
1.1.	OBJETIVOS.....	7
1.2.	METODOLOGÍA Y ESTRUCTURA	9
2.	ESTUDIO DETALLADO DE LA RECIENTE CRISIS ECONÓMICA.....	10
3.	POLÍTICA MONETARIA	17
3.1.	POSIBLES MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA.....	17
3.2.	IMPLEMENTACIÓN DE LAS MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA	18
3.3.	IMPORTANCIA, VIABILIDAD Y RESULTADOS	31
3.4.	COMPARACIÓN DEL BCE CON LA RESERVA FEDERAL	36
4.	CASO PARTICULAR DE ESPAÑA	44
5.	POLÍTICA FISCAL.....	46
6.	CONCLUSIONES	52
7.	BIBLIOGRAFÍA.....	55

1 INTRODUCCIÓN

1.1. Objetivos

Desde el año 2007, nos hemos tenido que enfrentar directamente a condiciones financieras y económicas adversas. Estas tensiones, percibidas en un primer momento como “*shock de liquidez*” en los mercados financieros, emergieron por primera vez en el verano del año 2007, y acabaron dando lugar a una crisis económica, financiera y crisis de deuda soberana de extraordinarias dimensiones.

Para hacer frente a esta intensa crisis, las autoridades han tenido que adoptar distintos mecanismos y políticas para lograr de nuevo alcanzar el equilibrio macroeconómico y el crecimiento continuado. Por tanto, es necesario la formulación y aplicación de medidas eficaces que se lleven a la práctica antes de que esta situación se alargue y se convierta en insostenible.

En este escenario, es relevante la actuación del Banco Central Europeo (BCE), cuya principal función es apoyar este proceso de ajuste, y lograr la estabilización de los precios en los estados miembros de la zona euro.

Sin embargo, a diferencia de las medidas utilizadas para hacer frente a otras crisis económicas, las **características excepcionales** de esta crisis en cuestión (entre las que destacan su gran profundidad y complejidad), reclaman la utilización de **medidas excepcionales a nivel mundial**. Por tanto, no sólo es el Banco Central Europeo el que hace uso de estas medidas “*no tradicionales*” (conocidas como medidas “*no convencionales*”), sino que puesto que se trata de una crisis que afecta a la economía a nivel mundial, son muchos los bancos centrales que toman medidas con el mismo fin. Sin embargo, a pesar de tener todas estas medidas fines similares, los medios y herramientas utilizados no son los mismos.

De aquí surge la pregunta que conduce a la investigación de la diferente naturaleza de las medidas de política monetaria utilizada por los distintos Bancos Centrales, entre los cuales se va a destacar la acción del Banco

Central Europeo en el Marco de la Unión Europea, y la Reserva Federal en los Estados Unidos de América.

En este contexto, surge una gran pregunta: **¿Qué estrategias están llevando a cabo los distintos bancos centrales para hacer frente a la actual crisis?** Y acotando más aún la pregunta, **¿qué medidas está aplicando el Banco Central Europeo para afrontar la crisis?** Para poder dar respuesta a esta cuestión, los principales objetivos de este proyecto de investigación son:

1. Definir el concepto de “crisis”, sus componentes principales, contexto histórico, así como sus características excepcionales, dimensión y amenazas.
2. Analizar las medidas de política monetaria llevadas a cabo por los distintos bancos, pero basándome especialmente en el Banco Central Europeo; así como estudiar el carácter excepcional de las mismas, comparando su distinta naturaleza.
3. Analizar y comparar el papel de los bancos centrales como intermediarios e implementadores de la política monetaria.
4. Analizar la importancia de las medidas tomadas, la viabilidad de las mismas y sus posibles resultados.
5. Estudiar el caso particular de España.
6. Analizar el también relevante papel de la aplicación de políticas fiscales en este contexto, así como su compenetración con las medidas de política monetaria.
7. Sacar conclusiones sobre la diferente naturaleza de la crisis en cada lugar geográfico concreto y sobre las distintas formas de actuar y de implementar las políticas monetarias.

1.2. Metodología y estructura

Para llevar a cabo este trabajo de investigación, el primer paso será la recopilación de información y documentación necesaria sobre el tema en cuestión.

Tras el estudio y análisis de la documentación y fijados los objetivos del trabajo, se extraerán los principales conceptos, como son la crisis y las políticas monetarias utilizadas por los distintos bancos centrales y se procederá a la comparación y análisis de las mismas.

Por tanto, primero se estudiarán las causas de la crisis, los mecanismos para hacer frente a ella por los distintos bancos centrales (centrando el análisis en la acción del Banco Central Europeo) y por último, los resultados tras la aplicación de dichas medidas. Se concluirá analizando y comparando los distintos mecanismos utilizados por el Banco Central Europeo y la Reserva Federal, teniendo en cuenta las distintas formas de manifestarse la crisis en Europea y en Estados Unidos.

Para ello, se han realizado varios análisis descriptivos de la situación de crisis, así como analíticos, al utilizar datos reales y gráficos proporcionados por el Banco Central Europeo, la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra y el Banco de España. Estos gráficos han sido modificados en la medida en que todo aquello que aparecía en inglés se ha traducido al castellano, pero los datos y la forma de presentación del gráfico coinciden con los originales.

Además, también se han utilizado fuentes informativas, como es el caso de noticias de prensa o artículos en blogs financieros que informan sobre las características de la crisis y los mecanismos utilizados durante el periodo de tiempo que abarca desde su inicio (año 2007) hasta la actualidad (año 2014).

2. ESTUDIO DETALLADO DE LA RECIENTE CRISIS ECONÓMICA

Antes de nada, es necesario precisar qué se entiende por “*crisis*”. Este es un término que, en los últimos años ha estado muy presente en la sociedad europea y también a nivel mundial, y está frecuentemente presente en los medios. Por ello, es importante partir de este concepto para poder ir más allá.

En este sentido, Jesús Paúl GUTIÉRREZ, basándose en los estudios de KRUGMAN y OBSTFELD¹, afirma que “*el término crisis financiera se suele utilizar en un sentido genérico, para hacer referencia a la situación en la que un país sufre una crisis económica que no tiene su origen en la economía real del país, sino que está fundamentalmente asociada a problemas del sistema financiero o del sistema monetario*”².

De igual modo, señala que los factores que dan origen a la crisis aumentando la vulnerabilidad de la economía a las perturbaciones financieras, son principalmente las políticas macroeconómicas insostenibles (definidas por el mismo como “*excesivamente expansionistas*”), la situación financiera mundial, (caracterizada por “*repentinas y significativas variaciones en la relación real de intercambio y en los tipos de interés mundiales*”), la débil estructura financiera (determinada por “*la dependencia de los préstamos a corto plazo para financiar grandes déficits por cuenta corriente*”), las distorsiones en el sector financiero y la volatilidad macroeconómica.

Guillermo DE LA DEHESA afirma que la crisis financiera viene propiciada por la concurrencia de enormes desequilibrios a nivel global de los flujos anuales por cuenta corriente entre distintos países, así como por la acumulación de stocks de reservas y de deuda³.

¹ KRUGMAN, Paul R. y OBSTFELD, M., *Economía Internacional, Teoría y Política*, Addison-

² PAÚL GUTIÉRREZ, J., Lo esencial sobre la crisis financiera, 2014
(<http://www.expansion.com/diccionario-economico/crisis-financiera.html>).

³ DE LA DEHESEA, G., *La primera gran crisis financiera del siglo XXI. Orígenes, detonantes, efectos, respuestas y remedios*, Alianza Editorial, 2009, pág. 27.

La crisis mundial actual tiene su origen en Estados Unidos y va asociada a la subida incipiente del precio de la vivienda, y a la falta de confianza. Se pueden señalar tres dimensiones de la misma: crisis financiera, crisis de la deuda soberana y crisis monetaria.

Esta crisis global se ha caracterizado por la insostenibilidad de las políticas macroeconómicas y la gran volatilidad, producidas por la carente coordinación de las políticas económicas entre los distintos estados (incluso entre los estados miembros de la Unión Europea entre sí)⁴. El resultado de todo ello ha ido originando un gran impacto negativo sobre los distintos sistemas económicos y sobre la banca.

Además, la situación financiera mundial no es idónea y los tipos de interés mundiales son bajos, lo cual da lugar a una mayor emisión de deuda, a un mayor consumo y a una disminución del ahorro⁵. Todo ello unido a las distorsiones en el sector financiero que propician una débil estructura financiera. Al utilizarse los préstamos a corto plazo para financiar grandes déficits por cuenta corriente (el volumen de las importaciones), no resulta fácil pagar los préstamos. Todo ello da lugar a una estructura financiera frágil.

La moneda se cuestiona, ya que al ser a corto plazo, no hay tiempo material para propiciar un flujo de capital de regreso de moneda extranjera que cumpla con la deuda externa. Además, esta debilidad de la estructura financiera también se explica por el gran desorden de las finanzas públicas y la falta de regulación y vigilancia de las principales instituciones financieras privadas.

Alfonso NOVALES afirma que *“en definitiva la crisis fue motivada por un fallo de mercado, consistente en un conjunto de incentivos perversos, favorecidos por un contexto desregulatorio y una excesiva permisividad supervisora, junto con una política monetaria muy laxa⁶”*.

⁴ TCE, *Consecuencias de la actual crisis económica y financiera en la rendición de cuentas, y la fiscalización del sector público de la UE y la función del TCE*, 2011, p.3.

⁵ NOVALES, A., *Política monetaria antes y después de la crisis financiera*, 2010, p.1 (<https://www.ucm.es/data/cont/docs/518-2013-11-15-Crisis.pdf>).

⁶ Ídem, p.6.

Como se ha señalado con anterioridad, esta crisis se caracteriza por ser excepcional, comparada con otras anteriores, por su gran complejidad, falta de confianza, profundidad e incertidumbre continua. Cada vez se ha extendido por más países y más instituciones, dando lugar al endurecimiento cada vez mayor de las condiciones de financiación en los mercados mayoristas. También ha ocasionado un aumento del número de nacionalizaciones, quiebras, intervencionismos y medidas excepcionales en cuanto al funcionamiento del mercado.

Es por ello por lo que se considera necesario que los distintos gobiernos tomen medidas para poder hacer frente a esta crisis global, que de mayor o menor medida, afecta a la mayoría de los países. Este estudio se enfocará más en Estados Unidos y en los países europeos.

Los distintos bancos centrales adquieren aquí un papel relevante para poner en funcionamiento distintos mecanismos en algunos mercados, especialmente en el interbancario. De esta forma, se pretende ir paliando las distintas deficiencias que han ido surgiendo durante los anteriores años.⁷

Esta crisis se caracteriza por una sucesión en el tiempo de etapas concretas y fácilmente delimitables. En grandísimos rasgos, lo que ocurre es lo siguiente:

En 2007 comienza a desestabilizarse el sistema financiero en Estados Unidos y la excesiva confianza en la capacidad de los mercados financieros y la economía. La fase cíclica expansiva que caracterizaban el período anterior (conocido como la “*Gran Moderación*”) empieza a desaparecer, dando paso a una nueva etapa, conocida como la “***Gran Recesión***”.

Esta crisis es conocida como la mayor crisis financiera desde 1929. Uno de los acontecimientos a destacar que se puede considerar como desencadenante de esta gran crisis es la declaración de bancarrota de Lehman Brothers en 2008, considerado por aquel entonces el cuarto banco de inversión de Estados

⁷ BANCO DE ESPAÑA, *Informe de Estabilidad Financiera, noviembre 2008*, pp. 11 y ss. (<http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinanciera/08/Fic/IEF200811.pdf>).

Unidos.

Comienza así una etapa de desempleo y decadencia en cuanto a la producción industrial, el precio de la vivienda, el valor de los títulos hipotecarios y productos estructurados, los mercados financieros e interbancarios, y los intercambios comerciales.⁸ Se produce el llamado “**shock de liquidez**”, ya que el mercado de los títulos hipotecarios y productos estructurados deja de ser líquido y surgen los problemas de valoración de los mismos y la bajada de las acciones.⁹

Pero la iniciada crisis no sólo va a afectar al sector inmobiliario de Estados Unidos, si no que estos acontecimientos son únicamente el inicio e irán desencadenando la decadencia en otros sectores distintos del inmobiliario y en otros países del mundo.

En mayo de 2010 comienza un periodo de crisis en la zona euro que afecta a la deuda soberana (destaca Grecia en este contexto). Más tarde, en 2011, se incrementan cada vez más las tensiones a nivel financiero, bancario y bursátil, y cada vez es mayor la situación de crisis.

Son varias las intervenciones de los distintos Bancos Centrales, desde este primer momento, para hacer frente a este escenario y aliviar las circunstancias existentes en los mercados de crédito. Entre ellas, se encuentran las sucesivas **bajadas de los tipos de interés**. Estas serán, más tarde, seguidas por la adopción de medidas no convencionales, debidas a la naturaleza “*no convencional*” de la crisis en cuestión, como es la provisión de fondos que representan alrededor del 10 % del PIB de los distintos estados miembros¹⁰. Entre ellas, es preciso destacar la primera después de cuatro años, en manos

⁸ GONZÁLEZ-PÁRAMO, J.M., “La gestión del Banco Central Europeo ante la crisis”, *Revista de Economía Mundial* 30, 2012, pp. 86 y ss. (http://www.sem-wes.org/files/revista/DIR_A52O4B62NBLF9FIKNZPG/REM30_3.pdf).

⁹ VILLAR MIR, J.M., *La crisis económica actual. sus orígenes y características. medidas para salir de la misma*, 2009, pp. 10 y ss. (http://acm2.ohl.es/ACM2_upload/SalaPrensa/materialCorporativo/discurso_rai.pdf).

¹⁰ VALLÉS LIBERAL, J., Y MARAVALL RODRÍGUEZ, C., “Estrategia ante la crisis económica”, *Instituto de Estudios Fiscales*, 2010, p.65 (http://www.ief.es/documentos/recursos/publicaciones/revistas/presu_gasto_publico/58_05.pdf).

de la Reserva Federal, que acaece en octubre de 2007, al reducir los mismos en medio punto porcentual, al 4,75%, y poco más tarde, a un 4,50%, tras la situación de bancarrota anunciada por Merrill Lynch.¹¹

Y tan sólo dos meses después (diciembre de 2007), la Reserva Federal vuelve a bajar la tasa de interés en un cuarto de punto porcentual, alcanzando un 4,25%, tras la elaboración de un plan para congelar los intereses de algunas hipotecas de alto riesgo. En este contexto, la tasa de desempleo sube considerablemente, y el valor de las acciones en bolsa baja de forma acelerada a nivel mundial.

En enero de 2008 se registra la mayor tasa de desempleo previsto en dos años, y en febrero de 2008 la Reserva Federal vuelve a bajar las tasas de interés , alcanzando el 3,5% y el 3% (dos bajadas en nueve días consecutivos). Tan sólo unos meses después (noviembre de 2008), para hacer frente a la progresiva bajada de los valores en bolsa y a la cada vez más marcada crisis, la Reserva Federal se ve obligada a bajar los tipos hasta alcanzar estos el 1%.

Se puede observar así como se recurre constantemente a bajar los tipos de intereses como medida para hacer frente a esta situación de recesión mundial. Este recurso es utilizado también por parte del Banco Central Europeo, que en noviembre de 2008 fija la tasa de interés en el 3,25%, tras sucesivas bajadas propiciadas por las circunstancias, situándola en febrero de 2009 en el 2% en la zona euro. A finales de 2008, la Reserva Federal fija la tasa de interés en un 0,25%, alcanzando el menor nivel hasta entonces.

Paralelamente, esto ocurre en otros países, como es el caso de Inglaterra, donde el tipo de interés alcanza también el menor valor desde hace más de trescientos años en mayo de 2009 (0,5%). Tras observar la creciente puesta en marcha de distintos mecanismos por parte de los bancos centrales, se puede

¹¹ *Cronología de la crisis mundial (2007-2009)*, (http://www.uned.es/experto-dinero-banca/trabajos/Cronologia_de_la_crisis_mundial.pdf).

ver la relevancia de la situación¹².

El Banco Central Europeo ha bajado siete veces los tipos de interés de las operaciones principales de financiación (OPF), situándose el mínimo en el 1% en 2009¹³. En el siguiente gráfico¹⁴ se puede observar la citada tendencia de bajada de los tipos de interés (expresada en puntos básicos) por los distintos bancos centrales (Banco Central Europeo, Banco de Inglaterra, y Reserva Federal de Estados Unidos).

¹² *Cronología de la crisis ...*, op. cit.

¹³ PATEIRO RODRÍGUEZ, C., GARCÍA IGLESISAS, J.M. Y NUÑEZ GAMALLO, R., *La gestión de la liquidez del Banco Central Europeo durante la crisis financiera: 2008-2009*, 2010, p. 10 (http://www.unagaliciamoderna.com/eawp/coldata/upload/gestion_liquidez_BCE_crisis.pdf).

¹⁴ PRATS, M. A., "La eficacia de la instrumentación no convencional de la política monetaria del BCE: situación y evidencia empírica", *Blog de Economía de la Aldea Global*, 2011 (<http://blogaldeaglobal.com/2011/12/02/la-eficacia-de-la-instrumentacion-no-convencional-de-la-politica-monetaria-del-bce-situacion-y-evidencia-empirica/>).

3. POLÍTICA MONETARIA

3.1. Posibles medidas de política monetaria

Tras estudiar la principal noción de crisis y los aspectos más relevantes de la misma, es importante analizar las distintas medidas que los bancos centrales han ido adoptando.

Uno de los rasgos diferenciadores de esta crisis, frente a otras anteriores, es la forma en que los distintos estados hacen frente a la misma: no se limitan a enfocar la crisis desde una perspectiva nacional, sin tener en cuenta las soluciones que puedan plantear otros países y aportando la suya propia independientemente de los otros. Son conscientes de la necesidad de aplicar una **“estrategia cooperativa”**, internacional, que cuente con la coordinación de las autoridades económicas y financieras a nivel global para lograr así reactivar la economía y la situación financiera mundial y conseguir un crecimiento sostenido en el tiempo, teniendo en cuenta los distintos comportamientos que se observan en los diferentes mercados.

En este sentido, la Comisión Europea¹⁶ señala que *“los Estados miembros y la Unión han de **trabajar juntos, coordinarse entre sí y contribuir a una respuesta global más amplia**”*.

Para ello adoptan diferentes medidas con el fin de acabar con los préstamos a corto plazo y propiciar la financiación a medio y largo plazo, así como para recapitalizar entidades financieras.¹⁷

Esta estrategia, sin embargo, es temporal, ya que se trata de *“problemas estructurales debido a debilidades institucionales de las economías o a fallos del marco de regulación y supervisión financiera”*.¹⁸

finanzas/mercados-de-deuda/el-bce-dispuesto-a-mantener-sus-medidas-no-convencionales-
contra-la-crisis_QDInQm4Dsgix03AsHu9Jc6/).

¹⁶ COMISIÓN EUROPEA, *Comunicación de la Comisión al Consejo Europeo. Un plan Europeo de Recuperación Económica*, Bruselas, 2008 (http://europa.eu/legislation_summaries/economic_and_monetary_affairs/stability_and_growth_pact/ec0004_es.htm).

¹⁷VALLÉS LIBERAL, J. Y MARAVALL RODRÍGUEZ, C., “Estrategia ante la crisis...”, op. cit., p. 66.

Christopher MAHONEY, vicepresidente de Moody's, identifica como causas de la crisis, además del grave problema inmobiliario al que ya se ha hecho mención anteriormente, el *“largo periodo temporal de riesgo inversor demasiado barato debido al desequilibrio entre prestamistas y prestatarios”*, unido a la *“ilusión de liquidez”*¹⁹.

Asimismo, MAHONEY reitera la idea de que esta crisis no es igual a las anteriores, ya que proviene de un problema de desconfianza del mercado. Ahora no se trata únicamente de dar solución a la crisis aumentando y proporcionando liquidez, sino que esta situación requiere una gran labor psicológica que haga que esta confianza se recupere, pero claramente unida a un trasfondo. Con *“trasfondo”* se hace referencia a un pilar que sostenga esta labor psicológica y que se materializa en una serie de medidas monetarias por parte de los distintos bancos centrales.

MAHONEY reitera la idea de que aún conocido el poder que tienen los bancos centrales y la gran labor que han ejercido desde la creación de estas instituciones, se han quedado obsoletos, ya que la labor para la que fueron creados (*“lidiar con problemas bancarios”*) no se corresponde con la que tienen que hacer frente en la actualidad (*“lidiar con las crisis de confianza del mercado”*, en grandes términos).²⁰

En esta misma línea, los representantes de Moody's señalan que *“la crisis de crédito se debe a un “shock de confianza” y es una “prueba de fuego” para el sistema financiero moderno”*²¹

3.2. Implementación de las medidas de política monetaria

Los bancos centrales implementan unas medidas concretas para hacer frente a la crisis que comenzó en el año 2007: programa de operaciones monetarias

¹⁸ GONZÁLEZ-PÁRAMO, J.M., “La gestión del Banco Central Europeo...”, op. cit., p. 85.

¹⁹ *La crisis de crédito se debe a un “shock de confianza” y es una “prueba de fuego” para el sistema financiero moderno, según Moody's, 2007*
(http://www.elconfidencial.com/mercados/archivo/2007/09/19/46_crisis_credito_convierte.html).

²⁰ ídem.

²¹ ídem.

directas (*OMT*, “*outright monetary transactions*”), operaciones de refinanciación a largo plazo, orientación hacia delante mediante innovación (“*forward guidance*”), etc.

Aunque traten de aplicar una estrategia coordinada, siempre hay diferencias en las distintas medidas que aplican los distintos bancos centrales. Esto se debe, no únicamente a las diferencias culturales existentes, sino también y sobre todo a la diferente naturaleza e impacto con que la crisis afecta en los distintos lugares.

Como ya se ha señalado con anterioridad, la gravedad de la situación en cuestión, exige la puesta en práctica de **medidas no convencionales** y de carácter temporal. Como referencia para llevar a cabo este estudio, se van a abarcar sobre todo las medidas llevadas a la práctica por parte del Banco Central Europeo. De este modo, se procede a estudiar también cómo éste hace frente a la crisis y la repercusión que sus medidas tienen en la situación actual en la que, desde 2007, nos encontramos.

Es de especial relevancia que el mercado monetario funcione correctamente, para hacer posible la transmisión de la política monetaria a las entidades bancarias.

A continuación, se va a analizar la acción llevada a cabo por el Banco Central Europeo, y las medidas que el mismo ha implementado desde octubre de 2008 y cómo ha hecho frente a la crisis. Las medidas tomadas por el mismo se refieren, fundamentalmente, al sector bancario, ya que son la principal fuente de financiación de las empresas de la zona euro, a diferencia de otros sistemas que se basan principalmente en buscar financiación en los mercados de capitales (como es el caso de los Estados Unidos de América).²²

No se puede perder tampoco de vista el objetivo principal del Banco Central Europeo, que es conseguir la estabilidad de precios, a diferencia de otros

²² BCE, Política monetaria (BCE; 1 de julio de 2013, página web oficial: http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/monpol/html/mp_010.es.html).

bancos centrales que cuentan con metas duales.²³ A pesar de ello, es obvio que esta meta principal lleva consigo otras implícitas, como es la mejora de la transmisión de la política monetaria.

Las medidas no convencionales se pueden resumir en las siguientes.²⁴

El Banco Central Europeo establece un **tipo fijo con adjudicación plena** (decisión tomada el 8 de octubre de 2008²⁵) para diez instituciones financieras de la zona euro, permitiendo así el acceso a la liquidez del Banco Central Europeo como fuente de financiación durante este período de crisis. De esta forma, se logra aportar poco a poco mayor confianza y se lucha contra la incertidumbre intentando mantener niveles bajos del tipo de interés y de costes de liquidación.

Se trata de inyecciones masivas de liquidez. Las instituciones financieras que reciben estas **inyecciones de liquidez** están, a cambio, sujetas a garantías establecidas por el Banco Central Europeo para hacer posible estas operaciones. Éste proceso tiene lugar a través de subastas competitivas a tipo de interés fijo, entre el Eurosistema y las instituciones financieras que necesitan liquidez, permitiendo así, a través de las pujas, establecer un tipo de interés a corto plazo equilibrado, y menor.

De este modo, el Banco Central Europeo **incrementa el volumen de financiación**. Además, para lograr estos resultados, aumenta el periodo de la provisión de liquidez, ofreciendo financiación a seis y doce meses (junio de 2009), *“con el objetivo de aliviar las tensiones en el mercado monetario que*

²³PRATS, M.A., “La política monetaria de Mario Draghi: desde los tipos cero a la forward guidance: (II) ¿Queda margen para actuar con las medidas no convencionales?”, *Blog de economía de la Aldea Global*, 2013 (<http://blogaldeaglobal.com/2013/12/16/la-politica-monetaria-de-mario-draghi-desde-los-tipos-cero-a-la-forward-guidance/>).

²⁴COUR-THIMAN, P. Y WINKLER, B., ECB; “The ECB’S non-standard monetary policy measures: The role of institutional factors and financial structure”, *European Central Bank Working Paper Series nº 1528*, 2013, pp. 10 y ss.

VALLÉS LIBERAL, J. Y MARAVALL RODRÍGUEZ, C., *Estrategia ante la crisis...*, op. cit., pp. 64 y ss.

BCE, *Política monetaria...*, op. cit.

²⁵PATEIRO RODRÍGUEZ, C., GARCÍA IGLESIAS, J.M. Y NUÑEZ GAMALLO, R., *La gestión de la liquidez...*, op. cit., pp. 9 y ss.

*hayan dado lugar a unos tipos de interés desmedidamente altos*²⁶ Este plazo se aumenta, a partir de finales de 2011, a tres años.²⁷

Esta ampliación de plazo se debe a que la situación y las condiciones en cuestión son excepcionales, ya que en condiciones normales esto resultaría impensable (vencimiento a tres meses en condiciones normales de las OFPML u operaciones de financiación a plazo más largo).

En 2012 se alcanza, de esta forma, una situación de máximo exceso de liquidez (850 mm de euros), pero esta situación alcanza una mayor normalidad y se estabiliza en el año 2013, disminuyendo así el exceso de liquidez, debido a la opción de reembolso anticipado ejercitada por parte de las entidades de crédito en la eurozona.²⁸

Mario DRAGUI, en septiembre de 2013, tras observar el éxito de estas operaciones de liquidez a largo plazo, que ocasionaron la mayor expansión del balance del Banco Central Europeo, anunció su voluntad de utilizar de nuevo esta medida: *“Estamos dispuestos a utilizar cualquier instrumento, incluido el programa de operaciones de liquidez a largo plazo (LTRO) si es necesario, para mantener los tipos de interés a corto plazo en los mercados monetarios a un nivel justificado respecto a nuestro análisis de la inflación a medio plazo*²⁹.

En el Boletín Mensual emitido por el Banco Central Europeo en octubre de 2010³⁰, se incorporan los siguientes gráficos que señalan el gran efecto que la crisis económica tiene en relación con el incremento de inyecciones de liquidez por parte del Banco Central Europeo a las entidades crediticias que hacen uso

²⁶ BCE, Política de comunicación de los Bancos Centrales en períodos de elevada incertidumbre, *Boletín Mensual del BCE*, 2009, p. 85 (<http://www.bde.es/ff/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/09/Fic/bm0911-3.pdf>).

²⁷ GONZÁLEZ-PÁRAMO, J.M., “La gestión del Banco Central Europeo ...”, op. cit. p. 88.

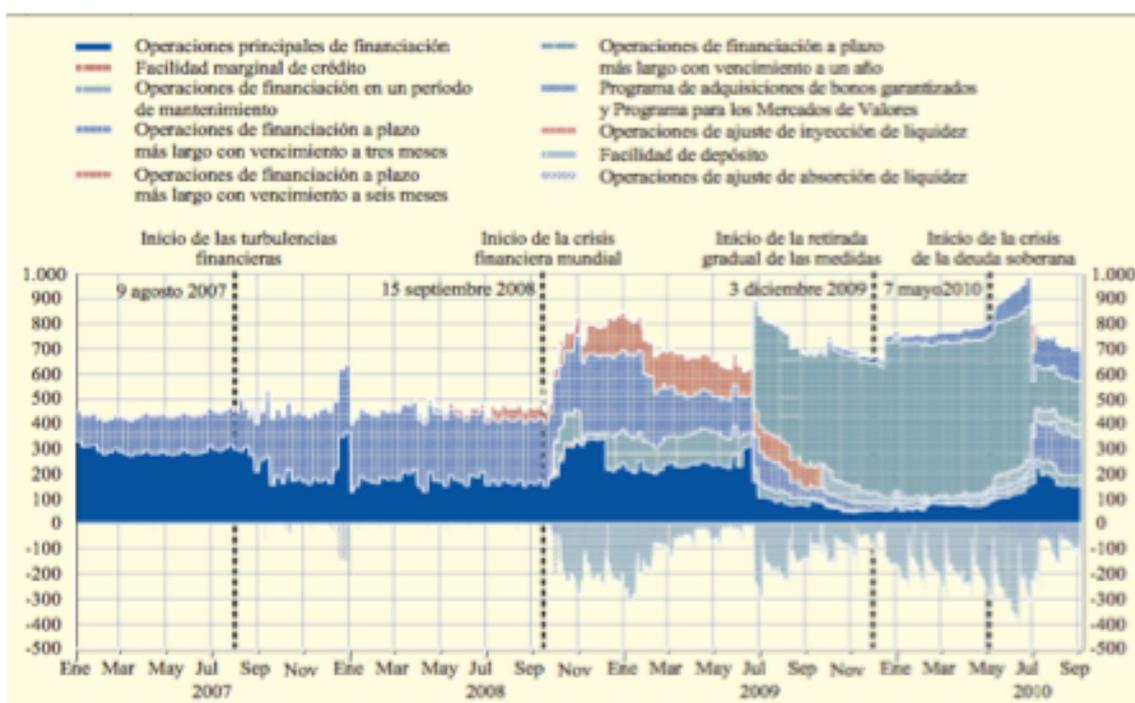
²⁸ BCE, “Evolución reciente del exceso de liquidez y de los tipos de interés del mercado monetario”, *Boletín Mensual del BCE*, 2014, pp. 3 y 4 (<http://www.bde.es/ff/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/14/Fich/bm1401-3.pdf>).

²⁹ PRATS, M.A., “La política monetaria de...”, op. cit.

³⁰ BCE, “La respuesta del BCE a la crisis financiera”, *Boletín Mensual*, 2014, p. 73 (<http://www.bde.es/ff/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/10/Fich/bm1010-3.pdf>).

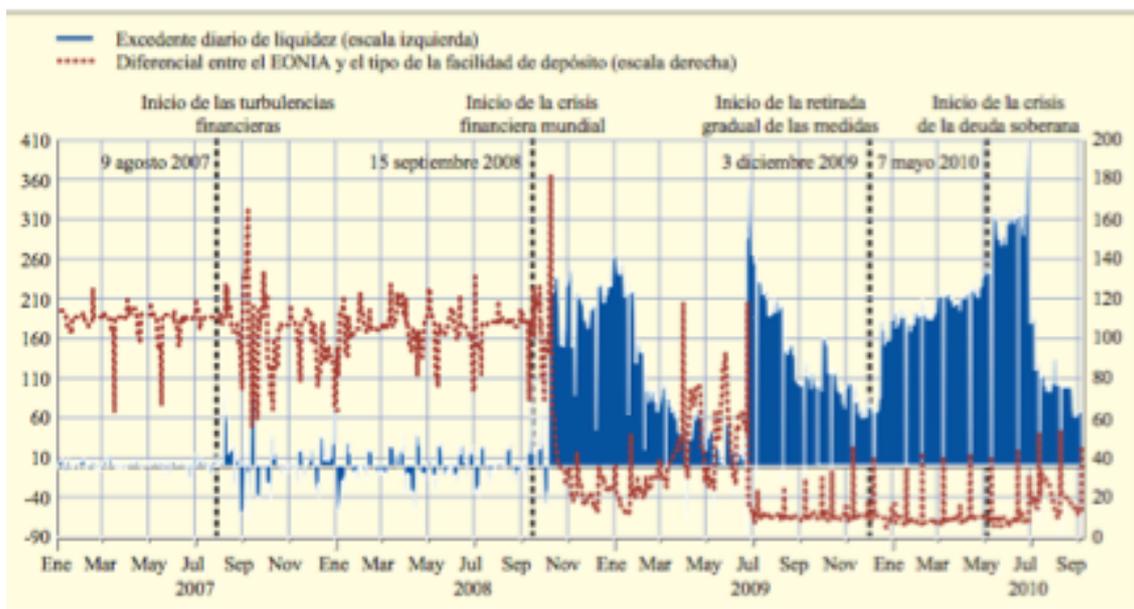
de este recurso. Esto acaba dando lugar a una cada vez mayor convergencia entre el tipo de interés a un día del mercado monetario y el tipo de la facilidad de depósito:

Gráfico 2: Inyección y absorción de liquidez por el Eurosistema (mm de euros)



Fuente: Banco Central Europeo

Gráfico 3: Excedente diario de liquidez y diferencial entre el EONIA y el tipo de la facilidad de depósito (mm de euros; puntos básicos)



Fuente: Banco Central Europeo

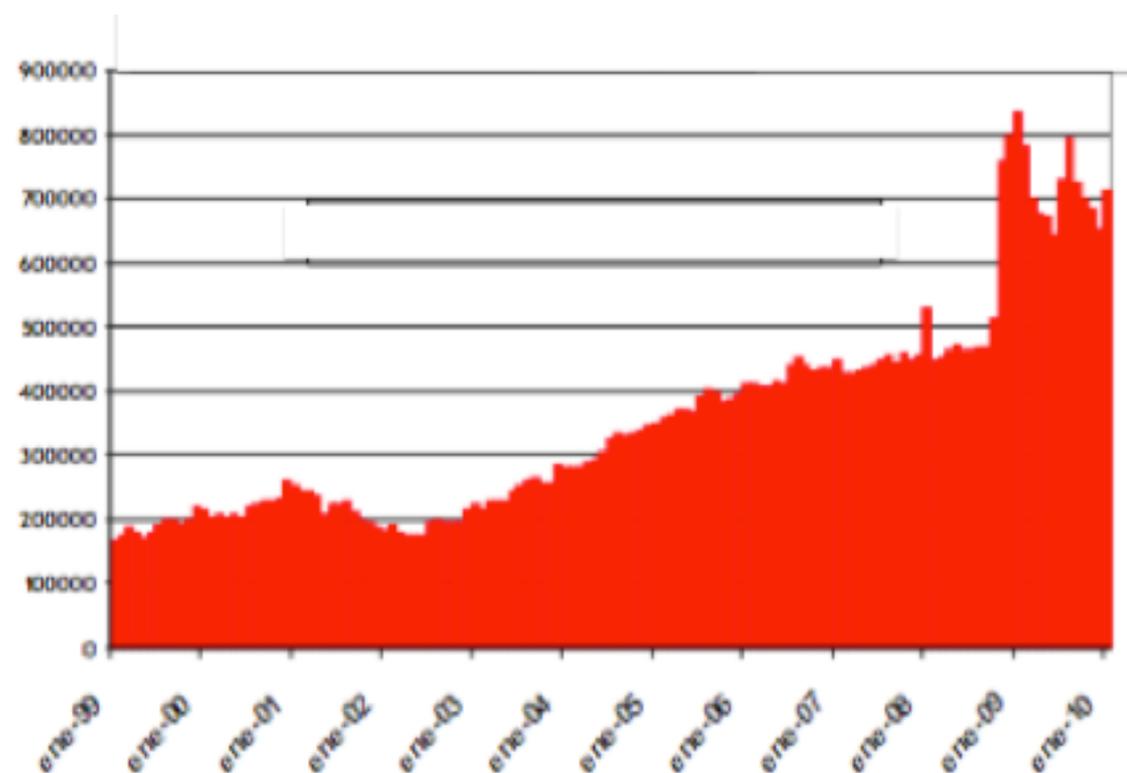
De esta forma, mediante esta medida, las entidades de crédito logran hacer frente a los préstamos que le piden otras entidades menores, y todo a ello a un tipo de interés razonable.

Relacionado con los problemas de liquidez, el Banco Central Europeo puede **influir en la determinación del coeficiente de reservas de las entidades de crédito** (del 2% al 1%), para fomentar así la participación de los mercados monetarios; y en la paralización de los ajustes realizados al terminar los períodos de mantenimiento.

Sin embargo, la mayor parte de la financiación ofrecida por el Banco Central Europeo es a entidades públicas, y por el contrario, se aprecia un descenso de financiación al sector privado.

Se puede así apreciar, en el siguiente gráfico³¹, cómo a través de estas operaciones (OPF y OFPML), el Banco Central Europeo logra aumentar su capacidad de financiación.

Gráfico 4: Financiación de entidades (millones de euros)



Fuente: Banco Central Europeo

El Banco Central Europeo ha sido considerado, tal y como indica José Manuel GONZÁLEZ- PÁRAMO, “prestamista de última instancia para el sistema bancario (...) en lugar de suministrar liquidez a las entidades de crédito, de forma que puedan hacer frente a la retirada masiva de depósitos de particulares, la respuesta del BCE fue ofrecer “intermediación de última instancia” en vista de la parálisis del mercado monetario interbancario, al objeto

³¹ PATEIRO RODRÍGUEZ, C., GARCÍA IGLESISAS, J.M. Y NUÑEZ GAMALLO, R., *La gestión de la liquidez...*, op. cit., p. 11.

de evitar una “venta a precio de saldo” de activos negociables y una costosa liquidación anticipada de los préstamos³²”.

Otra medida ligada a lo anterior, es la el **incremento del sistema de garantías** que el Banco Central Europeo concede a las distintas entidades de crédito como contrapartida a la financiación que les ofrece. De este modo, tras distintos análisis y evaluaciones exhaustivos de la aptitud de los activos para ser usados como garantes y de los usos que las entidades de crédito dan a los mismos, el Banco Central Europeo disminuye las rigideces de calificación crediticia que caracterizaban a este sistema. Amplia así el rango de activos que pueden ser utilizados como garantía, así como el control de riesgos asociados a los mismos.

El siguiente gráfico³³ presenta un desglose de los distintos activos utilizados como garantía (“*collateral*”) por parte del Banco Central Europeo. En el mismo, se puede distinguir la existencia de activos negociables (“*marketable assets*”) y de activos no negociables (no utilizados en las operaciones simples: “*non-marketable assets*”).

A grandes rasgos, se puede observar que entre 2007 (año en que comienza la crisis) y 2009 se amplía considerablemente el número de activos utilizados como garantía, fruto de los vaivenes y dificultades financieras.

³² GONZÁLEZ-PÁRAMO, J.M., “La gestión del Banco Central Europeo ...”, op. cit. p. 89.

³³ BCE, *La política monetaria del BCE*, 2011, p. 107 (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011es.pdf?742021f1e118a422a1c3a74e01b207f0>).

Gráfico 5: Detalle de los activos presentados como garantía (billones de euros, medias anuales)



No únicamente se aumenta y mejora de alguna forma el sistema de garantías, sino que también se incrementa el número de entidades que recurren a estas operaciones.

Además, el Banco Central Europeo también proporciona **liquidez en moneda extranjera a través de los acuerdos swap de divisas/ acuerdos swap de liquidez bilateral**, que son muestra de la estrategia cooperativa que mantienen los distintos bancos centrales entre sí, tal y como se ha comentado con anterioridad.

Estos acuerdos son más frecuentes entre el Banco Centra Europeo y la Reserva Federal de Estados Unidos, “con el fin de aumentar la provisión de

*dólares estadounidenses a las entidades de contrapartida, (...) con adjudicación plena (...) tanto en los swaps de divisas euro/dólar como en las cesiones temporales”.*³⁴

La Reserva Federal ha estado implicada en multitud de acuerdos swap con el Banco Central de Canadá, el Banco de Inglaterra, el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda, el Banco de Australia, el Banco de México, el Banco Central Europeo y el Banco Nacional de Suiza, entre otros³⁵.

También hay que destacar los **programas de compra de bonos garantizados (PCB)** por el valor de sesenta mil millones de euros (mayo de 2009) y cuarenta mil millones (octubre de 2011), que lleva a cabo el Banco Central Europeo, con el objetivo de aumentar las fuentes de financiación y luchar contra el trastorno financiero.

También, el Banco Central Europeo establece en el año 2010 el “**Programa para los Mercados de Valores**” (adquisición directa de renta fija). Sin embargo, el carácter ambiguo de este instrumento, que llegó a decirse que se usaba de forma encubierta, obligó a su sustitución por otro tipo de medidas para evitar la subida constante de la prima de riesgo y rebajar la deuda de los países de la zona euro. En 2012 se anuncia así la utilización de **operaciones monetarias directas (OMD)** para hacer frente a las dificultades que atravesaba el euro (**Outright Monetary Transactions, OMT**).³⁶ Sin embargo, este programa exige severas condiciones de condicionalidad, entre las que figura que la petición de rescate esté plenamente justificada desde el punto de vista macroeconómico.

³⁴ BCE, “Evolución monetaria y financiera”, *Boletín Mensual Diciembre*, 2008, p. 38 (<http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/08/Fic/bm0812.pdf>).

³⁵ MORALES, Y., “Reserva Federal, el prestamista internacional de última instancia”, *El Economista*, 2014 (<http://eleconomista.com.mx/finanzas-publicas/2013/12/22/reserva-federal-prestamista-internacional-ultima-instancia>).

³⁶ PRATS, M.A., “La política monetaria de...”, op. cit.

Además, otros requisitos³⁷ exigidos por estas operaciones monetarias directas son el principio de cobertura, el principio de tratamiento como acreedor, esterilización y transparencia (publicación):

- Condicionalidad: esta condicionalidad debe ser estricta, y debe estar acompañada de un “*Programa del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera/ Mecanismo Europeo de Estabilidad*”. La condicionalidad también supone que estas medidas deben poder ser argumentadas desde el punto de vista monetario.
- Cobertura: Las operaciones monetarias directas cubrirán la compra de deuda soberana cuyo vencimiento sea de uno a tres años. El Banco Central Europeo no establece ni un mínimo ni un máximo valor en cuanto a la cantidad de deuda que se puede soportar (no hay límite cuantitativo).
- Tratamiento como acreedor: El Banco Central Europeo se sitúa él mismo, no como acreedor preferente, sino al nivel de otros acreedores que emiten bonos en la zona euro.
- Esterilización: Para evitar el impacto de estas operaciones monetarias directas sobre la inflación, necesitan ser esterilizadas y compensadas con depósitos a plazo.
- Transparencia (publicidad): el volumen global de los bonos adquiridos a través de operaciones monetarias directas es publicado semanalmente para evitar la opacidad y garantizar que estas operaciones sean conocidas por la totalidad de los interesados. Además de estas publicaciones semanales, también hay otras mensuales, para así dar a conocer la distribución por países de estas operaciones monetarias directas.

³⁷PRATS, M.A., “La situación de liquidez en España en el contexto del nuevo programa para el mercado de valores del BCE”, *Blog de economía de la Aldea Global*, 2012 (<http://blogaldeaglobal.com/2012/11/27/la-situacion-de-liquidez-en-espana-en-el-contexto-del-nuevo-programa-para-el-mercado-de-valores-del-bce/>).

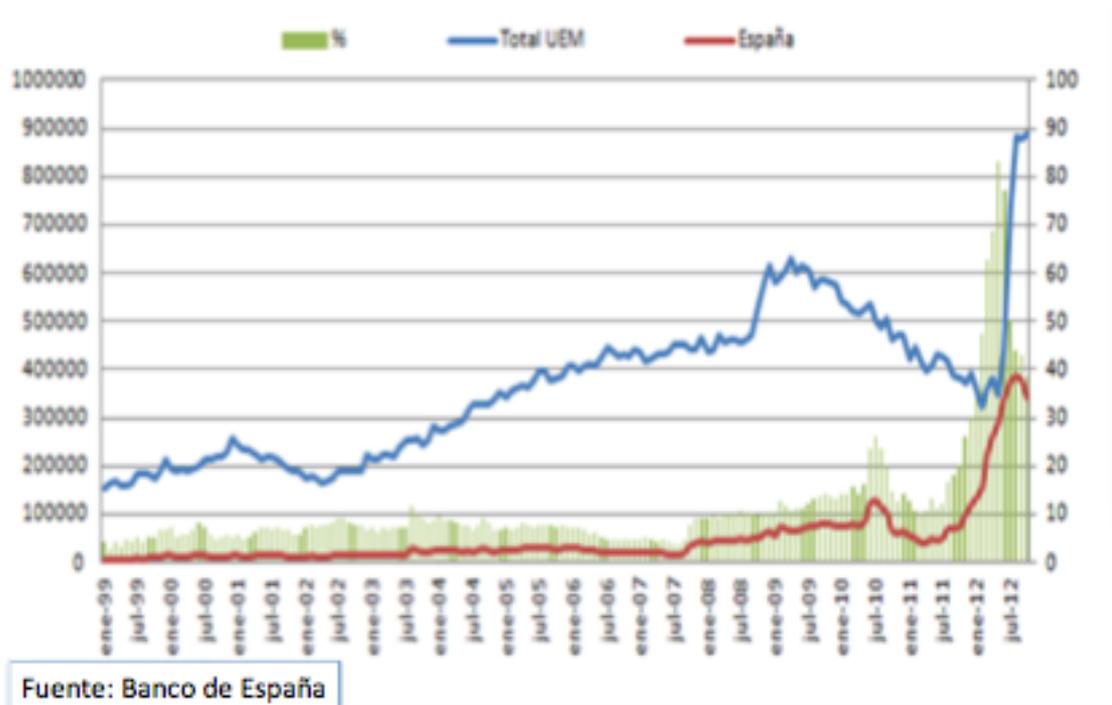
Mario DRAGHI, presidente del Banco Central Europeo, señala cuál es la verdadera intención que persigue a través de la aplicación de esta medida; *"nuestro objetivo es preservar la singularidad de nuestra política monetaria y garantizar la correcta transmisión de nuestra orientación de dicha política a la economía real en la zona euro. El programa OMT nos permitirá hacer frente a graves distorsiones en los mercados de deuda pública que se originan en temores infundados por parte de los inversores sobre la reversibilidad del euro. Con las operaciones monetarias directas tendremos una barrera completamente efectiva para evitar escenarios destructivos. El euro es irreversible"*.³⁸

Gracias a esta medida no convencional (OMD, u OMT (en inglés)), España ha logrado reducir los altos niveles de deuda que sostenían las entidades de crédito, así como de financiación neta del exterior para hacer frente a los préstamos netos (que pasa del 83% del total concedido por el Banco Central Europeo en mayo de 2012, hasta el 39% a finales de año). El siguiente gráfico muestra así el nivel de préstamo neto que el Banco Central Europeo concede, tanto a las entidades de crédito españolas como al resto de entidades de crédito de la zona Euro.³⁹

³⁸ "Las "Operaciones Monetarias Directas" del BCE", *Fidelity Worldwide Investment*, 2012 (https://www.fondosfidelity.es/static/pdfs/comentarios-fondos/Fidelity_ECB_Sept12_ES.pdf).

³⁹ PRATS, M.A., "La situación de liquidez...op. cit.

Gráfico 6: Préstamo Neto del Banco Central Europeo (millones de euros y % (escala derecha)):



En 2012 DRAGHI, presidente del Banco Central Europeo, concretó las condiciones del Programa de Operaciones Monetarias Directas. DRAGHI señala que este programa de compra de bonos durará “*el tiempo que sea necesario*”; y añade que “*el euro es irreversible*”. Es necesario que los distintos países se acojan a los planes de ayuda del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera o del Mecanismo Europeo de Estabilidad, para la adquisición de deuda.

El vencimiento de esta deuda es de entre uno y tres años, pero los presidentes de los distintos bancos centrales intentaron aumentar este plazo. Sin embargo,

esto no llega a producirse⁴⁰.

Además, el Banco Central Europeo utiliza otra medida no convencional: “**Forward Guidance**”, basada en una declaración explícita del comportamiento de los tipos de interés y las demás decisiones de las autoridades monetarias durante los siguientes meses. Mario DRAGHI, presidente del Banco Central Europeo, lo resumió el 4 de julio de 2013 de la siguiente manera: “*El Consejo de Gobierno espera que los tipos de interés del BCE permanezcan en los niveles presentes o más bajos por un periodo extenso*”.⁴¹ De esta forma consigue que los niveles de incertidumbre descieran considerablemente.

3.3. Importancia, viabilidad y resultados

La actuación del Banco Central Europeo en el período de crisis al que se ha hecho mención reiteradamente en este trabajo, es de gran relevancia. Su papel es crucial, ya que su intervención es cada vez mayor. Su objetivo es el de mediar los fallos del mercado monetario privado, apoyar la intermediación financiera, crediticia y transmitir la política monetaria, logrando así una mayor estabilidad de precios.

Estas metas no sólo constituyen un abstracto plan de acción, sino que se han concretado en acciones puntuales, dando lugar a mejoras constantes desde el año 2007 hasta la actualidad. Sin embargo, es necesario un **mayor compromiso** por parte de los distintos estados, para poder llevar a cabo la “*estrategia cooperativa*”, a la cual se ha hecho referencia con anterioridad⁴².

El presidente del Bundesbank calificó (...) de “**problemáticas pero efectivas algunas de las medidas que el Banco Central Europeo (BCE) aplicó para**

⁴⁰ LASO, D., *El Banco Central Europeo detalla su plan de compra en los mercados secundarios*, 2012, (<http://rentafija.name/el-bce-detalla-su-plan-de-compra-en-los-mercados-secundarios/>).

⁴¹ PRATS, M.A., “La política monetaria de...” op. cit.

⁴² GONZÁLEZ-PÁRAMO, J.M., “La gestión del Banco Central Europeo ...”, op. cit., pp. 98 y ss.

superar la crisis financiera y de endeudamiento soberano”⁴³.

Por otro lado, Angela MERKER señala que **“los bancos centrales pueden crear puentes, pero no solucionar los problemas estructurales de las decisiones políticas, ni la falta de competitividad de algunos países”** y destacó la gran labor que ha realizado el Banco Central Europeo para salir de la crisis, y la distinta naturaleza de éste si se compara con la Reserva Federal.⁴⁴

En cuanto a la fidelidad y efectividad de las medidas que utiliza el Banco Central Europeo, la mayoría de las fuentes consultadas señalan el resultado positivo de las mismas, calificándolas como **“efectivas”**:

Algunos autores comparan la acción del Banco Central Europeo con la llevada a cabo por el resto de bancos centrales y señalan que se puede observar que éste ha sido el que ha conseguido mayores resultados en un período de tiempo menor. Afirman que lo ha conseguido, sobre todo mediante las inyecciones de liquidez mencionadas con anterioridad como medida no convencional más eficiente.

Estas han permitido que el balance del Banco Central Europeo aumente considerablemente, al llegar, incluso, a sustituir al resto de intermediarios financieros, al ser el principal proveedor de liquidez a las entidades de crédito y convertirse en intermediador directo⁴⁵. Pero, sin embargo, el balance del Banco Central Europeo no es el que más ha aumentado si consideramos otros estudios realizados, a los que se hará referencia más adelante en el trabajo.

Así se puede observar en el siguiente gráfico, que presenta los balances simplificados del Banco Central Europeo, la Reserva Federal y el Banco de

⁴³ AGENCIA EFE, *Weidmann califica algunas medidas del BCE de “problemáticas” pero efectivas*, 2013, (http://www.elcomercio.es/agencias/20130611/economia/weidmann-califica-algunas-medidas-problematicas_201306111817.html).

⁴⁴ “Merkel defiende el papel del BCE como “puente” hasta que las reformas sean efectivas (Intervención en el foro económico mundial)”, *Cinco días*, 2013 (http://cincodias.com/cincodias/2013/01/24/economia/1359167018_850215.html).

⁴⁵ BANCO DE ESPAÑA, “La respuesta del BCE a la crisis”, *Boletín Económico*, 2013, pp. 117 y ss (<http://www.bde.es/ff/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/13/Jul/Fich/be1307.pdf>).

Inglaterra:

Gráfico 7: Balances simplificados

Eurosistema (mm de euros): Reserva Federal (mm de dólares): Banco de Inglaterra (mm de libras):



Fuentes: Banco Central Europeo, Reserva Federal, Banco de Inglaterra

Otros estudios definen la acción del Banco Central Europeo como “*tardía*”, “*de menor intensidad*” y “*desconcertante*” si se compara con la acción llevada a cabo por la Reserva Federal o el Banco de Inglaterra⁴⁶.

El Banco Central Europeo hace una valoración positiva de los resultados alcanzados tras aplicar las medidas no convencionales, al señalar que éstas alcanzan los **propósitos pretendidos**. Pero también incide una vez más en el hecho de que las medidas e instrumentos adoptados son **temporales** y han exigido una adaptación para recuperar así la confianza perdida y que su

⁴⁶PRATS, M.A., “La eficacia...”, op. cit.

prolongación en el tiempo puede ocasionar consecuencias negativas que acaben reinvertiendo en la inestabilidad de precios, por lo que es tan necesaria su puesta en práctica como su retirada en el momento conveniente⁴⁷.

Asimismo, con anterioridad señaló que las medidas tomadas han resultado ser eficaces. Prueba de ello es la reducción de los diferenciales del mercado monetario, así como la reactivación de los mercados de renta variable y bonos y la bajada en conforme con los tipos de interés de mercado, de los tipos de interés de los préstamos por parte de las entidades crediticias⁴⁸.

Tal y como indica el Banco de España al hablar sobre la singularidad de las acciones llevadas a cabo por el Banco Central Europeo⁴⁹, éste último sólo puede asumir los riesgos implícitos a la puesta en práctica de una política monetaria, pero no aquellos derivados de las interacciones entre ésta y una política fiscal, o de las interacciones que surgen entre los distintos países miembros de la zona euro.

El Banco Central Europeo logra, en cierta forma, mantener la estabilidad de precios a través de estas medidas y así lo señala el Banco de España de esta forma⁵⁰: *“En conjunto, la respuesta del BCE ayudó a **sustentar la intermediación financiera en la zona del euro al garantizar la financiación de las entidades de crédito solventes y restablecer la confianza de los participantes en los mercados financieros. A su vez, el éxito con que se ha salvaguardado la viabilidad del sistema bancario y de importantes segmentos de los mercados financieros ha sido un elemento decisivo para preservar la disponibilidad de crédito para los hogares y las empresas a tipos de interés accesibles y, en última instancia, para mantener la estabilidad de precios**”*.

⁴⁷ BCE, “Las medidas no convencionales del BCE: Impacto y retirada gradual”, *Boletín Mensual*, 2011, p. 73 (<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensual/BCE/11/Fich/bm1107-3.pdf>).

⁴⁸ BCE, “La respuesta del BCE a la crisis financiera”, *Boletín Mensual*, 2010, pp. 65 y ss (<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensual/BCE/10/Fich/bm1010-3.pdf>).

⁴⁹ BANCO DE ESPAÑA, “La respuesta del BCE...2013”, op. cit., pp. 117 y ss.

⁵⁰ BCE, “La respuesta del BCE a la crisis financiera...”, op. cit., pp. 65 y ss.

Hay que tener en cuenta también que el Banco Central Europeo dirige sus medidas y actuaciones en interés de diecisiete estados soberanos. Existen, por tanto, mucho riesgos inherentes a los mismos, ya que cada uno de los estados miembros tiene intereses propios y se rige por diferentes parlamentos nacionales.

Sin embargo, no es competencia del Banco Central Europeo regir las distintas transferencias que tienen lugar entre los diferentes países ni llevar a cabo acciones que lleven consigo la mutualización de riesgos y que los estados miembros no efectúen. En este sentido, el informe trimestral que realiza el Banco de España en 2013 indica lo siguiente:

“La transferencia de rentas entre países no es una función que pueda asumir un banco central, porque entraría en conflicto con la integridad y la eficacia de la política monetaria y con los requerimientos de legitimidad democrática exigidos por las constituciones de los países miembros y los tratados de la Unión. Los únicos riesgos que el BCE puede asumir son los que se derivan estrictamente del desempeño de los objetivos de política monetaria que tiene encomendados⁵¹.”

El pasado 3 de marzo de 2014, Christine LAGARDE, directora gerente del Fondo Monetario Internacional, hizo referencia a la recuperación de Europa tras la crisis afirmando que **“la zona euro está finalmente emergiendo de una profunda recesión⁵²”**, y señala los avances respecto al crecimiento de Europa, a pesar de que el paro y la deuda siguen alcanzando cifras elevadas.

Establece la importancia de llevar a cabo un plan de acción claro y concreto que se basa en la puesta en práctica de tres medidas:

- **“Reforzar la arquitectura de la unión monetaria”**, y de esta forma mejorar la integración financiera, presupuestaria y de política económica.

⁵¹BANCO DE ESPAÑA, “La respuesta del BCE...”, op. cit., p. 116.

⁵² JIMÉNEZ, M., *Lagarde pone más deberes a España para intentar salir de la crisis*, 2014 (http://economia.elpais.com/economia/2014/03/03/actualidad/1393838441_694935.html).

- Llevar a la práctica una “**política fiscal y financiera**”, para evitar bajos niveles de inflación, elevadas tasas de paro, estancamiento del crecimiento y altos niveles de déficit.
- “**Mejorar la competitividad**”, mediante reformas laborales y una planificación fiscal más favorable.

Sin embargo, hay opiniones que son contrarias a las anteriores, al afirmar la no efectividad y eficiencia de las medidas llevadas a la práctica para afrontar la crisis:

En este sentido, Carlos SÁNCHEZ MATO⁵³ señala que “(...) **hasta que no se actúe sobre las causas, los bancos centrales no harán otra cosa que contribuir a la generación de una burbuja financiera de dimensiones colosales, ante cuyo estallido, las experiencias recientes nos parecerán un juego de niños**”.

Además, Carlos SÁNCHEZ MATO añade que es necesaria una recapitalización masiva de los bancos y una quita de la deuda acumulada para poder llevar a cabo las medidas convenientes por parte de los bancos centrales.

3.4. Comparación del BCE con la Reserva Federal

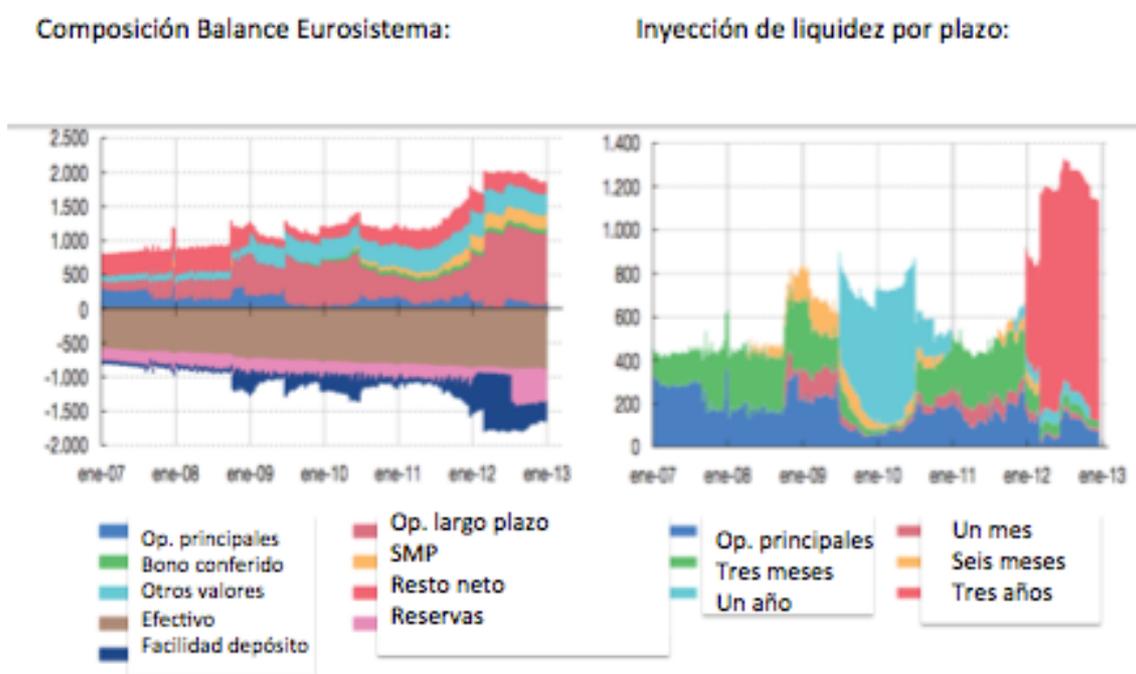
Si se compara la acción del Banco Central Europeo con la llevada a cabo por la Reserva Federal, los puntos a destacar son los siguientes, además de lo ya citado con anterioridad:

En primer lugar, las grandes inyecciones de liquidez que realizó el Banco Central Europeo se pudieron llevar a cabo, en gran parte, gracias al sistema de garantías con el que ya contaba el mismo, a diferencia de otros bancos centrales, como son el Banco de Inglaterra o la Reserva Federal.

⁵³ SÁNCHEZ MATO, C., *Ni con Draghi no con Yellen: Las políticas monetarias no funcionan*, 2014 (<http://auditoriaciudadana.net/2014/03/16/ni-con-draghi-ni-con-yellen-las-politicas-monetarias-no-funcionan/>).

Además de contar con esta situación inicial favorable, esto le permitió poder aumentar el número de activos garantés de las operaciones realizadas, y gracias a ello, mejorar la situación crediticia de muchas entidades financieras que se apoyaron en esta medida para mejorar la delicada situación en la que se encontraban⁵⁴.

Gráfico 8: Composición del Balance del Eurosistema (mm de euros)



Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España

Desde julio de 2007, se puede observar como, gracias en gran medida, a estas inyecciones de liquidez por plazo a las que se ha hecho referencia constantemente, el balance del Eurosistema ha aumentado en más del 150%,

⁵⁴ GONZÁLEZ-PÁRAMO, J.M., “La gestión del Banco Central Europeo ...”, op. cit., pp. 98 y ss.

tal y como se observa en el gráfico anterior⁵⁵.

En un primer momento, las actuaciones llevadas a cabo por el Banco Central Europeo y por la Reserva Federal guardan mayores similitudes, al centrarse los dos en solucionar los problemas de liquidez. A pesar de ser parecidas las acciones de uno y otro, no existe ningún tipo de coordinación entre ellos.

Sin embargo, cuando ambos comienzan a aplicar medidas no convencionales, surgen grandes diferencias entre la actuación de uno y otro debido a los distintos enfoques que hace cada uno de ellos de la crisis y de los riesgos inherentes a la misma. Todo ello unido a las diferencias estructurales y a las distintas formas de reflejarse la crisis en Estados Unidos y en Europa. En este caso, sí que existe cierta coordinación entre las acciones llevadas a cabo por el Banco Central Europeo y por la Reserva Federal⁵⁶.

Mientras que el modelo americano se caracteriza por un relevante peso de los mercados en el sistema, el modelo europeo se basa en las entidades de crédito como principales intermediarios financieros.

Ante los problemas de liquidez existentes en el momento, el Banco Central Europeo aplica una política más agresiva, al llevar a cabo inyecciones de liquidez más generosas, con respecto al volumen y frecuencia de las mismas. Además, el Banco Central Europeo contaba con un marco operativo que no hubo que modificar para adaptar al nuevo contexto, sino que se acomodaba perfectamente.

Sin embargo, la Reserva Federal tuvo que introducir cambios para poder adaptar el marco operativo existente a las necesidades del país en ese momento. Un ejemplo de los cambios incluidos es la introducción de la “*Term Auction Facility*” a finales del año 2007 (plan de financiación a plazo), así como de la “*Term Securities Lending Facility*” y de la “*Primary Dealer Credit Facility*”

⁵⁵ MILLARUELO, A. Y DEL RÍO, A., “Las medidas de política monetaria no convencionales del BCE a lo largo de la crisis”, *Boletín Económico*, 2013, pág. 98 (<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/13/Ene/Fich/be1301-art4.pdf>).

⁵⁶ AYUSO, J. T MALO DE MOLINA, J. (Banco de España), *El papel de los Bancos Centrales durante la crisis financiera: lecciones para el futuro*.

a principios del 2008. Con estos instrumentos, consigue flexibilizar aún más el marco operativo existente, al facilitar la emisión de préstamos de regulación monetaria y solucionar los problemas de liquidez.

El Banco de Inglaterra llevó a cabo otro programa, que recibe el nombre de “*Term Auction*” (Long Term OMO), por el cual aumenta los plazos para proporcionar liquidez, aumenta el sistema de garantías, y lleva a cabo subastas a tres meses. También utiliza otros mecanismos basados en la compra de bonos, conocidos como “*Gilt Purchase OMO*” o “*Asset Purchase Facility*” (nueva versión del año 2009)⁵⁷.

Además, tal y como se ha mencionado anteriormente, la Reserva Federal no contaba con tantos activos como el Banco Central Europeo, que pudiesen servir como garantía en las operaciones de liquidez. Por ello, para hacer posibles estas inyecciones de liquidez, pone en práctica mecanismos diversos que aumenten el número de activos disponibles⁵⁸. Un ejemplo de ello es el rápido incremento que experimentó el balance de Estados Unidos, desde el 17 de septiembre de 2008 (113, 43) a finales de octubre (205,37) gracias al programa de incremento de crédito que pone en práctica la Reserva Federal⁵⁹.

A pesar de todo lo anterior, la expansión de los balances de la Reserva Federal y del Banco de Inglaterra es mayor que la del balance del Banco Central Europeo, que aún contando con un sistema operativo más adecuado, se deja guiar siempre por su voluntad contraria a la inflación. Un ejemplo de ello es el compromiso que adquiere el Banco Central Europeo al adquirir bonos en los mercados secundarios, de aislar este dinero y sacarlo del mercado, aunque más tarde se use en distintas subastas⁶⁰.

Además, otros factores que contribuyen a que el balance del Banco Central Europeo no haya aumentado tanto como el de la Reserva Federal o el del

⁵⁷ ESTEVE, V. Y PRATS, M.A., *La utilización de medidas de política monetaria no convencional frente a la crisis financiera internacional*, 2011, p. 27 y ss (<http://www.uv.es/~estevev/PEP2011.pdf>).

⁵⁸ AYUSO, J. T MALO DE MOLINA, J. (Banco de España), *El papel de los Bancos Centrales...*, op. cit.

⁵⁹ ESTEVE, V. Y PRATS, M.A., *La utilización de medidas...*, op. cit., p.25.

⁶⁰ LASO, D., *El Banco Central Europeo...*, op. cit.

Banco de Inglaterra, son la existencia de un único objetivo al aplicar la política monetaria (estabilidad de precios), la gran diversidad de países que regula y la ausencia de un Tesoro público⁶¹.

El Banco Central Europeo toma conciencia de la situación existente desde un primer momento y se convierte en mecanismo directo e inmediato al que pueden acudir las entidades de crédito, sin necesidad de contar con intermediarios (como es el caso del mercado monetario).

No sólo el Banco Central Europeo pone en marcha acuerdos “*swap*” para suministrar fondos en otras divisas, sino que esta medida también es llevada a cabo por la Reserva Federal con el objetivo de adaptarse a las necesidades existentes, ya que el dólar tiene un papel fundamental en los mercados financieros de todo el mundo. De esta forma, los diversos bancos ofrecen liquidez, no sólo en su propia divisa, sino también en otras.

Para aplicar las medidas no convencionales, cada uno de los bancos centrales lleva a cabo un programa diferente. Tal y como se ha señalado anteriormente, en el caso del Banco Central Europeo, este recibe el nombre de “**medidas de apoyo reforzado al crédito**”. En el caso de Estados Unidos, la Reserva Federal lleva a la práctica la “**política de relajación crediticia**” (“*credit easing*”). Y en el caso del Reino Unido, recibe el nombre de “**política de expansión monetaria cuantitativa**” (“*quantitative easing*”)⁶².

Además, la Reserva Federal, con el objetivo de aumentar la liquidez, lleva a cabo operaciones de mercado abierto, mediante la adquisición de instrumentos financieros y de títulos públicos. Entre los mecanismos que lleva a la práctica, se encuentra la remuneración de las reservas de las entidades, que logra que las políticas monetarias del Banco Central Europeo y de la Reserva Federal se asimilen en mayor medida, pero únicamente en cuanto a las medidas convencionales y no respecto a las no convencionales. Un ejemplo de ello es el siguiente:

⁶¹ ESTEVE, V. Y PRATS, M.A., *La utilización de medidas...*, op. cit., p.30.

⁶² Ídem.

*“El día 8 de octubre de 2008, el BCE y la FED (conjuntamente con otros bancos centrales como los del Reino Unido o Japón) llevaron a cabo un recorte coordinado de 50 puntos básicos en sus respectivos tipos de interés oficiales. (...). Antes de que acabara el año, el tipo de los fondos federales se había reducido hasta el 0-0,25% desde el 2% de partida previo a la quiebra de Lehman Brothers. El proceso fue algo más dilatado en el caso del BCE, que partía también de un nivel más elevado, acorde con su diferente situación cíclica en el otoño de ese año. Entre septiembre de 2008 y mayo de 2009 el tipo de interés mínimo de las MRO pasó del 4,25% al 1%. En cualquier caso, **ambas instituciones situaron sus tipos oficiales de intervención efectiva o prácticamente a escasa distancia del mínimo absoluto posible, agotando de este modo el margen de acción disponible para las medidas convencionales**”⁶³.*

Otros instrumentos utilizados por la Reserva Federal en estos años de crisis son las tasas de descuento (primario, secundario, o estacional) aplicadas a los préstamos concedidos a un día. Pero este recurso, junto con las ya citadas operaciones de mercado abierto y el mantenimiento de un coeficiente de caja mínimo, son medidas convencionales. Sin embargo, la Reserva Federal también lleva a cabo medidas no convencionales, que se pueden resumir en las siguientes:

- *“Credit easing”* o *“plan de aumento de crédito”* y *“Large Scale Asset Purchase Program”*: La Reserva Federal compra activos del sector financiero cuya calidad es dudosa, pagándolos con deudas del tesoro (TSLF) y hace uso de la ventanilla de descuento (*“Primary Credit”*).
- *“Quantitative easing”*: La Reserva Federal lleva a cabo cuatro de estas operaciones, consistiendo las mismas en compras de bonos del tesoro y de MBS (*“mortgage-backed securities”* o *“títulos garantizados por hipotecas”*).

⁶³ AYUSO, J. T MALO DE MOLINA, J. (Banco de España), *El papel de los Bancos Centrales...*, op. cit., p. 53.

- Operación “*twist*”: se venden bonos a corto plazo (plazo menos a tres años), y se compran bonos a largo plazo (de entre seis y treinta años).
- “*Programa de intervención en los mercados monetarios*” (MMIFF)
- “*Compras directas en el mercado de pagarés de empresa*” (CPFF)

Vicente ESTEVE y María A. PRATS ALBENTOSA señalan que gracias al programa de compra masiva de activos; los tipos de interés en el mercado de pagarés, los títulos garantizados por hipotecas y la deuda de las agencias federales han experimentado una disminución considerable. Y para señalar esto, se basa en las afirmaciones de GERTLER y KARADI (2011), BLINDER (2010) y GAGNON (2011)⁶⁴.

La Reserva Federal ha aplicado estas y otras medidas mediante el Comité Federal de Mercado Abierto (principal mecanismo para llevar a la práctica las distintas políticas monetarias en Estados Unidos) y ha conseguido un aumento considerable de las reservas de las instituciones de depósito.

Las más relevantes han sido la compra de activos, así como la “*forward guidance*” para activar el crecimiento, la estabilidad de precios y disminuir la elevada tasa de desempleo. Otros de los objetivos que se persiguen son aumentar la inversión empresarial y el gasto en consumo.

En el año 2012, ante la paralización del mercado laboral y el estancamiento en el crecimiento de la economía en Estados Unidos, se lanzó un nuevo programa de compra de activos. A mediados del año 2013, la Reserva Federal señaló que si continuaban las mejoras y los progresos, entonces se reducirían las compras de activos, y así ocurrió a finales de año (las compras pasaron de cuarenta y cinco mil millones de dólares a cuarenta mil millones de dólares por mes en valores del tesoro a largo plazo)⁶⁵.

⁶⁴ ESTEVE, V. Y PRATS, M.A., *La utilización de medidas...*, op. cit., p.27.

⁶⁵ L. YELLEN, J. (Chair of the Board of Governors of the Federal Reserve System), *Statement by Janet L. Yellen Chair Board of Governors of the Federal Reserve System before the Committee on Financial Services*, 2014, p. 3 (<http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/yellen20140211a.htm>).

Otra importante diferencia que permite comparar las medidas llevadas a cabo por uno y otro banco central, es la conciencia de separación que existe entre la política monetaria y las políticas fiscales y de estabilidad financiera que se puedan llevar a cabo. En este sentido, el Banco Central Europeo toma mayor conciencia de la importancia de separarlas y delimitarlas correctamente, ya que lo contrario conllevaría grandes riesgos “*para la credibilidad y la independencia de la autoridad monetaria*”.

4. CASO PARTICULAR DE ESPAÑA

Christine LAGARDE, a principios de marzo de 2014, hace una visita a España, donde hace hincapié en la necesidad de llevar a cabo reformas en el sistema laboral, con el fin de acabar con la elevada tasa de paro que afecta a España, así como de fomentar la creación de empresas. Además, ha destacado que hace falta tomar medidas para salir de los altos niveles de déficit que todavía afectan a España.

También destaca el avance de España en cuanto al aumento de las exportaciones que ha experimentado, y a la mejora del sistema financiero español.

En este sentido, LAGARDE señaló en el “*Global Forum Spain*”, celebrado en Bilbao, que “*Gracias a las extraordinarias acciones de los últimos cinco años, Europa y España están doblando la esquina de la crisis (...) pero la tarea dista mucho de haber terminado. El crecimiento sigue siendo demasiado bajo y el desempleo demasiado alto para cantar victoria frente a la crisis*”⁶⁶.

Al igual que LAGARDE estableció medidas a adoptar en el caso de Europa, también lo hizo a nivel nacional en España, y pone especial hincapié en los siguientes puntos⁶⁷:

- La mejora del sistema laboral español: es clara la necesidad de reducir la elevada tasa de desempleo que atraviesa España, y por ello considera relevante alcanzar y posibilitar unas condiciones de empleo adecuadas, acompañadas de programas de formación y ayudas para obtener los mismos, así como para buscar empleo.
- El manejo de la deuda española y los intentos de reducir la misma: es necesario llevar a cabo planes de reestructuración de la deuda y medidas para hacer frente a los problemas de liquidez. En este sentido, Lagarde señala que “*rebajar la deuda implica continuar reduciendo el*

⁶⁶ JIMÉNEZ, M., *Lagarde pone más deberes a España*, op. cit.

⁶⁷ Ídem.

déficit de forma gradual, de un modo favorable para el crecimiento, especialmente mediante un mayor peso de los impuestos indirectos”.

- El manejo del entorno empresarial: en la situación en que se encuentra España, es necesario la creación de nuevas empresas, así como el aumento de la competitividad de las ya existentes. Esto se lleva a cabo a través de la liberalización de las profesiones.

5. POLÍTICA FISCAL

La aplicación de políticas fiscales, cuyo fin es financiar la provisión de bienes públicos, también alcanza un papel importante en la crisis, debido al deterioro que experimentan las finanzas públicas a nivel global, que requiere la puesta en práctica de las mismas. Es necesario hacer frente a la débil regulación existente en materia financiera, al riesgo e incertidumbres existentes, así como a la profunda inestabilidad.

La efectividad de la política fiscal depende de las “*características estructurales de las economías*”, el grado de incertidumbre existente, las características de los planes de estímulo, las condiciones monetarias y el nivel de estabilización de la economía, las condiciones cíclicas, los niveles de oferta y demanda, el nivel de desarrollo del país que la aplique⁶⁸, la situación financiera, el tamaño de la economía, etc. Además, la efectividad también depende de que la política fiscal acordada vaya en consonancia con otras metas económicas que se hayan establecido, y que no sea contraria a las mismas.

También es de gran relevancia la adecuación y la claridad con la que se transmita la política fiscal a abordar. Tal y como citan Francisco DE CASTRO, Esther GORDO y Javier J. PÉREZ ⁶⁹:

*“Si los paquetes fiscales se anuncian de **manera clara y creíble, incluyendo una estrategia de consolidación** en el medio plazo, pueden aumentar su efectividad. En caso contrario pueden contribuir a aumentar la incertidumbre agregada en la economía y llegar a tener efectos negativos sobre la actividad”* (HOON y PHELPS, 2008).

Los estabilizadores automáticos (ingresos y gastos públicos) proporcionan multitud de ventajas en comparación con los discrecionales. Algunas de estas

⁶⁸ PÉREZ MACAL, F., *La efectividad de la política fiscal en la estimulación de la actividad económica*, 2014 (<http://www.banguat.gob.gt/inveco/notas/articulos/envolver.asp?karchivo=7701&kdisc=si>).

⁶⁹ DE CASTRO, F., GORDO, E., J. PÉREZ, J. (Banco de España), *La política fiscal discrecional en tiempos de crisis*, 2010, p. 88 (http://www.ief.es/documentos/recursos/publicaciones/revistas/presu_gasto_publico/59-05.pdf).

son su gran capacidad de adaptación a la situación económica en cada momento o la previsibilidad con la que actúan. Sin embargo, no son los más aconsejables en tiempos de crisis arraigadas, como es el caso de la que se estudia en este trabajo en cuestión. Esto es debido a que lo más seguro es que resulten ineficientes o desestabilizadores⁷⁰.

En cambio, frente a estas condiciones financieras y económicas adversas, resulta aconsejable la aplicación de una política fiscal discrecional. En este sentido, Pablo HERNÁNDEZ DE COS señala las siguientes razones por las que defiende los estabilizadores discrecionales correctamente instrumentados frente a los automáticos en el contexto de la crisis⁷¹:

“(...) en la medida que era previsible que la recesión fuese duradera las consideraciones sobre los posibles retrasos en la aplicación de la política fiscal y sus efectos eran menos relevantes (...) era menos probable que se produjeran efectos crowding-out vía precios o tipo de cambio, dada la magnitud de la recesión y el hecho de que los paquetes de estímulo fiscal fueron generalizados en todos los países”.

Y añade que *“en cuanto a los tipos de interés, el hecho de que la política monetaria también reaccionara de forma expansiva reducía los efectos crowdingout por esta vía, aunque en este caso no podemos estar tan seguros de que estos fueran nulos dado que se produjo, en paralelo, un aumento de las primas de riesgo soberanas (...) el hecho de que los mercados financieros no funcionaran adecuadamente aumentó la proporción de hogares y empresas restringidas, lo que, a su vez, incrementaba la efectividad de la política fiscal. (...) los argumentos anteriores llevan (...) a concluir que la aplicación de una política fiscal expansiva de carácter discrecional, que complementara los estabilizadores automáticos, parecía adecuada, en el contexto de recesión económica vivido en los dos últimos ejercicios. Sin embargo, esto no implica*

⁷⁰ HERNÁNDEZ DE COS, P. (Banco de España), *El papel de la política fiscal en la crisis económica*, 2010 (http://www.ief.es/documentos/recursos/publicaciones/revistas/presu_gasto_publico/59-03.pdf), pp. 44 y ss.

⁷¹ Ídem., pág. 43 y 44.

que pudiera ser ilimitada.”

Además, las políticas fiscales establecidas por cada uno de los estados deberían estar coordinadas e integradas con la del resto para producir mejores resultados. Sin embargo, a la vez que esto implica ventajas, también lleva consigo dificultades, ya que el alcance de la política fiscal es menor⁷².

Está claro que la economía está dañada y afectada y que es necesario diagnosticar adecuadamente cuáles son los puntos débiles de la misma, para así poder tomar medidas con un plan de acción previamente establecido. Pero hay ocasiones en las que no se puede dedicar demasiado tiempo para premeditar y establecer este plan de acción. Es el caso de momentos de desaceleración económica en los que se requieren soluciones inmediatas, como el que es objeto de estudio.

En ocasiones, es también más conveniente la aplicación de medidas temporales, ya que las medidas permanentes podrían reducir la confianza acerca de la sostenibilidad de las finanzas públicas⁷³.

Para hacer frente a la crisis financiera, se constituye el llamado “**Plan de Recuperación Económica Europea**” en diciembre del año 2008, que aborda la misma desde un punto de vista, no únicamente europeo, sino también a nivel mundial. Los objetivos de este plan son estimular la demanda y la competitividad europeas, fomentar el nivel de confianza (de hogares y empresas), aumentar las fuentes de financiación y las exportaciones europeas, acelerar la inversión y el consumo, fomentar la creación de empleo, invertir en una “*economía de conocimiento*”, aumentar la seguridad en materia energética, etc. Todo ello para impedir una futura recesión de la economía.

Estos objetivos se simplifican en tres⁷⁴:

- “**inyección masiva de poder adquisitivo**”: la Comisión Europea aconseja que un 1,5 % del producto interior bruto en la Unión Europea

⁷² DE CASTRO, F., GORDO, E., J. PÉREZ, J. (Banco de España), *La política fiscal discrecional...* op. cit.

⁷³ Ídem.

⁷⁴ Ídem.

se destine a reactivar la demanda.

- **“reforzar la competitividad de Europa a largo plazo” y “orientar el gasto a las inversiones inteligentes”** (entre ellas, en cuestiones energéticas, construcción, infraestructuras, o en el sector automovilístico).
- llevar todas las medidas en el marco de la **solidaridad** y la **justicia social**, y teniendo en cuenta cuestiones medioambientales y energéticas.

Al igual que como en la aplicación de las políticas monetarias era necesaria la acción conjunta de los estados, en la aplicación de las políticas fiscales también lo es. En este sentido, la Comisión Europea señala que **“a la hora de enfrentarse a la crisis financiera, la Unión se aseguró de que se actuaba conjuntamente tanto a escala nacional como comunitaria (...) contribuyó con éxito a lograr la estabilidad en un momento de peligro inminente.”**

Añade que **“ahora, los Estados miembros deberían volver a sacar provecho de las bazas que atesora la UE: una coordinación efectiva, unos marcos fiables como son el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y la Estrategia de Lisboa (...) las ventajas de escala que ofrecen el euro y el mayor mercado único del mundo. La interacción de los niveles nacional y comunitario puede ayudar a todos los Estados miembros a capear los peores temporales económicos globales y a resurgir de la crisis con más fuerza.”**

Entre las distintas medidas a llevar a cabo en esta política fiscal, se encuentra la de estimular los presupuestos, y este estímulo ha de ser oportuno (en el momento justo y necesario para estimular la demanda) y temporal (al igual que la crisis es temporal, las medidas tomadas para hacer frente a ella también deben serlo). Además, ha de ser selectivo (dirigido a unos objetivos concretos, a paliar problemas puntuales y darles solución) y coordinado. Asimismo, el estímulo presupuestario ha de estar basado en la aplicación de mecanismos que afecten a los gastos y a los ingresos y responde a la voluntad de aplicación

del Pacto de Estabilidad y Crecimiento⁷⁵.

En la aplicación de la política fiscal en la citada crisis, hay que tener en cuenta⁷⁶:

- los efectos de “crowding-out” vía precios o vía tipo de interés son reducidos, debido a que se está atravesando un duro período de recesión y debido a que además de la política fiscal, también se están aplicando medidas en el contexto de una política monetaria.
- el aumento considerable de las familias con elevadas necesidades financieras y disminución por tanto de su nivel de consumo.
- el aumento del riesgo e incertidumbre existentes, acompañados de una cada vez mayor desconfianza y un elevado grado de endeudamiento.

Las políticas monetaria y financiera han de estar interrelacionadas. En el planteamiento de las medidas de política monetaria a llevar a cabo, hay que tener en consideración aspectos macroeconómicos relacionados con la política fiscal. Ocurre lo mismo a la hora de plantear medidas de carácter fiscal. En este sentido, Luis F. GRANADOS AMBROSY señala que:

“(...) la política monetaria puede tener un efecto adverso en la estabilidad financiera. Tasas de interés más bajas podrían contribuir a desequilibrios financieros vía el denominado canal de la toma de riesgo. Tasas de interés muy bajas pueden hacer que los bancos tomen más riesgos, (...), logren un apalancamiento procíclico y se incrementen los riesgos financieros. Esta forma de interactuar, señala el principio de asignaciones separadas de Mundell, la formulación de política monetaria y macro prudencial deben interactuar para el logro de sus objetivos, de estabilidad de precios y financiera de tal forma que se minimicen los riesgos en los canales de transmisión de la política

⁷⁵ Comisión Europea, *Comunicación de la Comisión... op. cit.*

⁷⁶ HERNÁNDEZ DE COS, P. (Banco de España), *El papel de la política fiscal... op. cit.*, pp. 43 y ss.

monetaria”⁷⁷.

⁷⁷ GRANADOS AMBROSY, L.F., *La Política Monetaria y la Estabilidad Financiera: un desafío para los bancos centrales en la poscrisis*, 2012, p.3 (http://www.secmca.org/NOTAS_ECONOMICAS/articulo50ENE2012.pdf).

6. CONCLUSIONES

Ante la situación de crisis económica, financiera y de deuda soberana que comenzó en el año 2007 y se extendió desde Estados Unidos a nivel mundial, los distintos bancos centrales responden de forma rápida y flexible. Llevan a cabo medidas convencionales, como es la bajada de los tipos de interés, pero también otras medidas no convencionales. Estas últimas son medidas temporales, que se irán retirando gradualmente, y que divergen de un banco a otro, según las necesidades estructurales del país.

En un primer momento, el Banco Central Europeo y la Reserva Federal actúan de forma menos coordinada, pero más tarde empieza a haber una mayor coordinación entre las acciones de uno y otro, teniendo en cuenta las diferentes percepciones (como por ejemplo, del riesgo) de ambos. Y esto es precisamente uno de los rasgos que distinguen esta crisis de otras: la estrategia cooperativa, internacional, que adoptan los distintos bancos centrales y las autoridades económicas y financieras.

Tal y como señala la Comisión Europea en el comunicado que emite al Consejo Europeo, ***“La contribución específica de la Unión Europea es su capacidad para hacer que los socios trabajen juntos. Si aunamos la acción de los Estados miembros y de la Comunidad, lograremos un instrumento poderoso para el cambio. Abrirá el camino para sacar el máximo provecho de las bazas de que dispone cada parte de Europa. Nos permitirá perfilar la respuesta global a la crisis mundial”***⁷⁸.

En este mismo sentido, Vicente ESTEVE y María A. PRATS ALBENTOSA, señalan lo siguiente:

*“La respuesta de los bancos centrales fue **unánime y concertada**. El 8 de octubre de 2008 el Banco Central Europeo, la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra, el Banco de Canadá, el Banco de Suecia y el Banco de Suiza,*

⁷⁸ DURAO BARROSO, J.M., *Comunicación de la Comisión al Consejo Europeo. Un plan Europeo de Recuperación Económica*, Bruselas, 2008 ([http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2004_2009/documents/com/com_com\(2008\)0800_/com_com\(2008\)0800_es.pdf](http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2004_2009/documents/com/com_com(2008)0800_/com_com(2008)0800_es.pdf)).

apoyados por el Banco de Japón, determinaron la disminución conjunta de sus tipos oficiales y la intervención en los mercados de divisas para facilitar liquidez en moneda extranjera, fundamentalmente en dólares. Junto a estas acciones, cada banco central puso en marcha un conjunto de medidas de política monetaria no convencional adaptadas a su entorno institucional⁷⁹.

El Banco Central Europeo, con el objetivo de transmitir la política monetaria y de lograr la estabilidad de precios, lleva a la práctica otras medidas no convencionales, de carácter excepcional y temporal. Al contrario de la Reserva Federal, que dirige sus medidas más hacia los mercados de capitales, los principales emisores de las medidas del Banco Central Europeo son las entidades de crédito (ya que la financiación de las empresas de la zona euro está destinada a ellas principalmente).

La necesidad de aplicación de las medidas no convencionales surge a partir de la grave situación en la que se encontraban los mercados monetarios. Entre estas medidas, las principales son las inyecciones de liquidez a un tipo de interés fijo y con adjudicación plena, la ampliación de la lista de activos que funcionan como garantía, el aumento del plazo de las operaciones de liquidez, la introducción de la posibilidad de que estas operaciones se den en otra divisa (acuerdos swap), la modificación del coeficiente de reservas exigido, la adquisición de valores distintos de acciones específicos, las operaciones monetarias directas, la “*forward guidance*”, etc.

Estados Unidos, por el contrario, adopta otras medidas de política monetaria, entre las que destacan medidas convencionales y no convencionales. Las medidas convencionales se basan fundamentalmente, al igual que las aplicadas por el Banco Central Europeo, en la disminución de los tipos de interés y en la expansión de sus respectivos balances.

Las políticas fiscales también adquieren un papel relevante, y adquieren protagonismo para hacer frente a la crisis financieras, la inestabilidad económica y los altos niveles de desempleo.

⁷⁹ ESTEVE, V. Y PRATS, M.A., *La utilización de medidas...*, op. cit.

Con la aplicación de ambas políticas, se logra mejorar la situación de crisis existente a nivel global. Sin embargo, aún queda mucho por hacer, aunque la tarea de las distintas instituciones en general, y de los Bancos Centrales en particular, ha traído consigo grandes avances y mejoras. Esto no quiere decir que los esfuerzos de mejora hayan acabado, sino que no es más que el inicio del final de la crisis que ha afectado desde el año 2007 globalmente.

Por último, es relevante añadir las dimensiones en las que Europa ha de actuar frente a una crisis como la estudiada en este trabajo en cuestión: En el contexto europeo, ante la situación de crisis, es necesaria una unión en todos los sentidos:

- bancaria, para hacer frente a la fragmentación financiera
- fiscal, para hacer frente a los altos niveles de déficit sufridos en la crisis
- económica, para fomentar la competitividad
- política, para contar con el apoyo de los distintos países.

7. BIBLIOGRAFÍA

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AYUSO, J. T MALO DE MOLINA, J. (Banco de España), *El papel de los Bancos Centrales durante la crisis financiera: lecciones para el futuro*.

COUR-THIMAN, P. Y WINKLER, B., ECB; “The ECB’S non-standard monetary policy measures: The role of institutional factors and financial structure”, *European Central Bank Working Paper Series n° 1528*, 2013.

DE CASTRO, F., GORDO, E., J. PÉREZ, J. (Banco de España), *La política fiscal discrecional en tiempos de crisis*, 2010, (http://www.ief.es/documentos/recursos/publicaciones/revistas/presu_gasto_publico/59-05.pdf).

DE LA DEHESEA, G., *La primera gran crisis financiera del siglo XXI. Orígenes, detonantes, efectos, respuestas y remedios*, Alianza Editorial, 2009.

ESTEVE, V. Y PRATS, M.A., *La utilización de medidas de política monetaria no convencional frente a la crisis financiera internacional*, 2011 (<http://www.uv.es/~estevv/PEP2011.pdf>).

GONZÁLEZ-PÁRAMO, J.M., “La gestión del Banco Central Europeo ante la crisis”, *Revista de Economía Mundial* 30, 2012, (http://www.sem-wes.org/files/revista/DIR_A52O4B62NBLF9FIKNZPG/REM30_3.pdf).

GRANADOS AMBROSY, L.F., *La Política Monetaria y la Estabilidad Financiera: un desafío para los bancos centrales en la poscrisis*, 2012, (http://www.secmca.org/NOTAS_ECONOMICAS/articulo50ENE2012.pdf).

HERNÁNDEZ DE COS, P. (Banco de España), *El papel de la política fiscal en la crisis económica*, 2010 (http://www.ief.es/documentos/recursos/publicaciones/revistas/presu_gasto_publico/59-03.pdf).

KRUGMAN, Paul R. y OBSTFELD, M., *Economía Internacional, Teoría y Política*, Addison-Wesley Iberoamericana España, 7.ª edición, Madrid, 2006.

L. YELLEN, J. (Chair of the Board of Governors of the Federal Reserve System), Statement by Janet L. Yellen Chair Board of Governors of the Federal Reserve System before the Committee on Financial Services, 2014, (<http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/yellen20140211a.htm>).

MILLARUELO, A. Y DEL RÍO, A., “Las medidas de política monetaria no convencionales del BCE a lo largo de la crisis”, *Boletín Económico*, 2013, (<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/13/Ene/Fich/be1301-art4.pdf>).

NOVALES, A., *Política monetaria antes y después de la crisis financiera*, 2010, (<https://www.ucm.es/data/cont/docs/518-2013-11-15-Crisis.pdf>).

PATEIRO RODRÍGUEZ, C., GARCÍA IGLESIAS, J.M. Y NUÑEZ GAMALLO, R., *La gestión de la liquidez del Banco Central Europeo durante la crisis financiera:* 2008-2009, 2010, (http://www.unagaliciamoderna.com/eawp/coldata/upload/gestion_liquidez_BCE_crisis.pdf).

PAÚL GUTIÉRREZ, J., *Lo esencial sobre la crisis financiera*, 2014 (<http://www.expansion.com/diccionario-economico/crisis-financiera.html>).

PÉREZ MACAL, F., *La efectividad de la política fiscal en la estimulación de la actividad económica*, 2014 (<http://www.banguat.gob.gt/inveco/notas/articulos/envolver.asp?karchivo=7701&kdisc=si>).

PRATS, M. A., “La eficacia de la instrumentación no convencional de la política monetaria del BCE: situación y evidencia empírica”, *Blog de Economía de la Aldea Global*, 2011 (<http://blogaldeaglobal.com/2011/12/02/la-eficacia-de-la-instrumentacion-no-convencional-de-la-politica-monetaria-del-bce-situacion-y-evidencia-empirica/>).

PRATS, M.A., “La política monetaria de Mario Draghi: desde los tipos cero a la forward guidance: (II) ¿Queda margen para actuar con las medidas no convencionales?”, *Blog de economía de la Aldea Global*, 2013 (<http://blogaldeaglobal.com/2013/12/16/la-politica-monetaria-de-mario-draghi-desde-los-tipos-cero-a-la-forward-guidance/>).

PRATS, M.A., “La situación de liquidez en España en el contexto del nuevo programa para el mercado de valores del BCE”, *Blog de economía de la Aldea Global*, 2012 (<http://blogaldeaglobal.com/2012/11/27/la-situacion-de-liquidez-en-espana-en-el-contexto-del-nuevo-programa-para-el-mercado-de-valores-del-bce/>).

VALLÉS LIBERAL, J., Y MARAVALL RODRÍGUEZ, C., “Estrategia ante la crisis económica”, *Instituto de Estudios Fiscales*, 2010 (http://www.ief.es/documentos/recursos/publicaciones/revistas/presu_gasto_publico/58_05.pdf).

VILLAR MIR, J.M., *La crisis económica actual. sus orígenes y características. medidas para salir de la misma*, 2009 (http://acm2.ohl.es/ACM2_upload/SalaPrensa/materialCorporativo/discurso_rai.pdf).

REFERENCIAS LEGISLATIVAS

BCE, “Evolución monetaria y financiera”, *Boletín Mensual Diciembre*, 2008 (<http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/08/Fic/bm0812.pdf>).

BCE, “Evolución reciente del exceso de liquidez y de los tipos de interés del mercado monetario”, *Boletín Mensual del BCE*, 2014 (<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/14/Fich/bm1401-3.pdf>).

BANCO DE ESPAÑA, *Informe de Estabilidad Financiera*, noviembre 2008. (<http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinanciera/08/Fic/IEF200811.pdf>).

BCE, *La política monetaria del BCE*, 2011 (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011es.pdf?742021f1e118a422a1c3a74e01b207f0>).

BCE, “La respuesta del BCE a la crisis financiera”, *Boletín Mensual*, 2010 (<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/10/Fich/bm1010-3.pdf>).

BCE, “La respuesta del BCE a la crisis financiera”, *Boletín Mensual*, 2014 (<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/10/Fich/bm1010-3.pdf>).

BCE, “Las medidas no convencionales del BCE: Impacto y retirada gradual”, *Boletín Mensual*, 2011 (<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/11/Fich/bm1107-3.pdf>).

BCE, Política de comunicación de los Bancos Centrales en períodos de elevada incertidumbre, *Boletín Mensual del BCE*, 2009, (<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/09/Fic/bm0911-3.pdf>).

BCE, Política monetaria (BCE; 1 de julio de 2013, página web oficial: http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/monpol/html/mp_010.es.html).

BANCO DE ESPAÑA, “La respuesta del BCE a la crisis”, *Boletín Económico*, 2013 (<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/13/Jul/Fich/be1307.pdf>).

COMISIÓN EUROPEA, *Comunicación de la Comisión al Consejo Europeo. Un plan Europeo de Recuperación Económica*, Bruselas, 2008

(http://europa.eu/legislation_summaries/economic_and_monetary_affairs/stability_and_growth_pact/ec0004_es.htm).

TCE, *Consecuencias de la actual crisis económica y financiera en la rendición de cuentas, y la fiscalización del sector público de la UE y la función del TCE*, 2011.

NOTICIAS DE PRENSA Y ENTREVISTAS

AGENCIA EFE, *El Banco Central Europeo, dispuesto a mantener sus “medidas no convencionales” contra la crisis*, 2011. (http://noticias.lainformacion.com/economia-negocios-y-finanzas/mercados-de-deuda/el-bce-dispuesto-a-mantener-sus-medidas-no-convencionales-contra-la-crisis_QDInQm4Dsgix03AsHu9Jc6/).

AGENCIA EFE, *Weidmann califica algunas medidas del BCE de “problemáticas” pero efectivas*, 2013, (http://www.elcomercio.es/agencias/20130611/economia/weidmann-califica-algunas-medidas-problematicas_201306111817.html).

Cronología de la crisis mundial (2007-2009), (http://www.uned.es/experto-dinero-banca/trabajos/Cronologia_de_la_crisis_mundial.pdf).

DURAO BARROSO, J.M., *Comunicación de la Comisión al Consejo Europeo. Un plan Europeo de Recuperación Económica*, Bruselas, 2008 ([http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2004_2009/documents/com/com_com\(2008\)0800_/com_com\(2008\)0800_es.pdf](http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2004_2009/documents/com/com_com(2008)0800_/com_com(2008)0800_es.pdf)).

JIMÉNEZ, M., *Lagarde pone más deberes a España para intentar salir de la crisis*, 2014 (http://economia.elpais.com/economia/2014/03/03/actualidad/1393838441_694935.html).

La crisis de crédito se debe a un “shock” de confianza y es una “prueba de fuego” para el sistema financiero moderno, según Moody’s, 2007

http://www.elconfidencial.com/mercados/archivo/2007/09/19/46_crisis_credito_convierte.html).

LASO, D., *El Banco Central Europeo detalla su plan de compra en los mercados secundarios*, 2012, (<http://rentafija.name/el-bce-detalla-su-plan-de-compra-en-los-mercados-secundarios/>).

“Las “Operaciones Monetarias Directas” del BCE”, *Fidelity Worldwide Investment*, 2012 (https://www.fondosfidelity.es/static/pdfs/comentarios-fondos/Fidelity_ECB_Sept12_ES.pdf).

Merkel defiende el papel del BCE como “puente” hasta que las reformas sean efectivas (Intervención en el foro económico mundial)”, *Cinco días*, 2013 (http://cincodias.com/cincodias/2013/01/24/economia/1359167018_850215.html).

SÁNCHEZ MATO, C., *Ni con Draghi no con Yellen: Las políticas monetarias no funcionan*, 2014 (<http://auditoriaciudadana.net/2014/03/16/ni-con-draghi-ni-con-yellen-las-politicas-monetarias-no-funcionan/>).