



ICADE, UNIVERSIDAD PONTIFICIA DE COMILLAS

ANÁLISIS COMPARATIVO DE LAS MEDIDAS DEL BCE Y LA FED ANTE LA CRISIS ECONOMICA DE 2008

Autor: Celia Álvarez Delgado
Director: Cristina Lozano Colomer

Madrid
Mayo 2015

Celia
Álvarez
Delgado

**ANÁLISIS COMPARATIVO DE LAS MEDIDAS DEL BCE Y LA FED ANTE LA CRISIS ECONOMICA
DE 2008**



INDICE

1. INTRODUCCIÓN	3
1.1 Objetivos	3
1.2. Metodología	3
1.3. Estado de la cuestión.....	3
1.4. Estructura	4
2. LA RESERVA FEDERAL AMERICANA (FED)	5
2.1 Definición introductoria	5
2.2 Antecedentes y breve cronología histórica.....	5
2.3 Estructura, funciones y competencias	9
2.3.1. Estructura:.....	9
2.3.2. Competencias:	11
2.3.3. Independencia de la FED:	11
3. EL BANCO CENTRAL EUROPEO (BCE)	12
3.1. Introducción.....	12
3.2 Antecedentes y breve cronología histórica.....	12
3.3 Estructura, funciones y competencias	15
3.3.1. Estructura:.....	15
3.3.2. Competencias y objetivos:	16
3.3.3. Independencia:	17
4. LA CRISIS ECONÓMICA MUNDIAL DE 2008	18
4.1 Introducción y definición:	18
4.2 Antecedentes de la crisis	18
4.3. Desarrollo y causas.....	19
5. DIFERENCIAS ENTRE LAS MEDIDAS ADOPTADAS POR LA FED Y EL BCE Y SUS EFECTOS Y CONSECUENCIAS. EXPOSICIÓN Y ANÁLISIS	23
Gráfico I: Tipos de interés de referencia del BCE y la FED (en %).....	31
Gráfico II: Tasa de desempleo en la zona euro y EEUU (en %)......	34
6. CONCLUSIONES	35
Tabla I: Diferencias substanciales entre la FED y el BCE	35
Tabla II: Contraste entre las medidas adoptadas por la FED y el BCE desde el comienzo de la crisis de 2008.....	36
7. BIBLIOGRAFÍA	42

Resumen

Este trabajo analiza la actual crisis económica global que comenzó en el 2008, sus causas, desarrollo y consecuencias y, tras estudiar las diferencias históricas, estructurales y regulatorias de los dos bancos centrales de mayor relevancia en la economía global, la Reserva Federal Americana y el Banco Central Europeo, estudia las diferentes medidas adoptadas por ambos bancos en sus esfuerzos por combatir las causas y efectos de dicha crisis. Concluye estableciendo que medidas han resultado más eficaces y que, a fecha del cierre de este trabajo, los hechos constatan que las medidas de política monetaria de la Reserva Federal han encaminado a la economía americana por la senda de la recuperación, mientras que las del BCE, han llevado a la zona euro a un principio de deflación que el banco central intenta contrarrestar adoptando, con una tardanza de seis años, las mismas medidas de política monetaria ultraexpansiva de la FED.

Palabras clave

Crisis económica 2008, Reserva Federal Americana (FED), Banco Central Europeo (BCE), política monetaria, medidas convencionales, medidas no convencionales.

Abstract

This paper analyzes the current global economic crisis of 2008, its causes, course and consequences after studying the historical, structural and regulatory differences of the two most important central banks in the global economy, the US Federal Reserve and the European Central Bank, and analyzes the various measures taken by both banks in their efforts to combat the causes and effects of that crisis. The paper concludes by stating what measures have proved most effective and that, at the closing date of this work, the facts find that the monetary policy measures from the Federal Reserve have directed the American economy to the path of recovery, while the ECB's, have led the euro zone to a principle of deflation that it tries to escape by adopting the same monetary policy measures of the FED, with a delay of six years.

Key words

2008 economic crisis, US Federal Reserve, European Central Bank, Monetary policy, conventional measures, unconventional measures .

1. INTRODUCCIÓN

1.1 Objetivos

El presente trabajo está enfocado hacia el análisis/ comparación de las medidas adoptadas por los bancos centrales de las dos áreas económicas globales de mayor relevancia, la FED y el BCE, en sus esfuerzos por atajar las adversas consecuencias generadas por la crisis económica de 2008. Su interés radica en que posteriores trabajos puedan continuar la labor de este, deduciendo de los aciertos y errores de las medidas de ambos bancos estrategias metodológicas generales recomendables para su mejor funcionamiento. Esto reviste mayor interés en el caso de la zona euro, que responde a una Unión Europea, en proceso de construcción en la actualidad.

1.2. Metodología

Para la consecución del objetivo planteado se ha recurrido al análisis crítico y deductivo de las diversas fuentes de datos económicas oficiales de ambos bancos centrales y de la comparación entre las mismas, deduciendo sus consecuencias y contrastándolas con los indicadores económicos reales y oficiales de cada momento analizado.

En lo que se refiere al análisis de las medidas y sus consecuencias, esta metodología deductiva y de contraste con los indicadores de las páginas oficiales de los bancos centrales parece la más adecuada por su mayor objetividad frente a los postulados de otros trabajos sobre la crisis.

En cuanto a la descripción de la propia crisis, se ha utilizado además las fuentes bibliográficas que se citan en el apartado de bibliografía.

1.3. Estado de la cuestión

En la actualidad, disponemos de una variada bibliografía sobre la crisis económica de 2008. Una muestra escogida de ellos se cita en el apartado bibliografía de este trabajo. Sin embargo cuesta encontrar entre ellos, en su mayoría de marcado enfoque divulgativo para el gran público, la aportación de datos económicos objetivos que nos permitan sacar nuestras propias conclusiones. Estos trabajos, inciden más en cuáles serían las soluciones a adoptar en opinión de los autores para evitar futuras crisis, que en desentrañar que estaba ocurriendo y por qué. Entre ellos también los hay que a la fecha evidencian que, de haberse aplicado, las soluciones que sus autores prescribieron, de haberse aplicado, hubiesen resultado, en el mejor de los casos, ineficaces.

Por el contrario. Entre la confusión de las diferentes versiones de lo que estaba pasando hemos sido conscientes de que los principales actores en la lucha contra la crisis sistémica que se avecinaba, estaban siendo los bancos centrales. Es entonces cuando nos ha sorprendido la cuasi nula existencia de trabajos que tratasen cuales habían sido las medidas

adoptadas por estos y su nivel de eficacia, a excepción de artículos y datos publicados por los propios bancos centrales en sus respectivas páginas web.

Así las cosas, dado que la UE es un proyecto político y económico todavía en construcción y su banco central es de reciente construcción, y por el contrario, el banco central de la economía central norteamericana, es un banco con historia y experimentado en crisis, nos hemos preguntado ¿existen diferencias entre las medidas que han adoptado y están adoptando los bancos centrales de estas dos relevantes áreas económicas? Si existen ¿Cuáles son? Y ¿Cuáles han resultado más efectivas?

Pues bien, desconocemos que exista ninguna bibliografía al respecto, con excepción de apartados puntuales de algún sucinto trabajo.

En todo caso, información breve y fragmentada. Por ello este trabajo pretende cubrir esa laguna y se centra en ahondar en el análisis comparativo de las medidas de los bancos concluyendo con la estimación de cuales han resultado más eficaces, contrastándolas con los datos económicos oficiales y actualizando dicho análisis a febrero de 2015.

1.4. Estructura

Este trabajo se estructura básicamente en seis apartados más un séptimo relacionando la bibliografía recomendada y la consultada, el primero introductorio sirve para situar al lector tanto en el ámbito de fuentes de información como en la metodología utilizada, tipos de fuentes de información y objetivos del trabajo.

Los siguientes se centran en facilitar al lector el acceso rápido a la historia, objetivos y competencias de ambos bancos centrales, la FED y el BCE.

En el cuarto se hace una descripción detallada del desarrollo de la crisis económica desde sus antecedentes y de sus causas y consecuencias.

El apartado cinco se focaliza directamente en el objetivo de este trabajo y relata, causalizándolo, las acciones adoptadas por ambos bancos centrales para competir y atajar la crisis económica, analizando similitudes y diferencias y el grado de efectividad de las mismas.

El apartado seis, que pone fin al trabajo, ahonda más en la efectividad de las diferentes medidas, concluyendo con cuales se ha conseguido los mejores resultados en la consecución del objetivo de estabilización y recuperación de la crisis.

2. LA RESERVA FEDERAL AMERICANA (FED)

2.1 Definición introductoria

La Reserva Federal Americana (FED) (Federal Reserve System) es el Banco Central de los Estados Unidos de América. Fue creada en 1913 con la Ley de la Reserva Federal. Anteriormente a su fundación no existía formalmente una organización que implementara la política monetaria en EEUU. (FED, 2015)

Además de implementar la política monetaria en EEUU tiene otras funciones vitales para el correcto funcionamiento de la economía americana, como son supervisar y regular a las instituciones bancarias, mantener la estabilidad del sistema financiero y procurar servicios a las instituciones de depósito, que son el subgrupo de las entidades de crédito formado por bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, únicas con capacidad legal para captar depósitos del público (Banco de España, 2015)

La FED está dirigida por la Junta de Gobernadores, una agencia gubernamental con sede en Washington, que está presidida en la actualidad por Yanet Yellen, quien sucedió a Ben Bernanke el 1 de febrero de 2014. (Federal Reserve Education Organization, 2015)

El hecho de que la economía americana haya sido hasta 2014 y los indicadores apuntan a que volverá a serlo en 2015, la primera economía mundial, convierte a la FED en la institución pública financiera de mayor influencia a escala global.

La FED es un sistema independiente en cuanto a que sus decisiones no deben ser aprobadas por ningún presidente o mandatario del gobierno, no obstante, el Congreso revisa sus actuaciones periódicamente.

A continuación relataremos los eventos históricos más importantes en la creación de la FED, su estructura de gobierno y pondremos un especial énfasis en sus competencias para lograr una mayor comprensión del papel fundamental de este actor en la economía global.

2.2 Antecedentes y breve cronología histórica

La FED se fundó en el año 1913 con el objetivo de convertirse en el organismo regulador que garantizara la necesaria flexibilidad y consecuente estabilidad del sistema financiero y económico de los EEUU.

El motivo fue que de que durante el siglo anterior se produjeron continuados pánicos financieros que provocaron debacles en la economía real americana. Estas crisis pusieron en evidencia la ineficacia del sistema bancario en EEUU y la necesidad de un supraorganismo bancario regulador.

A continuación se exponen de forma sintética los hechos históricos más relevantes en el desarrollo de la FED (Federal Reserve Education Organization, 2015). Para mayor claridad, se han ordenado cronológicamente y referenciando cada hito histórico al año en que se produjo.

- **En 1791.** Primer precedente de constitución de un Banco Central en EEUU. El secretario del tesoro Alexander Hamilton, constituyó un Banco Central, sin embargo en 1811 el Congreso decidió su disolución, por lo que quedó en un intento frustrado.
- **1816.** Segundo intento fallido. El congreso acordó la constitución de un banco central, pero cuando fue elegido como presidente de la Nación Andrew Jackson, éste decidió dejar sin efecto dicho acuerdo.
- **De 1836 a 1865.** Se conoce como Era de la Banca Libre (Free Banking Era). Los bancos, tanto estatales como privados, emitían sus propios billetes que eran reembolsables en oro o especie.
- **De 1873 a 1907.** Transcurrió una Época caracterizada por sucesivos pánicos financieros y bancarios. Se produjo una de las peores depresiones de la economía real en la historia de los EEUU, que puso de manifiesto las carencias del sistema bancario.
- **1907.** La especulación en el mercado de Wall Street provocó otra ola de pánico bancario. A pesar de las diferencias entre los grupos políticos, se estableció un cierto consenso de opinión sobre la necesidad de reformas para la creación de una autoridad superior que asegurase un sistema bancario más estable.
- **1908.** Se aprobó por el congreso la Ley Aldrich-Vreeland (Aldrich-Vreeland Act) que permitía la emisión de moneda con carácter de emergencia durante periodos de crisis. Además se constituyó la Comisión Monetaria Nacional (National Monetary Commission) con la finalidad de que diese soluciones a largo plazo a los problemas bancarios sistémicos.
- **1912.** Fue elegido presidente de EEUU el candidato demócrata Woodrow Wilson, que encarga al congresista Carter Glass y al profesor de economía en la Universidad de Washington Lee, H. Parker Willis, la redacción de una proposición de banco central independiente, ésta se convertiría (con algunas modificaciones) en la Ley de la Reserva Federal (Federal Reserve Act).
- **1913.** El presidente Woodrow Wilson convirtió la “Federal Reserve Act” en una ley que ordenaba la creación de un banco central “descentralizado” e “independiente” encargado de velar por los intereses, tanto de la banca como de los ahorradores. Nació así la Reserva Federal Americana. Para que esta institución pudiese comenzar a operar, los miembros del Comité de la Reserva Federal recién constituida encararon la ardua labor de organizar y estructurar el funcionamiento de este nuevo banco sobre la base del desarrollo de su ley constitucional. Mientras tanto, los bancos de EEUU operaban normalmente en el marco legal de la Ley Aldrich-Vreeland de 1908.
- **1914.** Se inicia en Europa la Primera Guerra Mundial. Los bancos americanos financiaron indirectamente a los aliados al aceptar descontar los medios de pago a crédito que estos entregaban para la adquisición de bienes comerciales producidos en EEUU.
- **1917.** Estados Unidos declaró oficialmente la guerra a Alemania. Como consecuencia sus esfuerzos económicos se centraron en financiar su propia incorporación al conflicto, por tanto finalizó la aceptación del descuento de los medios de pago europeos.

- **1919.** Finalización de la Primera Guerra Mundial.
- **1923.** Benjamin Strong, gobernador de la FED por el distrito de Nueva York, efectuó la primera acción agresiva de política monetaria de la Reserva Federal para detener una recesión bancaria, mediante una masiva compra de títulos públicos, evidenciando así la eficacia de las operaciones de Mercado Abierto para influir en la disponibilidad de crédito en el sistema bancario. A partir de aquí y durante toda la década, la Reserva Federal comenzó a utilizar las operaciones de Mercado Abierto como instrumento de política monetaria. También se promovieron las relaciones con otros bancos centrales como el Banco de Inglaterra.
- **Octubre de 1929.** “Crack del 29.” Hito en las crisis económicas mundiales. El mercado de valores se derrumbó y EEUU cayó en la peor depresión de su historia. Cerca de 10.000 bancos quebraron entre 1930 y 1933.
- **1933.** Como reacción a la situación de emergencia creada por la Gran Depresión, el Congreso aprobó la Ley Glass-Steagall (Glass-Steagall Act), con el fin de controlar los movimientos especulativos en el mercado financiero. La ley obligaba a la separación de la banca comercial de la de inversión. También otorgó competencias a la FED para fijar máximos en los tipos de interés de las diferentes clases de depósitos bancarios. Así mismo, estableció diferentes obligaciones a la banca comercial, con el objetivo de incrementar los controles sobre su funcionamiento, tales como la obligatoriedad de entregar a la FED, tres veces por año, un informe sobre su situación. Finalmente, estableció la creación de la Corporación Federal de Seguro de Depósitos (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC), cuya misión era garantizar los depósitos de los ahorradores de aquellos bancos privados que se declaran en quiebra.
- **1933.** Promulgación de una orden ejecutiva del presidente de los EEUU, Franklin D. Roosevelt, que ordenó la retirada de los certificados de oro y plata, poniendo fin al uso de dichos patrones metálicos como patrones económicos.
- **1935.** Aprobación de la Ley de 1935 (Banking Act of 1935), que estipulaba varios cambios en la estructura de la FED. El más relevante, la creación del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, de su nombre en inglés), como una entidad legal separada.
- **1941.** El 8 de diciembre, entrada en la Segunda Guerra Mundial de los EEUU.
- **1942.** A fin de facilitar la financiación de la guerra, manteniendo su coste a un nivel reducido, la Reserva Federal se comprometió, a petición del Tesoro (Organismo ejecutivo responsable de promover la prosperidad económica y de garantizar la seguridad financiera de los Estados Unidos. Entre sus competencias están el asesorar al Presidente sobre cuestiones económicas y financieras, fomentar el crecimiento económico sostenible y fomentar la mejora de la gestión pública en las instituciones financieras) (US Department of Treasury, 2015) a mantener fijo y bajo el tipo de interés de los Bonos del Estado a un año. De esta manera, la FED perdió su capacidad de intervención en el mercado monetario. Esta medida se mantuvo hasta 1947. Al principio, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) pidió

que el Tesoro fijara los precios de los valores en niveles más realistas para permitir que los rendimientos a corto plazo subieran, sin embargo el Tesoro, preocupado por la viabilidad de las necesarias operaciones de refinanciación, se negó.

- **1946.** Aprobación por el Congreso de la Ley de Empleo (Employment Act). Concluida la Segunda Guerra Mundial, el Congreso aprobó la Ley de Empleo, que entre otras disposiciones, añade el objetivo de conseguir el pleno empleo, a la lista de funciones específicas de la FED.
- **1950.** El comienzo de la Guerra de Corea provocó una expansión crediticia que la FED no fue capaz de controlar. Se intensificaron las tensiones de la FED con el Tesoro ya que la FED precisaba intervenir en el mercado abierto a fin de controlar la expansión crediticia y el Tesoro se lo impedía obligando a el mantenimiento de interés fijo y bajo en el mercado de la deuda pública por el mismo motivo que en la Segunda Guerra Mundial, intentar que el coste de financiación de la guerra resultase lo más bajo posible.
- **1951.** “Acuerdo Tesoro-Reserva Federal” (Treasury-Federal Reserve Accord). El 4 de marzo de 1951, después de varias reuniones de trabajo entre la FED y el Tesoro para solucionar sus discrepancias sobre el control de las tasas de interés y la política monetaria, ambos resolvieron su disputa con la firma de este acuerdo. El acuerdo restauraba las facultades de la FED en materia de política monetaria y crediticia, a cambio de su apoyo al Tesoro mediante el uso de pagarés.
- **1956.** Aprobación por el Congreso de la Ley Bank Holding Company (Bank Holding Company Act), que otorgó a la FED competencias para regular las actividades de las compañías propietarias de bancos, ósea de las estructuras holding en el sector bancario.
- **1970.** Durante esta década la inflación se disparó, los precios del petróleo alcanzaron máximos y el déficit federal se duplicó.
- **1980.** Aprobación por el Congreso del “Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act”. Esta ley marca el inicio de un período de reformas modernas en el sector bancario. A partir de la misma, bancos, cajas de ahorro, cooperativas de crédito y entidades de crédito hipotecario pasarán a llamarse Entidades de Depósito. La ley extendió el poder de la FED sobre cualquier tipo de entidades de depósito, unificando la regulación de todas ellas, que hasta entonces era diferente, y estrechando el control sobre la oferta monetaria del país. Asimismo, se suprimieron los límites máximos de los tipos de interés para los préstamos hipotecarios. Además, dispuso que todas las entidades de depósito tendrían acceso a la financiación de la FED y quedaban sometidas a los requerimientos de control bancario que la misma estableciera.
- **Década de 1980.** La FED consigue durante esta década, bajo el liderazgo de su presidente, a la sazón Paul Volcker, mantener bajo control la inflación que existió en esa década.
- **1987.** El 19 de octubre de 1987, ha pasado a la historia financiera como el “Black Monday”. La bolsa registró en un solo día una caída en picado, hasta niveles mínimos. La rápida respuesta de la FED, presidida por Alan Greenspan, reduciendo el tipo de interés de los

fondos federales para volver a los cuatro meses a la senda de las subidas de tipos que venía manteniendo previamente, atajó los efectos de lo que podía haber sido una crisis sistémica, tal como se expondrá con mayor extensión más adelante en este mismo trabajo.

- **1990.** La década de los 90, hasta marzo de 2001, se caracteriza por ser el periodo de expansión económica más largo de los últimos tiempos. Gracias a las declaraciones del presidente de la FED A. Greenspan, que consiguió restaurar la confianza en el sistema financiero de EEUU declarando que la FED, consecuentemente con su carácter de Banco Central, inyectaría al mercado en cada momento toda la liquidez que considerara necesaria. Esto motivó un largo periodo de tipos de interés bajos y una consecuente expansión financiera.
- **1999.** Aprobación por el Congreso de la Ley Gramm-Leach-Bliley (Gramm-Leach-Bliley Act). Esta ley daba un vuelco a la anterior Ley Glass-Steagall de 1933 y volvía a permitir a cada entidad de depósito que ofreciera los servicios financieros que estimara convenientes, por tanto, en aplicación de la ley, una misma entidad podía prestar servicios de inversión, de ahorro, de seguros y de banca comercial indistintamente.
- **2001.** El 11 de septiembre, los ataques terroristas en Nueva York, Washington y Pensilvania, interrumpieron los mercados financieros estadounidenses. La FED emitió una breve declaración: "El Sistema de la Reserva Federal está abierto y en funcionamiento. La ventanilla de descuento está disponible para satisfacer las necesidades de liquidez". En los días siguientes la FED bajó las tasas de interés y prestó más de 45 mil millones de dólares a las instituciones financieras con el fin de proporcionar estabilidad a la economía estadounidense. A finales de septiembre, se había evitado una potencial crisis de liquidez. La FED llevó a cabo el papel fundamental en la amortiguación de los efectos de los ataques de 11 de septiembre en los mercados financieros de Estados Unidos.

No se tratará en este resumen cronológico del periodo entre el año 2001 y el 2007, ya que se comentará más adelante en el apartado de antecedentes de la crisis. En cuanto al periodo que transcurre desde el año 2007 hasta el presente, 2015, al constituir el periodo de inicio y extensión de la propia crisis, se tratará en el apartado correspondiente de desarrollo de la misma.

2.3 Estructura, funciones y competencias

2.3.1. Estructura:

La estructura de gobierno de la FED está organizada del siguiente modo:

- a. La Junta de Gobernadores
- b. Los Bancos Centrales de la Reserva Federal
- c. El Comité Federal de las Operaciones de Mercado Abierto (FOMC)
- d. Los bancos miembros

- a. La Junta de Gobernadores es una agencia federal, es decir del gobierno central, y el principal **órgano de gobierno** de la FED. Su sede se ubica en Washington D.C. Es la encargada de la supervisión y regulación de la actividad de los doce bancos de la Reserva Federal, y del sistema bancario estadounidense. Formula la política monetaria de los EEUU. También es la encargada de tomar las decisiones en materia de coeficiente de caja y tipos de descuento.

La Junta de Gobernadores está formada por siete miembros nombrados por el Presidente de EEUU y confirmados por el Senado. El presidente y el vicepresidente de la Junta de Gobernadores son designados por el presidente de los EEUU de entre los siete gobernadores. En la actualidad el cargo de presidente recae en la señora Janet L. Yellen, y el de vicepresidente en el señor Stanley Fisher. El mandato del presidente y vicepresidente son válidos durante cuatro años, es decir el tiempo de una legislatura presidencial, renovables, y el del resto durante 14 años. La Junta se reúne varias veces por semana y mantiene una comunicación continua con los gobiernos de los diferentes Estados de la Unión.

- b. Los Bancos Centrales de la Reserva Federal son doce y constituyen el **brazo ejecutivo** del sistema de la FED. Cada uno de los bancos es responsable de un distrito (áreas delimitadas por la FED en función del número de habitantes en la fecha de su constitución). Los doce distritos tienen el nombre de las ciudades que son su sede principal, y son las siguientes: Atlanta, Boston, Chicago, Cleveland, Kansas City, Dallas, Filadelfia, Nueva York, Minneapolis, Richmond, San Francisco y St. Louis.

Los Bancos Centrales de la FED tienen como principales labores las de realizar estudios sobre la situación económica, supervisar a los bancos ubicados en su región y proporcionar servicios financieros a los bancos y los gobiernos de los diferentes Estados, también se encargan de la distribución de las monedas y billetes y del sistema de pagos nacional, así como de desempeñar la función de Banquero del Tesoro de los EEUU.

- c. El Comité de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC, Federal Open Market Committee) es el encargado de supervisar las operaciones de Mercado Abierto, que son el **principal instrumento de la política monetaria** americana ya que estas operaciones, afectan a la cantidad de recursos monetarios en circulación en el mercado. Así mismo interviene en las operaciones que la FED lleva a cabo en el mercado de divisas. Está formado por doce miembros, los siete de la Junta de Gobernadores y cinco de entre los representantes de los Bancos de la Reserva Federal (cuatro regiones que van rotando y el presidente de los EEUU, que se mantiene fijo). Los presidentes de los bancos de la reserva federal pueden participar en las juntas, aunque sin derecho a voto.

- d. Además de las entidades citadas en los precedentes apartados, forman parte de la estructura de la FED los bancos miembros, que son bancos privados poseedores de acciones de alguno de los doce bancos de la reserva Federal. Estas acciones, sin embargo, no están disponibles para su venta y solo dan derecho a los bancos al beneficio del dividendo (Federal Reserve Education Organization, 2015).

2.3.2. Competencias:

Aunque, como ya se ha dicho, el principal motivo para la creación de la FED fue el de hacer frente a las crisis bancarias ocurridas anteriormente a su creación, en la actualidad sus objetivos se han expandido a través de las diferentes leyes que se han ido mencionando anteriormente y están recogidos en la Ley de la Reserva Federal.

En la actualidad los objetivos competencias legales de la FED son:

1. Organizar la política monetaria en los EEUU, interviniendo en las condiciones crediticias y monetarias para procurar el máximo empleo, la estabilidad de precios y los tipos de interés a largo plazo adecuados.

2. Regular y supervisar los bancos americanos a fin de salvaguardar el sistema financiero del país y con él los intereses de los ahorradores privados.

3. Salvaguardar la estabilidad en el sistema financiero americano, previniendo y minimizando los riesgos que puede sufrir.

4. Proporcionar los servicios financieros que requieran el gobierno de los EEUU, las Entidades de Depósito y las Instituciones Oficiales Extranjeras (Los gobiernos centrales de países extranjeros, incluyendo todos sus departamentos, autoridades reguladoras, y las misiones diplomáticas y consulares), a la par que garantizar el sistema de pagos del Gobierno, facilitando el intercambio de pagos entre los estados y atendiendo las necesidades locales de liquidez.

5. Fortalecer la posición de los EEUU en la Economía Mundial (Federal Reserve Education Organization, 2015).

2.3.3. Independencia de la FED:

En la actualidad, la FED se considera un órgano independiente puesto que sus decisiones no tienen que ser ratificadas por ningún órgano ejecutivo del gobierno, ni tan siquiera por el propio presidente de los EEUU, tan solo están sujetas a la supervisión del Congreso, y debe actuar dentro del marco de los objetivos de política económica y financiera del gobierno.

3. EL BANCO CENTRAL EUROPEO (BCE)

3.1. Introducción

“El Banco Central Europeo (European Central Bank, ECB) es el banco central de la moneda única europea, el euro. Su función principal consiste en mantener el poder adquisitivo del euro y, con ello, la estabilidad de precios en la zona del euro. La zona del euro comprende los 19 países de la Unión Europea que han adoptado el euro desde 1999”. Sirva como definición introductoria esta, que es la oficial que hace de sí mismo la propia página del BCE.

Como vemos, en esta definición aparece ya la peculiaridad más importante de este banco central. Hasta ahora, los bancos centrales, incluyendo a la propia Reserva Federal Americana lo eran de naciones concretas, mientras que en este caso, lo es de 19 naciones, todas aquellas que han adoptado como moneda única el euro, integrantes de un marco legal general en construcción que es la Unión Europea. Esta peculiaridad, como comentaremos más adelante, condiciona en extremo las actuaciones de este banco central.

El BCE es el eje central del sistema de bancos centrales de las naciones del área euro, Eurosistema, es el encargado de administrar la política monetaria y económica a los 19 estados miembros de la Eurozona.

Su objetivo primordial hoy consiste en mantener la inflación en niveles bajos, entorno a un IPCA (Índice de Precios al Consumo Armonizado) del 2% y mantener la elasticidad de precios. Su sede principal está en Frankfurt, Alemania (Banco Central Europeo, 2015)

3.2 Antecedentes y breve cronología histórica

El BCE se fundó en el año 1998 con el objetivo de convertirse en el banco central de todos los países de la Eurozona, es decir de todos los países de Europa que comparten una moneda única, el euro (€) y que por tanto han renunciado a su anterior moneda.

Los países que se integran en la Eurozona son países miembros de la Unión Europea. Si bien algunos países de la UE como Inglaterra, Dinamarca y Suecia no se han integrado todavía en la zona euro.

Se trata por tanto de un banco muy nuevo, con poca experiencia, y cuyo objetivo prioritario, que es mantener la estabilidad de precios y por tanto controlar la inflación se extiende a 19 naciones con sus estructuras económicas, de mercado laboral, productivo y de consumo, propias y en la actualidad muy diferentes.

Obviamente la toma de decisiones de este banco central de una Unión Europea en construcción, se hace muy compleja, ya que las acciones adecuadas para un determinado número de miembros pueden resultar nocivas para el resto y por ente propia estructura del banco peca de inexperta a la hora de la toma de decisiones.

No obstante tanto en el propio mandato fundacional, como en las acciones que el propio banco ha ido adoptando a lo largo de su corta historia se evidencia una manifiesta influencia del Bundesbank, banco central de Alemania, país fundador de la UE y la economía más potente de la zona euro.

El BCE está dirigido por un comité ejecutivo, cuyo actual presidente, que lo es también del BCE, es el italiano Mario Draghi, apodado por algunos comentaristas económicos como “Super Mario” dada la gran influencia de sus decisiones en la economía de Europa (Banco Central Europeo, 2015).

A continuación se exponen de forma sistemática, ordenados cronológicamente por años, los hechos históricos de mayor relevancia en el desarrollo del BCE (Unión Europea, 2015)

- **1951.** El 18 de abril se firmó el Tratado de París por los siguientes países: Francia Bélgica Alemania Luxemburgo Italia y países Bajos. Mediante este tratado se constituyó la Comunidad Europea del Carbón y del Acero (CECA).
- **1957.** El 25 de marzo se firmaron los Tratados de Roma, en los que se creaba la Comunidad Económica Europea (CEE) y la Comunidad Europea de la Energía Atómica (EURATOM), en busca de una cooperación económica entre los países miembros. Con este tratado se consiguió reducir las tensiones que se habían creado tras la Segunda Guerra Mundial, fundamentalmente entre vencedores y vencidos.
- **1965.** El 8 de abril se firmó el Tratado de Fusión, también conocido como Tratado de Bruselas. Este creó una Comisión y un Consejo únicos para las Comunidades Europeas. Aunque fue derogado por el Tratado de Ámsterdam en 1997.
- **1968.** Pierre Werner, primer ministro de Luxemburgo desde el año 1959 hasta 1974 y desde 1979 hasta 1984, propuso la formación de una unión monetaria bajo la creación de una moneda única y, en 1970, publicó el “Informe Berna”. Este establecía un plazo de diez años para la formación de una Unión Monetaria Europea.
- **1971.** En este año se propone posponer el proyecto para el establecimiento de la Unión Monetaria Europea, ya que Estados Unidos devaluó el dólar desencadenando una crisis económica en Europa.
- **1972.** De 1972 a 1980, los países de la CEE adoptaron un sistema para protegerse de las fluctuaciones de los valores de las distintas monedas de estos países denominada Serpiente Monetaria, en marzo de 1972: Acordaron limitar las fluctuaciones de sus monedas a una banda en torno a un tipo central de referencia de 2.25%. Pronto aparecieron problemas con esta banda en los estados miembros que provocaron que entre 1979 y 1987 tuvieran que llevarse a cabo 37 ajustes monetarios (SCHELLER, 2004).
- **1979.** Los gobiernos y bancos centrales de los nueve Estados miembros de la CEE crearon el Sistema Monetario Europeo y el ECU, unidad monetaria europea. El ECU era una moneda meramente virtual

- **1986.** Los estados del Sistema Monetario firmaron el Acta Única Europea. Ésta establecía cambios respecto al Tratado de Roma con la finalidad de agilizar la toma de decisiones y que fuese factible la creación, en 1993, de un mercado interno de libre circulación de bienes y servicios en ausencia de barreras arancelarias.
- **1988.** Jacques Delors resultó elegido presidente del comité encargado de establecer las bases del futuro Tratado de Maastricht. Como resultado se publicó el llamado Informe Delors, que establecía el proceso hacia una Unión Económica y Monetaria Europea. Este proceso constaba de tres fases:
- **1990.** El uno de julio de 1990 entró en vigor la **primera fase**, consistente en la liberalización plena de los movimientos de capitales entre países de la futura Unión Europea.
- **1992.** El 7 de febrero se firmó el tratado sobre la Unión Europea en Maastrich, también llamado Tratado de Maastrich, es el tratado que constituye la Unión Europea. Éste instituía los criterios, entre otros, los criterios que los países deberían cumplir para poder adoptar el euro.
- **1994.** El 1 de enero de 1994 se inició la **segunda fase**. Según quedaba recogido en el tratado de la Unión Europea, en la misma se restaurarían los procedimientos y se crearían las instituciones necesarias para creación de la Unión Económica y Monetaria Europea. Para ello, se creó el Instituto Monetario Europeo (IME), que comenzó sus actividades en Frankfurt y cuya función consistiría preparar la mecánica para la introducción sin problemas de la moneda única en los países miembros.
- **1997.** El 2 de octubre se firmó el Tratado de Amsterdam, que reformó los tratados CEE y UE de 1957, con el objetivo de preparar a las instituciones de la UE para la admisión de futuros países miembros.
- **1998.** El Consejo Europeo (formado por los jefes de estado y de gobierno de los países miembros), reunido en Bruselas, decidió qué países reunían los requisitos exigidos para formar parte de moneda única europea. Estos fueron: Bélgica, Alemania, Francia, Irlanda, Italia, España, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia.
El trece de mayo se decidió quienes formarían parte del Comité ejecutivo de BCE y se designó a Willem F. Duisenberg como primer presidente del Banco Central Europeo y a Christian Noyer como vicepresidente. El 1 de Junio se creó en el BCE, que sustituyó al IME en los preparativos para el inicio de la tercera fase hacia la Unión Económica y Monetaria, y el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), Autoridad monetaria de la zona euro compuesta por el BCE y todos los Bancos Nacionales de los estados de la UE, hayan adoptado el euro o no, a diferencia del Eurosistema, que solo incluye los bancos centrales de los países que hayan adoptado el euro (BCE, 2012). Se hablará de este tema más adelante en la estructura del BCE .
- **1999.** El 1 de enero se inició la **tercera fase** con el nacimiento y adopción del euro y transferencia las competencias en materia de política monetaria al consejo del BCE. El 1 de junio de 1999 el Eurosistema quedó constituido.

- **2001.** El 26 de febrero, el congreso de los EEUU firmó el “Tratado de Niza”. Este tratado estableció sistemas para cambiar la composición y tamaño de la Comisión Europea, que es una de las principales instituciones de la Unión Europea cuya función consiste en representar y defender los intereses del conjunto de la UE, elaborar propuestas de nueva legislación europea y gestionar la labor cotidiana de poner en práctica las políticas de la Unión y hacer uso de los fondos europeos y sistemas para modificar el sistema de voto en el Consejo con el objetivo de mejorar la eficiencia de la UE, puesto que por esos momento, el número de países miembros alcanzaba los 25.

- **2002.** Se imprimieron las nuevas monedas y billetes del euro, convirtiéndose este en moneda de todos los ciudadanos de la Eurozona. También tuvo lugar la extinción de la CECA, al haberse cumplido su periodo de vigencia de 50 años, y se integraron sus funciones y competencias en la UE.

- **2007.** El 13 de diciembre se firma el “Tratado de Lisboa” o “Tratado de Reforma de la Unión Europea”. Con una finalidad de promover una UE “más democrática, más eficiente y mejor capacitada para abordar, con una sola voz, los problemas mundiales, como el cambio climático”. (Unión Europea, 2015) Los principales cambios que introduce este tratados son el aumento de competencias del Parlamento Europeo, que reconoce al BCE como institución comunitaria, el carácter permanente del puesto de Presidente del Consejo Europeo, nuevo puesto de Alto Representante para Asuntos Exteriores y nuevo servicio diplomático de la UE. Los diecinueve Estados que hoy forman la Eurozona, es decir que comparten una moneda única son: Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Países Bajos y Portugal. Quedan nueve estados miembros de la Unión Europea que todavía no han adoptado el euro, Bulgaria, Croacia, Dinamarca, Hungría, Polonia, Reino Unido, República Checa, Rumania y Suecia (Unión Europea, 2015).

3.3 Estructura, funciones y competencias

3.3.1. Estructura:

El BCE está regido por tres órganos de gobierno (BCE, 2015):

- a. El Comité Ejecutivo
 - b. El Consejo de Gobierno
 - c. El Consejo General.
-
- a. El Comité Ejecutivo es el competente para la supervisión de la gestión diaria del propio banco. Es el **órgano ejecutivo** del BCE. Se encarga de aplicar la política monetaria, decidida previamente por el Consejo de Gobierno, y de dar instrucciones vinculantes a los bancos centrales nacionales. También organiza las reuniones del Consejo de Gobierno.

Está compuesto por seis personas: El Presidente del BCE (hoy Mario Draghi, ex presidente del Banco Central de Italia), el Vicepresidente (Vítor Constâncio) y cuatro miembros más que son elegidos por los presidentes y primeros ministros de los países de la eurozona, por un mandato máximo de ocho años.

- b. El Consejo de Gobierno es el **órgano decisorio** del BCE. Es el encargado de definir la política monetaria y fijar los tipos de interés.

Está formado por: el presidente del BCE, que es presidente a su vez del Consejo de Gobierno, los gobernadores de los 19 Bancos Centrales de la zona euro y los otros cinco miembros del Comité Ejecutivo.

- c. El Consejo General es el **órgano consultivo** del BCE y el encargado de la coordinación de la política económica entre todos los países que han adoptado el Euro. También se encarga de asesorar y asistir a los países que se incorporan a la moneda única en los problemas que la adaptación pueda generarles.

Está formado por el Presidente del BCE, el Vicepresidente y los presidentes de los bancos centrales de todos los países miembros de la UE.

El Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, en su versión consolidada, establece junto con los estatutos del BCE y del Sistema Europeo de Bancos Centrales, establecen la base jurídica y legal sobre la política económica y monetaria única en la UE.

Esta base legal otorga atribuciones de supervisión al BCE, que se responsabiliza del control de las entidades de crédito radicadas en los estados miembros, favoreciendo la solidez, seguridad y estabilidad del sistema bancario y financiero de los estados miembros.

El capital del BCE está suscrito y desembolsado por los bancos centrales de los países integrantes de la zona euro.

3.3.2. Competencias y objetivos:

Tanto el BCE como el SEBC tienen como objetivo primordial el mantener la estabilidad de precios en la Eurozona, lo que se traduce en un control de la inflación. Así lo establece el Tratado de la Unión Europea (TUE), del que hablamos anteriormente en la cronología histórica del BCE.

Es importante resaltar que, el TUE habla del SEBC en lugar del Eurosistema puesto que en la fecha de su redacción aún se suponía que todos los países de la UE adoptarían el euro. Al no ser así, es el Eurosistema el que lleva a cabo las funciones del SEBC.

Las competencias del BCE que, de conformidad con el artículo 127 del TUE se llevarán a cabo a través del Eurosistema, (Unión europea, 2015) son:

- Definir y ejecutar la política monetaria de la zona euro.

- Realizar operaciones de divisas respecto a una política cambiaria establecida. Es el Consejo Europeo quien establece la política cambiaria pero este debe consultar con el BCE para que la política cambiaria sea compatible con los objetivos a seguir.
- Poseer y gestionar las reservas oficiales de divisas de los países miembros de la zona euro.
- Promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago,
- Contribuir a la buena gestión de las políticas de supervisión prudencial de las entidades de crédito y a la estabilidad del sistema financiero.
- Realizar tareas específicas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito radicadas en los estados miembros y gestionar las reservas oficiales de divisas de los países miembros de la zona del euro, promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago, contribuir a la buena gestión de las políticas de supervisión prudencial de las entidades de crédito y a la estabilidad del sistema financiero y realizar tareas específicas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito radicadas en los Estados miembros participantes.

Otras funciones del BCE son: Autorizar la emisión de billetes en la zona del euro, recopilar de autoridades nacionales o de los agentes económicos la información estadística necesaria para llevar a cabo las funciones del SEBC (En colaboración con los Bancos Centrales Nacionales) y cuidar el mantenimiento de relaciones de cooperación con instituciones, organismos y foros, tanto dentro de la UE como a escala internacional. Además, el Eurosistema contribuye a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y a la estabilidad del sistema financiero.

3.3.3. Independencia:

Según sus estatutos, el BCE es un órgano independiente (BCE, 2015). Según sus estatutos: “Ni el BCE ni los bancos centrales nacionales (BCN), ni ningún miembro de sus órganos rectores podrá solicitar o aceptar instrucciones de las instituciones y organismos de la UE, ni de los gobiernos de los Estados miembros ni de ningún otro órgano”

No obstante del mismo modo que en algunas actuaciones de la FED, a pesar de su pregonada independencia se deja traslucir una cierta interferencia de las políticas gubernamentales, también en las actuaciones del BCE se evidencia a día de hoy la influencia del Bundesbank, que representa a la economía con diferencia más potente de la zona euro, hasta el punto que los analistas económicos la denominan la locomotora de la Eurozona.

4. LA CRISIS ECONÓMICA MUNDIAL DE 2008

4.1 Introducción y definición:

Llamamos crisis económica mundial de 2008 a la última crisis económica sufrida en los mercados financieros y en la economía real, de alcance global en cuanto a que afecta a todas las economías desarrolladas, en la que todavía estamos inmersos y cuyo detonante más reputado es el estallido de la burbuja inmobiliaria en EEUU en el verano de 2006, que dio lugar a la llamada crisis de las hipotecas “subprime” por el desmesurado aumento de la morosidad del sector de las hipotecas de alto riesgo. La llamamos de 2008 dado que es en este año cuando la crisis de las hipotecas subprime de EEUU se contagió al sistema financiero estadounidense y después al internacional, manifestándose la crisis bursátil mundial del 2008, y la posterior contracción casi total de los mercados de crédito a ambos lados del Pacífico, motivada por la crisis de confianza que los invadió (Niño Becerra, 2009).

4.2 Antecedentes de la crisis

La crisis de las hipotecas subprime que se extendió por los mercados financieros de EEUU a partir de agosto de 2006 se considera el disparador de la crisis financiera y económica de 2008.

Las hipotecas de alto riesgo de impago, denominadas en Estados Unidos, “subprime” en contraposición a las “prime” o hipotecas de bajo riesgo de impago, eran un tipo de hipoteca que se concedía a clientes de escasa solvencia y se destinaban a la adquisición de viviendas. Al ser elevado el riesgo de impago del préstamo hipotecario subprime, también lo eran sus tipos de interés y las comisiones bancarias que la acompañaban, es decir el negocio para los prestamistas.

El antecedente más cercano y en el que podíamos buscar el origen de la crisis es la sobrevaloración de activos financieros en el mercado estadounidense que se produjo en el año 2000, especialmente en el mercado bursátil de las empresas operadoras en Internet. En el año 2001 se produjo el estallido de la burbuja financiera asociada a estas empresas, lo que supuso el primer aviso serio sobre los efectos perversos de la sobrevalorización del mercado financiero debido a la excesiva focalización de la actividad inversora en áreas muy puntuales del mercado, en este caso las empresas.com y de Internet.

A fin de paliar los efectos sobre la economía real del estallido de la burbuja financiera de 2008, la Reserva Federal dispuso una rebaja sin precedentes de los tipos de interés oficiales desde el 6,5% al 1% y ello a pesar de que, como ya se había contrastado en la anterior burbuja de 2001, en el mercado financiero existía una gran masa de ávidos inversores a la búsqueda de mayores beneficios (Krugman, 2004).

4.3. Desarrollo y causas

El mantenimiento por la Reserva Federal de estos bajísimos tipos de interés, que llegó a producir durante largos periodos de tiempo intereses reales negativos, combinado con la existencia ya comentada de una gran masa de ahorradores en busca de mayores rentabilidades, sumada a la desconfianza generada en el mercado bursátil por el estallido anterior de la burbuja de Internet, dirigió a la masa ahorradora hacia el mercado de la vivienda, en la confianza histórica de que el precio de la misma nunca bajaba.

Además la adquisición de la vivienda era fácil debido al fuerte apalancamiento que permitía a los ahorradores bajísimos tipos de interés, que proporcionaban un fortísimo apalancamiento, por lo que gran parte del precio de la vivienda se financiaba con un préstamo hipotecario (Nadal Belda, 2008).

Así mismo, el acceso al crédito era fácil y ello no sólo porque se fueron revocando desde el Congreso estadounidense las fuertes medidas supervisoras garantistas que exigían altos coeficientes de liquidez y solvencia a las entidades de crédito y que por tanto no solo limitaban el volumen de crédito, sino que incluso desde las administraciones gubernamentales, tanto republicanas como demócratas, se hizo un esfuerzo consciente de aumentar la relajación de las condiciones para el otorgamiento de préstamos hipotecarios, como forma de incrementar el porcentaje de viviendas en propiedad (Hernández Martín et al, 2011).

Este escenario fue el que propició la aparición de las hipotecas subprime. Como vemos, se estaban simultaneando en el mercado los elementos suficientes para originar una “tormenta perfecta” en forma de crisis sistémica, a saber, fuerte avidez inversora, bajos tipos de interés mantenidos en el tiempo que dan confianza a esa masa inversora, que por tanto asume mayores riesgos, relajación en las barreras que limitaban el excesivo apalancamiento y, por fin, huida de la gran masa inversora hacia la adquisición de un solo sector, el de los bienes inmuebles incluso con finalidad especulativa.

Está marcada tendencia del mercado financiero hacia la adquisición de inmuebles fuertemente apalancado con bajos intereses que incluso podían ser negativos comparados con el IPC, obviamente se traducía en un incremento continuado de los precios de la vivienda, que permitió la aparición de un mercado especulativo que se añadió al ya de por sí elevado volumen de la adquisición de viviendas para su personal disfrute por prestatarios, que nunca hubiera tenido la posibilidad de un crédito sin la relajación de las exigencias de la FED a las entidades prestamistas.

Hasta aquí el evidente peligro de estallido de una nueva burbuja, esta vez del mercado inmobiliario, se limitaba al mercado estadounidense.

Pero la extensión de los riesgos de inflación del mercado asociado a las hipotecas subprime, se debió a otro efecto perverso derivado de las medidas desreguladoras aprobadas por el congreso estadounidense, en 1999, revocando la rigurosa separación entre la banca de inversión y la banca comercial hasta entonces vigente, que estableció en los años 30 la Ley

Glass-Steagall, ya citada en este trabajo. Esta ley reguladora, que tenía su origen en dar respuesta a los problemas que generó el Crack del 29 y la Gran Depresión, establecía unas estrictas normas reguladoras para garantizar la separación entre la banca de inversión, que se nutre de mercado de capitales, y la comercial, que toma su dinero del público en general. Por esa razón, estas dos bancas estaban fuertemente separadas por la ley y a la segunda se le exigía por la FED coeficientes de liquidez que limitaban de facto sus posibles niveles de apalancamiento.

Desaparecidas estas estrictas normas, en el escenario de mercado antes citado de tipos de interés reales negativos manteniéndose largos periodos de tiempo y con los precios de las viviendas creciendo a dos dígitos, la banca de inversión acudió en masa al festín de beneficios en un segmento hasta entonces reservado a la banca comercial, creándose así un mercado hipotecario especulativo e inversor paralelo al tradicional, reservado a la banca comercial y sin los controles a los que hasta entonces estaba sometida.

Para ello, la banca de inversión ideó productos financieros innovadores que al final resultaron responsables, tanto de un mayor crecimiento de los precios de las viviendas, como del exponencial crecimiento del segmento de las hipotecas subprime y lo que resultó más letal, del traspaso del enorme riesgo que iba creciendo desde la economía estadounidense a la mundial.

Si bien estos productos recibieron múltiples formas y denominaciones en función de su composición, muy variada, y de su grado de aseguramiento de la devolución, por las diversas empresas aseguradoras del mercado americano. A los efectos de este trabajo, nos bastará con definir y describir los más significativos tanto cualitativa como cuantitativamente.

En síntesis, la operativa se desarrollaba del siguiente modo, agentes independientes, que cobraban sus comisiones por número de hipotecas conseguidas con independencia de la calidad de las mismas, ofrecían hipotecas a tipo variable (recordemos que estamos en un largo período de tipos estables y bajos) y con largos periodos de carencia, a clientes, que no tenían por qué ser propietarios, que en la banca comercial hubiesen sido calificados de alto riesgo por su poca solvencia.

Estas hipotecas, llamadas subprime, como ya hemos dicho, se vendían a entidades de crédito mayoristas que las agrupaban en paquetes con otros productos o con otras hipotecas con un resultado en general de calidad crediticia inferior a la media de la convencional.

La banca de inversión, y en ocasiones filiales de las propias agencias de rating segmentaban los paquetes en tramos, en función teóricamente de su riesgo de impago y de que estuviese su retorno asegurado no, y los reagrupaban para formar nuevos productos que, y aquí la innovación más perversa para el mercado, titulizaban. Con lo cual los prestamistas podían acceder al mercado financiero a vender esos títulos y recapitalizarse con la venta de los mismos, prácticamente de un día para otro, transmitiendo además el riesgo a los nuevos poseedores de los títulos recién creados.

Así pues, si la comisión del vendedor sólo dependía del número de hipotecas y no de la calidad crediticia y, si al banco inversor prestamista tampoco le importa esta calidad por qué

tenía asegurado el retorno del capital más el beneficio con la venta de los títulos creados, con la cual además transmitía también el riesgo, es obvio que, seguramente, el título de subprime se quedaba corto para denominar la baja calidad de las hipotecas iniciales.

Los productos así confeccionados con los tramos de esas hipotecas, más en ocasiones, otros productos financieros y titularizados se denominaron fundamentalmente MBO (Mortgage Backed Securities) y CDO (Collateralized Debt Obligations).

Estos títulos se llevaban a las agencias de rating para su calificación, obteniendo sorprendentemente calificaciones muy altas. En ocasiones la mejor, la triple A (AAA), y ello según explicaron las propias agencias calificadoras cuando la crisis estalló y se constituyó por el gobierno de los EEUU una comisión investigadora para investigar las posibles responsabilidades de estas agencias, porque al estar formados por tramos, estos estaban hábilmente combinados y estructurados de modo que los algoritmos matemáticos que utilizan las agencias para calificar les resultaran favorables. Recordemos que estos algoritmos los mantienen secretos las agencias, y que fueron investigadas porque existían fundadas sospechas de que habían intervenido en el previo diseño de los productos y los títulos.

Estos títulos, con estas excelentes calificaciones de las agencias de ratings traspasaron las fronteras del mercado americano y fueron adquiridas por inversores institucionales, particulares, fondos de pensiones y entidades financieras de prácticamente todo el mundo, dada la confianza que generaba la buena calificación de su solvencia y sus altas rentabilidades en dólares USA. (Akerlof y Shiller, 2009)

El riesgo y la burbuja habían alcanzado por tanto dimensión internacional. Hasta tal punto se confiaba en su solvencia, que se convertían en activos que servían a las entidades financieras como garantía para la obtención de nuevos créditos. Todo este proceso de euforia podemos situarlo entre los años 2003 y 2007.

Nuevamente, una medida de la FED, la subida de tipos de interés que inicia el 6 de junio de 2007 su nuevo presidente Ben Bernanke, parece estar en el inicio del detonante de estallido de la burbuja.

Se corría el peligro de que el exceso de liquidez en el mercado propiciase un proceso inflacionario. Esto llevó a la FED a iniciar una subida progresiva de los tipos de interés oficiales, que se tradujo en un aumento de los importes de las cuotas de amortización de la hipotecas y consecuentemente, en una fuerte tendencia, a la toma de beneficios por parte de los inversores, y en una dificultad de los prestatarios para pagar los importes de las nuevas cuotas.

Esto motivó, por primera vez en todo el periodo, una caída del precio de las viviendas y al mismo tiempo una subida en los índices de morosidad del mercado hipotecario (el índice Case-Shiller de precios de la vivienda, el más utilizado en EEUU, sufre en marzo su primera caída desde 1996). (Por otro lado, en agosto de 2007, se estimaba que había una morosidad acumulada de unas 500.000 millones de dólares en el mercado hipotecario).

A partir de aquí el proceso se aceleró y la desconfianza se apoderó de los inversores, que se precipitaron en masa a recuperar posiciones, lo que no hizo más que empeorar la situación, ya que la bajada de precios de la vivienda continuó exponencialmente, y la morosidad se disparó, y con ellos se deterioraron todos los productos asociados a dichas hipotecas. (Krugman, 2009)

En Julio de 2007 el pánico se apoderó del mercado y dos fondos hipotecarios del banco de inversión Bearn Stearns se declararon en quiebra, lo que puso de manifiesto la iliquidez de los activos derivados de las hipotecas subprime.

El enorme volumen de títulos y derivados emitidos con base en las hipotecas subprime, así como su difusión prácticamente a todos los tipos de entidades financieras e inversores y a escala internacional, hizo imposible analizar cuál era la verdadera magnitud de la iliquidez o solvencia, y quienes eran las entidades afectadas. Como consecuencia, la desconfianza de todos para con todos se instauró en el mercado hasta el punto de que las propias entidades desconocían durante la primera fase hasta qué punto podían haber resultado afectadas ellas mismas.

A partir de aquí, en septiembre 2008, Fanny Mae y Freddie Macc, las dos entidades que entre las dos poseían la mitad de la deuda hipotecaria de los EEUU tuvieron que ser rescatadas por el gobierno. Una semana más tarde se produjo la quiebra del Lehman Brothers, al que el gobierno decidió no ayudar por el miedo a crear un mal precedente.

La aseguradora AIG tuvo que ser intervenida por la FED. En resumen, se fueron sucediendo las diferentes acciones que formaron los Bancos Centrales en su intento por ir atajando los efectos de la crisis, aspectos todos ellos que se analizan en el siguiente apartado de este trabajo. (Niño Becerra, 2009)

5. DIFERENCIAS ENTRE LAS MEDIDAS ADOPTADAS POR LA FED Y EL BCE Y SUS EFECTOS Y CONSECUENCIAS. EXPOSICIÓN Y ANÁLISIS

Hasta aquí hemos analizado los antecedentes, los inicios y la explosión y difusión a nivel internacional de la crisis financiera de 2008.

A partir de aquí el desarrollo de la crisis está directamente condicionado por las respuestas de los bancos centrales en su intento de recuperar la normalidad y evitar la recesión económica.

Es un hecho contrastado que en los momentos iniciales las autoridades económicas no dispusieron de suficiente información que les permitiese evaluar la magnitud del problema. Mirando hacia atrás se evidencia como los bancos centrales subestimaron la importancia y trascendencia de la tormenta que se aproximaba. De hecho, hasta septiembre de 2007, la reacción de los bancos centrales y en general de las autoridades monetarias ha ido por detrás de los acontecimientos.

No obstante, la economía mundial no habría logrado evitar el grave peligro de repetir un periodo de recesión económica como el de los años 30 del siglo pasado de no haber sido por la rápida y contundente reacción de los bancos centrales. Estos, liderando una oportuna coordinación internacional de políticas económicas, gracias a sus posibilidades de actuación en la política monetaria, tomaron el liderazgo de la acciones y salieron al paso de las desastrosas consecuencias que podía haber generado la crisis generalizada de liquidez, que de haberse consolidado habría desencadenado sin duda una recesión de tales dimensiones que de nada habrían servido otras medidas de política económica.

Seguido muy de cerca por la FED, corresponde al BCE el mérito de haber sido el primero en aplicar medidas no convencionales para contrarrestar la repentina contracción del crédito en el mercado financiero, provocada por la total desconfianza que el estallido de la burbuja inmobiliaria generó en el mismo. En concreto, inyectando liquidez de forma inmediata y masiva. El 9 de agosto de 2007 el BCE inyectó 95.000 millones de euros a entidades financieras con problemas de financiación. (BCE, 2010)

Al día siguiente, 10 de agosto de 2007, la FED recordaba a los bancos la disponibilidad de la ventana de descuento para la obtención de préstamos, en una obvia llamada a la disponibilidad de la FED para convertirse en el prestamista institucional que inyectara la liquidez necesaria a los bancos que lo necesitaran, ya que el mercado interbancario se había bloqueado.

Sorprendentemente, y por la causa que se dirá, los bancos no acudieron a esta facilidad que se les ofrecía. Consecuentemente, el 17 de agosto, la FED redujo el tipo de interés de la ventana de descuento en 50 puntos básicos, extendió el plazo de los préstamos y amplió la lista de activos admitidos como garantía, incluyendo hipotecas y activos similares, en un nuevo intento de llamada a la toma de liquidez por los bancos que pudieran necesitarla.

Este recurso a la ventana de descuento no es utilizado habitualmente, debido a que el tipo al que se presta es normalmente superior al tipo del interbancario. Pero, en este caso, se comprobó que los bancos no acudieron a esa disponibilidad inmediata de liquidez que se les

ofrecía, no por esa razón sino por miedo a ser identificados en el mercado como entidades con problemas de solvencia (Krugman, 2009).

Por este motivo, en diciembre del mismo año, la FED introdujo una nueva modalidad, las Facilidades de Subasta a Término (TAF, de sus iniciales en inglés). Este innovador instrumento inició lo que posteriormente se llamarán en ambos bancos centrales medidas no convencionales.

El funcionamiento de las TAF era equivalente al de un préstamo normal a través de la ventana de descuento, pero eran concedidos de forma anónima, por lo que la entidad que lo utilizaba evitaba los juicios sobre su situación financiera.

Conviene observar que este nuevo producto inició también lo que será, por parte de la FED, una aproximación a los modos de inyección de liquidez del BCE, que estaban resultando más eficaces.

Al mismo tiempo, también en diciembre, la FED, coordinada con el BCE y otros Bancos Centrales, establecieron líneas de intercambio de divisas “Swaps”, para permitir a las entidades de crédito no residentes que lo necesitaran obtener liquidez en dólares.

Por su parte, en ese mismo mes, el BCE continuó con las ventas de Main Refinancing Operations, MROS (operaciones de financiación con vencimiento a una semana), como continuación de las medidas convencionales de mercado abierto, e inició la entrada en el mercado de las Long Term Refinancing Operations, LTRO (operaciones similares con vencimiento a tres meses), que podemos considerar como ya encuadradas dentro de las medidas no convencionales (Ayuso y Malo De Molina et al, 2011) y que, en la primavera de 2008 se irían sustituyendo por LTROS con vencimiento a 6 meses, para proporcionar crédito y lidiar con la necesidad de financiación de las entidades en la zona euro (BCE, 2014).

A partir de aquí, el mercado pareció estabilizarse, aunque como ahora sabemos esto no era más que la calma que precede a la tormenta.

Durante este periodo, ambos bancos actuaron no solo de forma similar, sino incluso en ocasiones, ajustando sus medidas mutuamente.

Conviene significar que el recurso a las medidas no convencionales por parte del BCE deriva de una interpretación permisiva de sus competencias estatutarias, sin necesidad por tanto de cambio alguno en su marco jurídico competencial. Sin embargo, en el caso de la FED, con unas competencias estatutarias más reguladas, esta se vio obligada a la aprobación de nuevas disposiciones competenciaras que le permitiesen la adopción de las medidas no convencionales.

El BCE activó en el inicio una política de provisión de liquidez más generosa y con volúmenes de adjudicación más elevados, pero que posteriormente eran reabsorbidos por el propio BCE a través de las facilidades de depósito que puso a disposición de las entidades prestatarias.

En septiembre de 2008, se produjo la quiebra de Lehman Brothers, que marcó un antes y un después en el desarrollo de la crisis. Se acrecentaron las tensiones en los mercados

financieros y monetarios y la crisis comenzó a afectar al sector real de la economía mundial, amenazando con el inicio de una recesión económica a escala no conocida. (BDE, 2013)

En octubre de 2008, la FED y el BCE, conjuntamente con otros bancos centrales, llevaron a cabo una rebaja de 50 puntos en sus respectivos tipos de interés oficiales, iniciando así una progresiva etapa de relajación de la política monetaria. Ambas instituciones llevaron estos tipos progresivamente a escasa distancia del mínimo posible, cerca de cero, agotando así su margen de acción disponible para las medidas de política convencional.

El paralelismo entre las actuaciones del BCE y la FED, en la aplicación de las medidas de política convencional citadas y que llevó a la FED en la dirección de simultaneizar su política monetaria a la del BCE, no es trasladable al ámbito de las medidas no convencionales.

En este ámbito es en el que podemos encontrar mayores diferencias de actuación. El motivo de estas discrepancias hay que buscarlo en las diferentes estructuras de los sistemas financieros estadounidense y europeo. Mientras que en el europeo la intermediación de los flujos financieros gravita en las entidades de crédito, en el estadounidense, por el contrario, el papel protagonista lo desempeñan los mercados financieros en general, y es por tanto mucho menos dependiente de los bancos.

No podemos descartar, sin embargo, que estas diferencias respondan en buena medida a una diferente percepción y valoración de los riesgos que cada banco central asume con la adopción de estas medidas no convencionales.

Agotada, como hemos dicho, la capacidad de intervención en el mercado monetario a través de la bajada de los tipos de interés, la Reserva Federal adoptó un segundo conjunto de acciones a fin de inyectar liquidez a los mercados de crédito, relajar las condiciones financieras, evitar un proceso de deflación e iniciar una mejora de la actividad económica. En su mayoría, estas medidas no existían antes de esa fecha y fueron creadas por la FED conforme la acción frente a la crisis lo iba requiriendo. Todas ellas se basan en la concesión de préstamos o la compra de activos y han sido denominadas como “Credit Easing”. Las podemos agrupar en, préstamos a bancos y otras entidades financieras, suministro de liquidez a mercados de crédito considerados clave y compra de títulos a largo plazo.

En cuanto a los préstamos a bancos y otras instituciones financieras, ya las hemos comentado anteriormente cuando hablamos de la creación en diciembre de 2007 de las TAF, que básicamente consistían en subastas anónimas con idénticas garantías que el préstamo normal a través de la ventana de descuento. En marzo de 2008, cuando se evidenció el positivo impacto de esta iniciativa, se extendió la medida a base de aceptar a los bancos prestatarios como garantía activos que, aun siendo solventes, no pudiesen acceder al crédito, como por ejemplo, los hipotecarios.

La FED introdujo entonces dos nuevos instrumentos: el TSLF (Term Securities Lending Facility) que también amplía los plazos de los préstamos, el PDCF (Primary Dealer Credit Facility), que incluye entre los posibles prestatarios no solo a los bancos comerciales sino también a los bancos de inversión y a las compañías de Wall Street.

No obstante, la liquidez que la FED suministraba, se estancaba en el primer prestatario, que no la transfería a los mercados de crédito y por tanto no llegaba a la economía real. La FED intentó resolver este problema suministrando liquidez a los mercados de crédito considerados clave, y así introdujo un segundo paquete de instrumentos, cuyo objetivo no era otro que el desbloqueo de este mercado. En septiembre de 2008, creó el AMLF (Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility), y en octubre de 2008, tras la caída de Lehman Brothers, el CPMF (Commercial Paper Funding Facility) ambos con el objetivo de suministrar liquidez financiando la compra de papel comercial. Finalmente, en noviembre de 2008 creó el TALF (Term Asset Backed Securities Long Facility), destinado a inyectar liquidez para créditos al consumidor y a las pequeñas y medianas empresas.

El tercer tipo de las medidas no convencionales de las FED, es decir, el de la compra de títulos a largo plazo, destinado a motivar la baja de tipos en los préstamos a largo plazo, se inició mediante la compra de este tipo de títulos el 25 de noviembre de 2008 con la compra de títulos hipotecarios de Fannie Mae y Freddie Mac, entidades relacionadas con el mercado inmobiliario y vinculadas al gobierno federal y que entre las dos suponen la mitad del mercado inmobiliario estadounidense. En marzo de 2009 inició la compra masiva de bonos del tesoro a largo plazo lo que ha convertido a la FED en el principal agente en este mercado en EEUU y es la medida más controvertida ya que expone a esta institución a un riesgo de crédito considerable.

“La reserva federal está asumiendo un riesgo invirtiendo en productos que otras instituciones financieras no se atreven ni a tocar. Esto es un rescate financiero.” (Shiller, 2009).

En cuanto al BCE, ya hemos comentado cómo sus medidas de política convencional discurren paralelamente a las de las FED, (en el siguiente apartado no obstante lo analizaremos con más profundidad u evidenciaremos también diferencias de matiz) y como desde agosto de 2007 inyectó liquidez al mercado anticipándose a la propia FED y en una magnitud más generosa. Esto se instrumentó mediante operaciones de ajuste de suministro de fondos líquidos. También hemos comentado, que estas mayores inyecciones de liquidez eran reabsorbidas por el propio BCE, con posterioridad, a través de las facilidades de depósito en las que las prestatarias colocaban la parte de liquidez que no necesitaban. Por lo que se evitaba así el aumento de los volúmenes netos de fondos líquidos en circulación.

También hemos comentado el recurso innovador a las LTRO y MRO, estas últimas con plazo a seis meses que se introdujeron en la primavera de 2008 (BCE, 2010).

El BCE introdujo, en Mayo de 2009, un programa de compra de “covered bonds”, que citamos aquí porque es el grupo de activos financieros al que pertenecen las cédulas hipotecarias españolas, con el objetivo de mejorar la liquidez de este mercado específico que se había visto arrasado por la crisis. Un año más tarde, y como consecuencia de las crisis fiscal griega, se inició en el área euro una deuda de crisis soberana ante la que reaccionó el BCE con un nuevo programa de compra de activos que denominó programa de activos de mercado (*Securities Market Program*).

Esta crisis de deuda soberana produjo un desajuste no previsto entre la deuda de los distintos estados, que se tradujo en elevados diferenciales en la cotización de las mismas. Ni que decir tiene que la consecuencia inmediata fue que los mercados se cuestionasen, no solo la estabilidad de la economía del área euro, sino su propia continuidad, ya que conducía a la desaparición de las condiciones de homogeneidad propias de un área con una moneda única. La intervención del BCE en los mercados secundarios de deuda supuso el freno a la iniciación de este círculo vicioso y la estabilización de la situación. Este recurso, supuso la adopción de la medida no convencional más alejada del marco competencial del BCE y tuvo que repetirse en el verano de 2011 cuando con motivo de la necesidad de un segundo rescate para Grecia, volvieron a aparecer las tensiones en los mercados de deuda y el peligro de contagio a todas las economías de la zona euro. Nuevamente, el recurso a estas medidas estaba previsto en el marco competencial que incluía la posibilidad de que el objetivo de estabilidad financiera realizase esta función. Estas compras adicionales siguen realizándose cuando el banco central las considera necesarias e importaban en agosto de 2011, según cifras del BCE, alrededor de 50.000 millones de euros.

No obstante, comparativamente, las compras de activos por parte de la FED fueron mucho más elevadas, y además las realizó con una concepción claramente diferente como ya se ha visto. Además de que participó de una forma significativa en los programas gubernamentales de apoyo al sector financiero, como es evidente en las compras de valores de Fannie Mae y Freddie Mac, las intervenciones de la FED se sitúan en la frontera entre la política monetaria y la de estabilidad financiera (Akerlof y Shiller, 2009, Krugman, 2009).

El BCE, por el contrario adquirió títulos que cubrían una enorme variedad de emisores. Para abundar en este concepto, en marzo de 2009, la FED, en desarrollo del programa conocido como Quantitative Easing I (Expansión cuantitativa) (QE 1, abreviadamente), adquirió en firme activos por valor de 1750 millones de dólares, de los cuales 1.250 eran deuda de agencias estatales y 300 del Tesoro estadounidense (FED, 2015). Como vemos, una compra de valores públicos a una escala que no se había producido en el BCE y con la finalidad de apoyar al gobierno en su política de expansión de la demanda.

Así pues, los límites entre política monetaria, política fiscal y política de estabilidad financiera, que en el caso del BCE se estaban respetando casi en su integridad, en el caso de la FED se hicieron más difusos. Obviamente, los riesgos para que la independencia y la credibilidad de la autoridad monetaria fueran cuestionadas eran mucho mayores para la FED que para el BCE.

Por otra parte, si analizamos los balances de ambos bancos centrales, el tipo de medidas aplicadas por la FED suponían una ampliación del mismo por la vía de aumentar sus activos financieros en firme, lo que conlleva una mayor asunción de riesgos de pérdidas patrimoniales, que de materializarse podrían suponer la necesidad de una recapitalización por parte del gobierno de turno. En noviembre de 2010, la FED inició una nueva compra de estos activos de 600 millones adicionales, en lo que denominó “Quantitative Easing II” (QE

2), que no hacía sino aumentar el montante de lo ya comentado. Sucesivamente, la FED procedió una tanda más de compras, denominada obviamente QE 3. Sin dejarse contrariar por la asunción de riesgo y dando prueba de su confianza en la efectividad de la medida.

Contrariamente a esta modalidad de compra, el BCE fue dejando vencer las operaciones de financiación extraordinarias a medio y largo plazo, seis y doce meses, sin proceder a su renovación y sustituyéndolas por operaciones a tres meses en el caso de solicitud de refinanciación, lo que conllevó un sano efecto reductor sobre su hoja de balance. (BCE Boletín Mensual de octubre, 2009)

Sin embargo, la política de Quantitative Easing de la FED, desde la perspectiva de finales de 2014, y hasta la fecha, ha aportado más efectos positivos y de mayor impacto, que el colateral negativo de aumento de riesgo de la hoja de balance de la FED, anteriormente comentado.

En efecto, se puede constatar que impactaron de manera significativamente positiva en los precios de la deuda, publica, bancaria y corporativa, en los precios de los activos financieros en general y en una positiva y dinamizadora revalorización de la bolsa estadounidense. (Montoriol-Garriga, 2015)

Así las cosas, fueron muchas las voces expertas, entre las que cabe destacar la del premio Nobel, Paul Krugman, cuyos artículos publicados en el periódico El País, desde el principio criticaron con dureza la timidez en adoptar medidas de la misma naturaleza por parte del BCE, acusándole de plegarse a los intereses de la política monetaria de rigor de control de la inflación del banco central de Alemania (Bundesbank), que estaba velando de forma descarada por las necesidades de su economía local. Estas opiniones en la línea más Keynesiana insistían, y siguen haciéndolo, en que la única política viable para sacar a una economía, tanto la americana como la de la UE, de un estado de shock, sin dejar el camino sembrado de destrucción de puestos de trabajo y miseria social, es la de que el banco central correspondiente se convierta en inversor masivo en deuda pública.

Parece que el BCE ha terminado por darles la razón y el 22 de enero de este año 2015 anunció la ampliación del programa de compras de activos en el que incluyó la deuda pública. Este programa, dada la enorme similitud con los programas QE estadounidenses ha pasado a denominarse también QE. En principio se ha anunciado un montante total de 1,14 billones de euros, a lo largo de diecinueve meses, y cuya primera adquisición tuvo lugar el 9 de marzo de este año, por un importe de 60.000 euros. Las adquisiciones se repetirán mensualmente, por valor de la misma cantidad, hasta septiembre de 2016 (BBVA, 2015).

Tal como se preveía, desde el día del anuncio (Existe otra medida a adoptar por los bancos centrales para influir en el comportamiento de los mercados que también se cita por algunos autores, la llamada “Forward Guidance” (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2015) estrategia de comunicación, que no consideramos relevante para el objeto de este trabajo) los mercados bursátiles respondieron con incrementos relevantes, se produjeron bajadas en la rentabilidad de la deuda, mayor confianza inversora y el efecto de mayor

impacto en la productividad, la depreciación del euro, del mismo modo que los QE estadounidenses provocaron la del dólar.

Esta depreciación de la moneda no se reconoce oficialmente como objetivo de la medida no convencional QE, puesto que tiene mala acogida por los competidores de los mercados exteriores y desatar una guerra de divisas de efectos muy perniciosos sobre la economía global, se admite tan solo como un efecto colateral de la medida, pero la realidad es que economías emergentes como Brasil o China sufrieron una notable apreciación de su moneda con respecto al dólar y amenazaron con desatar una guerra de divisas que había iniciado EEUU. En el caso del euro este se apreció un 9,9 % en términos nominales efectivos entre agosto de 2012 y marzo de 2014.

Una moneda fuerte en una situación de economía estancada, productividad baja, consumo en mínimos y precios menguantes tiene un doble efecto nocivo. De un lado baja la competitividad y por ende la productividad lo que lleva a un mayor índice de desempleo al encarecer las exportaciones. De otra parte abarata las importaciones lo que produce una reducción de precios al consumo con el consiguiente peligro de deflación. Por el contrario una moneda débil lleva a los efectos inversos, aumento de las exportaciones con el consecuente incremento de la competitividad y aumento del precio de los productos de importación y consiguiente aumento de la inflación que se encuentra en mínimos.

En cuanto a la acusación a EEUU, de iniciar con las medidas no convencionales QE una guerra de divisas, conviene resaltar que el FMI en su “Spillover Report” de 2011, concluía que los efectos de dicha medida habían sido positivos para la economía global, ya que la estabilización de la economía estadounidense y de sus mercados e instituciones financieras produjo un efecto positivo en las economías de sus socios comerciales que superó sobradamente los negativos producidos por la depreciación.

De esta manera, lo que hasta enero de este año podíamos señalar como la diferencia más notoria entre las medidas no convencionales adoptadas por la FED y el BCE y que constituía la piedra de toque de la discusión entre los propios socios de la eurozona sobre hasta donde debía llegar el BCE en este tipo de medidas, ha quedado resuelto nuevamente del lado de la homogeneización de medidas a un lado y otro del Atlántico.

Reseñemos también que la propia iniciativa del BCE adoptando esta medida, ha conllevado en primera instancia una mayor confianza de los mercados en la economía euro que han visto que el banco ha actuado como una instancia verdaderamente ejecutiva y federal de la UE, disponiendo además de la suficiente independencia y autonomía como para, sin necesidad de la aprobación de cambios regulatorios, como en el caso de la FED, ejecutar medidas arriesgadas.

Ahora las críticas se centran en la relevante tardanza del BCE en adoptar esta medida. Y la diferencia hay que buscarla de nuevo en si los efectos de la misma serán iguales en dos zonas de estructuras económicas diferentes, como ya se ha anotado en este trabajo. El propio Mario Draghi, presidente del BCE, recalca en sus comparecencias que estas políticas monetarias ultraexpansivas por si solas resultaran insuficientes a no ser que aquellos países que tienen

cuentas públicas más saneadas adopten una política fiscal adecuada y muy especialmente todos los países adopten, caso de España, reformas estructurales que potencien su competitividad es decir, en el lado de la oferta.

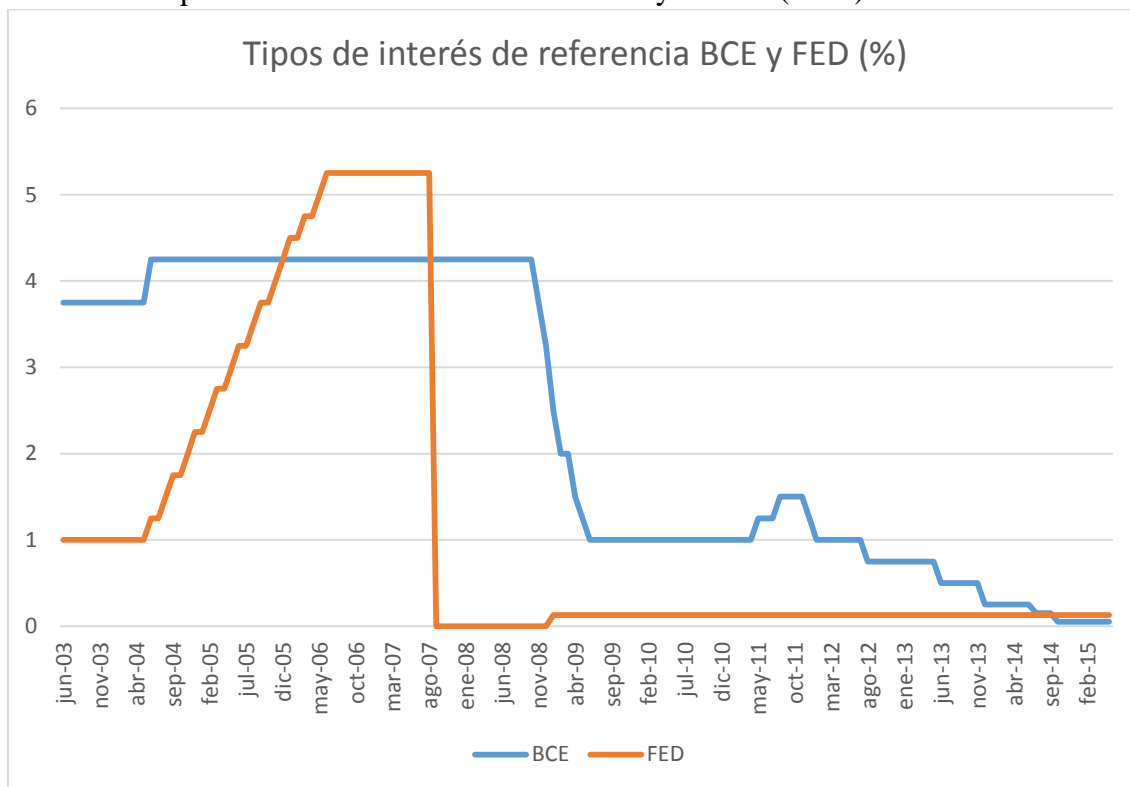
Del otro lado del espectro ideológico económico, las críticas se vierten sobre los grandes interrogantes que plantea esta política ultraexpansiva de los grandes bancos centrales (también los bancos centrales de Inglaterra y Japón adoptaron esta medida). Política que, además de colocar en una situación problemática a algunos bancos centrales de países más pequeños, conduce a que las economías de mayor peso económico a nivel global incrementen la espiral alcista de los niveles de deuda de la economía, además de los injusto de estas medidas que de hecho rescatan a los actores incumplidores a costa de los que fueron más sensatos y no necesitaron dicho rescate (Shiller, 2009).

Siendo consciente del problema, la FED ya anunció el 19 de Junio de 2014, por boca de su presidente, a la sazón todavía Ben Bernanke, que si la economía en EEUU seguía el proceso de normalización y disminución de riesgos ya constatables, comenzaría a aplicar una “Ruta de salida”, consistente en medidas para la normalización monetaria en sintonía con el mandato legal de promover el empleo y mantener la estabilidad de precios. Estas medidas se aplicarán en función de que determinados hitos de estos dos parámetros se vayan cumpliendo, alguno de los cuales, como en el siguiente apartado de este trabajo se comentara más ampliamente, ya se han aplicado.

En cuanto a la zona euro el BCE todavía no se ha manifestado al respecto.

En el terreno de las medidas convencionales, a partir del mes de Abril de 2011 el BCE decidió elevar los tipos de interés llegando a colocarlo en el 1,5 %, en la creencia de que lo peor de la crisis se había superado y se iniciaba una senda de recuperación, durante la cual se pretendía evitar los riesgos derivados del mantenimiento de tipos excepcionalmente bajos. Sin embargo, la FED, por el contrario, se decantó por mantenerlos en la posición de cercanos al cero. Posteriormente, el riesgo de deflación que amenazó a la economía de la zona euro motivó de inmediato una marcha atrás en forma de escalonada y progresiva senda de nuevas bajadas del tipo de interés, que al día de hoy, marzo de 2015, ha quedado prácticamente igualado al de la FED, es decir, cercano al 0%.

Procedamos ahora a analizar cuáles ha sido los efectos de las medidas económicas adoptadas por ambos bancos sobre la tasa de desempleo en sus respectivas áreas de competencia.

Gráfico I: Tipos de interés de referencia del BCE y la FED (en %).

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del BCE y la Reserva Federal de Nueva York, (2015).

Según la Organización del trabajo (OIT), el desempleo se define como el número de personas desempleadas que quieren trabajar, están disponibles para trabajar y se hayan en búsqueda activa de trabajo.

El desempleo es uno de los más importantes indicadores de la situación económica de un área, ya que se trata de un indicador adelantado que sirve para prever el futuro empeoramiento o mejora de la economía de esa área.

Rebajar el índice de desempleo a largo plazo es una de las mayores preocupaciones tanto de la FED como del BCE a la hora de establecer los objetivos y mecanismos de actuación para la política monetaria. En el caso de la FED constituye además uno de los expresos mandatos que tiene encomendados. El desempleo, además de ocasionar efectos devastadores sobre las finanzas y la vida social de los individuos, a nivel macroeconómico empeora la cohesión social y ralentiza el crecimiento económico.

Del análisis del Gráfico II, relativo a las tasas de desempleo en la Zonas Euro y EEUU lo primero que deducimos es que salvo en el pico, entre el cuarto trimestre de 2009 y el primero de 2010, que analizaremos en siguientes párrafos, la situación de partida a Enero de 2005, del mercado de trabajo en EEUU es mucho más ventajosa que en la zona euro.

En esa fecha el desempleo en EEUU se sitúa en un porcentaje algo superior al 5% mientras que en la zona euro está en el entorno del 9%, una diferencia porcentualmente muy alta.

Esta diferencia la justifica el BCE en una elevada incidencia de desempleo estructural en muchos de los países miembros (Draghi, 2014) Sin embargo, a renglón seguido, admite no conocer el grado de esta incidencia debido a “la incertidumbre que rodea a los métodos de estimación” (sic)

La siguiente pertinente observación es que si bien desde Enero de 2008 hasta Septiembre de 2009 ambas zonas económicas sufren un considerable repunte. Este resulta porcentualmente más moderado en la zona euro que en EEUU, provocando que en septiembre de 2009 se igualen ambas tasas en el entorno del 10%.

Sin duda la motivación a lo anterior está en la consecuencia sobre la economía real del punto álgido de la crisis, provocado por la contracción del crédito en los mercados financieros y la fuerte corrección en el mercado de trabajo de la construcción tras el estallido de la burbuja inmobiliaria, que se manifestó con mayor intensidad en el punto origen de la crisis, EEUU.

Sin embargo de la observación del siguiente periodo, entre Septiembre de 2009 y Mayo de 2011, vemos que mientras que la zona euro se mantiene en el entorno de un elevado 10%, en EEUU se inicia un progresivo aunque moderado descenso que lo sitúa en niveles del 9%.

Sin duda tal descenso es consecuencia de la mayor efectividad de las medidas de política monetaria que la ya hemos visto que desplegó la FED y que el BCE tanto tardó en adoptar.

A mayor abundamiento y en paralelo a las sucesivas tandas de Quantitative Easing, acompañadas del mantenimiento de las tasas de interés a corto plazo cercanas al cero mantenidas “hasta que sea necesario” en palabras del propio Bernanke, observamos como en la gráfica del indicador del paro en EEUU se produce un gradual descenso de la curva que adopta la casi forma de una recta inapelablemente descendente que en Enero de 2015 se sitúa algo por encima del 5%, recuperando por tanto los niveles de partida de Enero de 2005, anteriores al inicio de la crisis.

Por el contrario, la curva de la zona euro se mantiene hasta Mayo de 2010 en una cuasi meseta en el entorno del 10%, pero en Mayo de 2011 comienza un precipitado ascenso hasta que en Abril de 2013 se sitúa en el preocupante 12% (En esa fecha En EEUU habían alcanzado ya en su descenso el 8%)

La versión oficial del BCE (Draghi, 2014) motiva esta relevante divergencia en la incidencia que en la zona euro tuvo la crisis de deuda soberana, que dio lugar a seis trimestres de recesión, y que “...uno de sus efectos más notables fue la desactivación parcial de las herramientas de estabilización macroeconómica” (sic)

Si el propio BCE reconoce que la desconfianza de los inversores en la deuda soberana de muchos de los países miembros dejó sin efecto parte de sus políticas monetarias, hasta provocar un ascenso tan preocupante de la tasa de paro, no podemos más que concluir que no actuó como debía, es decir adoptando las medidas necesarias para que, en primer lugar, no se produjese tal crisis o con menor intensidad, por ejemplo emitiendo deuda soberana por el propio BCE y en segundo lugar, debió haber iniciado las medidas de política monetaria ultraexpansiva, que no han llegado hasta enero de 2015, viendo que las tasas de desempleo también mejoraban con su adopción.

No resulta significativo el moderadísimo descenso entre Abril de 2013 y Enero de 2015 ya que el indicador sigue por encima del 11% en lo que se asimila más a una meseta que a un descenso.

Hasta aquí las deducciones de comparar los efectos de las políticas monetarias de ambos bancos sobre el indicador de las tasa de desempleo de ambas zonas económicas.

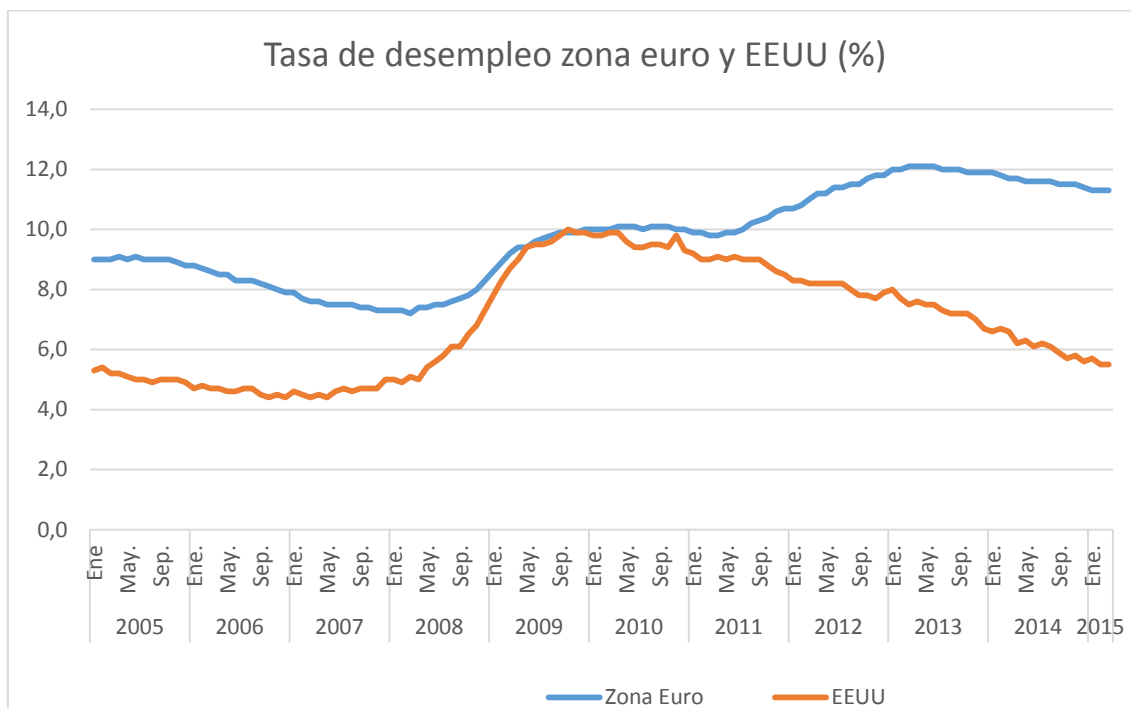
Pero es que además existe una importante diferencia entre los principios y objetivos de ambos bancos que debemos significar.

La FED, por boca de su presidente Ben Bernanke, cuando anunció su plan de salida para la retirada de las medidas de estímulo, que mantendría las tasas de interés cercanas a cero hasta que la tasa de desempleo no bajase del 6'5%, siempre que las expectativas inflacionistas se mantuviesen bajo control. De este modo marcó la primera medida de un banco central que condiciona su política económica a una meta de desempleo. Mientras el BCE sigue considerando al desempleo como una preocupación social derivada de la situación macroeconómica, cuya disminución debe procurar pero que no constituye su objetivo que se centra obsesivamente en el control riguroso de las tasa de inflación en la tasa prefijada.

Así se explica que mientras que el balance de la FED todavía presenta un importante déficit por cuenta corriente haya conseguido la sustancial mejora de la tasa de paro que acabamos de ver mientras que el BCE presente un abultado superávit mientras que las tasas de paro en su área han alcanzado cifras record. (Dervis, 2013) La pregunta ahora es ¿Aprenderá la lección el BCE, sobre todo el Bundesbank, fijando el objetivo de déficit en una cifra más

asumible a fin de que el resto de los índices mejore aun a costa de no ser, como Alemania, el país del mundo con mayor superávit por cuenta corriente?

Gráfico II: Tasa de desempleo en la zona euro y EEUU (en %).



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Eurostat y el Bureau of Labor Statistics, 2015.

6. CONCLUSIONES

A continuación se presentan dos tablas de conclusiones, la primera compara las diferencias más destacadas entre las características de la FED y del BCE, la segunda compara las principales medidas de política monetaria adoptadas por cada uno a lo largo de la crisis.

Tabla I: Diferencias substanciales entre la FED y el BCE

	FED	BCE
Creación	Fundado en 1913. El más antiguo de los dos. Sus estructuras ejecutivas se han pulido y mejorado con la resolución de las sucesivas crisis económicas que históricamente ha ido afrontando. También sus competencias se han ido regularizando y adaptando a lo largo de su historia con la aprobación de leyes a la medida de las necesidades.	Fundado en 1998. Su reciente creación motiva que se plantee las decisiones a ejecutar como novedades absolutas, lo que motiva una actuación más lenta y cautelosa. Sus competencias muy genéricas le permiten una generosa interpretación de las mismas que se traduce en una adaptabilidad competencial mayor que la de la FED.
Alcance	Es el banco central de una sola nación y por tanto responde a una política económica y fiscal de un solo gobierno y a unos intereses nacionales únicos. Lo que le otorga una capacidad de respuesta casi inmediata.	Es el banco central de 19 naciones que han constituido una zona económica común que comparte una moneda única y un área política, la UE, que incluye alguna nación más como Inglaterra. Esta peculiaridad hace que sea único a nivel mundial. Se trata de un proyecto todavía en construcción y que no goza de una política económica y fiscal única, sino que ésta viene establecida en cada nación por cada uno de los congresos o parlamentos respectivos. Esto complica y ralentiza las decisiones a adoptar.
Función/objetivos	Sus objetivos podemos resumirlos en un doble mandato del congreso: Conseguir el pleno empleo y mantener la estabilidad de precios.	Su objetivo único es el de mantener la estabilidad de precios, definida como una tasa media de crecimiento del IPC en la zona euro. No tiene expresamente encomendado ningún objetivo referente al empleo.
Estructuras económicas de las respectivas áreas de competencia de ambos bancos	Los suministradores de crédito a la economía de empresas y familias de EEUU son numerosos y muy diversos: incluyendo la casi totalidad de los mercados financieros.	Los suministradores de crédito a la economía de empresas y familias de la UE son mayoritariamente los bancos.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la FED y el BCE

Tabla II: Contraste entre las medidas adoptadas por la FED y el BCE desde el comienzo de la crisis de 2008

Fecha	FED	BCE
Junio 2006	El día 1, comenzó una bajada progresiva de tipos respondiendo al estallido de la burbuja inmobiliaria.	-
Diciembre 2006	-	El día 21, tomó la decisión de aumentar el importe que otorgaría en las operación de financiación a largo plazo a 50 mm de euros en cada operación, un aumento de 10 mm por operación.
Agosto 2007	A día 10, ante la necesidad de inyectar dinero a las entidades con problemas, estimó erróneamente que sería suficiente con recordar a los bancos que disponían de préstamos de liquidez a través de la ventana de descuento. Los bancos no acudieron a esta subasta y, para motivar la toma de estos préstamos a través de la ventana de descuento, mejoro sus condiciones bajando el tipo de interés, extendiendo el plazo de los préstamos y aceptando activos que podían incluirse como garantía. Sin éxito ya que lo que realmente preocupaba a los bancos era el estigma que significaba acudir a dicha ventana, ya que motivaba ser considerados por el mercado como posibles insolventes.	El día 9 anunció la inyección liquidez, en una proporción muy generosa, a las entidades financieras con problemas. Esta inyección se instrumentó al inicio mediante operaciones de ajuste de suministro de fondos líquidos (cuatro de estas operaciones se efectuaron en la segunda semana de agosto de 2007) y después, con volúmenes todavía más elevados, mediante la adjudicación de operaciones regulares de política monetaria (que incluyeron subastas semanales de inyección de liquidez con vencimientos de una semana y también con vencimientos trimestrales). Estas medidas no convencionales dotaron al BCE de mayor eficacia al principio de la crisis.
Diciembre 2007	Ofertó al mercado financiero las TAF, (Term Auction Facility) cuya singularidad era que la subasta de estos préstamos era anónima, lo que permitió que estos productos sí que fueran absorbidos decididamente por el mercado.	Continuó sin tomar medida alguna respecto a los tipos de interés, manteniéndolos estables en el 4,25% y evidenciando una falta de agilidad en su respuesta ante la crisis cuya magnitud e impacto global eran ya evidentes.
Septiembre 2008	El día 15 se produce la caída de Lehman Brothers	
Marzo 2008	Procedió a las TAF, y ampliación de las garantías aceptadas para su concesión incluyendo los activos hipotecarios. Se aumentó el plazo de vencimiento de las TSLF (Term Securities Lending Facility) y se rebajaron las condiciones para poder acceder a las PDCF (Primary Dealer Credit Facility)	-
Octubre 2008 (1)	El día 8 bajó el tipo de interés oficial hasta el 1,5%.	Modificó el procedimiento de subasta para las operaciones principales semanales de financiación (MRO y las LTRO), en adelante a tipo fijo y con adjudicación plena, lo que se denominó entre los comentaristas económicos “barra libre de liquidez”.
Octubre 2008 (2)	Creó las AMLF (Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility) y las CPFF (Commercial Paper Funding Facility), con el objetivo de incentivar el crédito a corto plazo.	El día 15 bajó los tipos de interés situándolos al 3,75%.

Noviembre 2008 (1)	Emisión de una nueva variante de los productos para inyecciones de liquidez, las TALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facility) con el objetivo de ampliar el rango de los prestatarios e inyectar liquidez para créditos al consumidor y a las pequeñas y medianas empresas, en un esfuerzo por llevar la liquidez hasta el último escalón de la economía real, desbloqueando de ese modo el cuello de botella de las entidades de crédito que recibían las inyecciones de liquidez oficiales y la guardaban como garantía de su propia situación, con lo que no prestaban a los sectores de la economía.	Continuó la “barra libre de liquidez”. Amplió también la lista de activos admisibles como garantía y el plazo medio de vencimiento hasta los doce meses. En una acción concertada con la FED, se reforzaron las líneas swap para provisionar liquidez en dólares.
Noviembre 2008 (2)	A día 25, en una decisión sin precedentes en la frontera entre la política monetaria y la estabilidad financiera, se resuelve la compra de las emisiones de las agencias Fanny Mae y Freddie Mac, que representaban la mitad del mercado hipotecario de los EEUU.	
Diciembre 2008	El día 16 situó los tipos 0,25%. Aunque esto supuso el agotamiento de este recurso de política monetaria convencional, constituyó la adopción de una medida rápida y contundente en la lucha para impulsar el crédito. En adelante, Los tipos de interés se siguieron manteniendo cercanos a 0%.	-
Abril 2011	-	El 13 de abril, en un error de apreciación, que no cometió la FED, el BCE anticipó que la crisis había llegado a su fin y que era hora de adelantarse a la posible inflación futura e inició una subida de tipos. A los tres meses, aproximadamente, resultó patente el error de previsión.
Noviembre/diciembre 2011	-	El 9 de noviembre bajó los tipos al 1,25 y el 14 de diciembre hasta el 1%. Los mantuvo en ese porcentaje hasta el 11 de julio de 2012.
Diciembre 2013	Comienza a retirar los estímulos a la economía, Reduciendo en 7.250 millones la compra de deuda	
Julio 2014	El día 11, la economía de los EEUU comenzó a apuntar datos objetivos de mejora	Por el contrario, la zona euro se enfrentaba a un panorama de datos que apuntaban el inicio de una deflación.
Septiembre 2014	-	El día 10 colocó el tipo de interés desde 0,15% en el 0,05%, que es el tipo en el que se mantiene en la actualidad.
Marzo 2015	-	Inicio Quantitative Easing (QE), a través del cual inyectará 1,14 billones de euros en el sistema durante los siguientes 19 meses.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la FED y el BCE, (2015).

Las medidas que estos dos bancos centrales han adoptado para atajar la crisis se pueden clasificar como “convencionales” y “no convencionales”. Las “convencionales” se centran en la intervención sobre el control de los intereses del crédito a corto plazo, mientras que las “no convencionales”, llamadas así por su carácter más innovador, se centran en la intervención directa para el control de los intereses del crédito a largo plazo. Del análisis de la tabla anterior podemos concluir que en lo que se refiere a la aplicación de las medidas

convencionales de fijación de los tipos de interés oficial, aunque pudiera parecer que ambas entidades han actuado de una forma similar, el análisis más detallado de la tabla nos muestra que la FED ha resultado ser más ágil, rápida y efectiva que el BCE. Supo anticipar el avance de la crisis de confianza de los mercados y respondió con inmediatez, llevando el recurso al límite cercano al 0% desde el inicio. Concretamente, el 0,25% ya desde diciembre de 2008, y manteniéndolo en ese punto hasta la fecha, transmitiendo por tanto a los mercados parte de la confianza que necesitaban. El BCE puede observarse que actúa siempre más tarde y de una forma tímida, lo que se interpreta como una menor capacidad ejecutiva y una excesiva preocupación por el control de la inflación.

Si bien, la primera función de los bancos centrales es la de prestamista de última estancia, en el caso del BCE y de la FED, las diferencias en el modo de hacerlo, han venido determinadas de una parte por la diferencia regulatoria de ambos bancos, en el caso de la FED necesitó la creación autorizada de nuevos productos mientras que en el caso del BCE le bastó una interpretación laxa de su marco competencial para llevar a cabo sus actuaciones. De otra parte las diferencias venían dadas por la diferente estructura de los mercados financieros europeos y estadounidenses, que ya se han expuesto. Mientras que los productos que va creando el BCE están destinados a inyectar liquidez a los bancos de la eurozona, los productos emitidos por la FED, se destinan a los mercados financieros en general. Si bien, el fin último de ambos bancos es intentar que la liquidez llegue a la economía real, familias y empresas.

La más relevante de las diferencias entre la actuación de ambos bancos se produce en marzo de 2009, cuando Ben Bernanke decidió ejecutar, siguiendo los pasos del Banco de Inglaterra, una medida arriesgada y polémica: el Quantitative Easing, QE1, es decir, la compra de bonos del tesoro a largo plazo con los fondos de reserva de la FED. Esta inyección de liquidez sin precedentes, por valor de 1750 millones de dólares, vino acompañada del anuncio de que emplearía “todos los instrumentos a su disposición para promover la vuelta a un crecimiento económico sostenible y para preservar la estabilidad de precios” (FED, 2015).

En concordancia con el anterior anuncio, en noviembre de 2010 se hizo una segunda compra por valor de 600 millones de dólares, denominada QE2, que sería seguida otra adquisición: QE3 en septiembre de 2012.

Por el contrario, el BCE no siguió los pasos de la FED, quizás motivado porque dicha medida puede conllevar un riesgo de inflación a la que el BCE es obsesivamente alérgico como ya se ha dicho, o quizás por los riesgos para el propio banco central que esta arriesgada medida conlleva y que también se han comentado con anterioridad, pérdida de independencia por un lado y por el otro, incremento del riesgo ante el aumento elevado de la magnitud de la hoja de balance de este (recordemos que la FED en la aplicación de esta política ha recurrido en gran medida a la impresión de dinero lo que ha incrementado extraordinariamente el tamaño de su hoja de balance).

Motivaciones aparte, el hecho es que la FED ponderó que las ventajas de la medida eran superiores y los riesgos asumibles mientras que el BCE no se atrevió y no adoptó en esos momentos esta medida. El BCE se limitó a poner en marcha en mayo de 2009 un programa de compras de “covered bonds”, es decir, de cédulas hipotecarias. Su objetivo por tanto, mucho más limitado, se centró en mejorar la liquidez del segmento hipotecario del mercado, fuertemente afectado por la crisis, intentando de este modo incentivar la recuperación de los bancos que, son los principales suministradores de crédito a la economía real europea (BCE, 2015).

Además de lo limitado de la media anterior, un año más tarde, como consecuencia de la crisis fiscal griega, se desató la crisis de la deuda soberana en el área euro, a la que el BCE volvió a responder con un nuevo programa de compra de activos, el Programa de Activos de Mercado (Securities Markets Program), nuevamente destinado a los mercados secundarios de deuda en un intento de estabilizar la situación.

Como vemos, a diferencia de la FED, que irrumpe en los mercados con su potente inyección de liquidez con el objetivo de acentuar la expansión de la intervención monetaria, el BCE se contentó únicamente con intentar evitar la inestabilidad de precios en el área del euro.

Tal como se ha dicho, la política ultra expansiva de la FED, con las rondas sucesivas de relajación cuantitativa, encierra riesgos que la FED por boca de su presidente Ben Bernanke asumió, y el resultado parece que está dándole razón. El 19 de Junio de 2014 el propio Ben Bernanke apuntó los primeros signos de recuperación en los mercados americanos y anunció una denominada “estrategia de salida” y, estableciendo las maniobras escalonada para la normalización monetaria, enfatizando el primer compromiso de la FED en su mandato de promover el empleo y la estabilidad de precios.

La estrategia que se presentó consta de 5 etapas, la primera, que ya se aplicó, consistía en frenar gradualmente las compras de deuda, la segunda, que se aplicaría cuando el paro se situase en el entorno del 7% y que también comenzó a aplicarse en diciembre de 2013, consistía en la suspensión total de las compras. La tercera consistirá en reinvertir los fondos provenientes de la cartera de deuda (por vencimiento de bonos y pagos de intereses). La cuarta consiste en que cuando el paro baje del 6,5% se iniciará un ciclo de subidas de los tipos de interés oficiales. Dado que en la actualidad el paro se sitúa en el 5,5%, los analistas intuyen que a mediados de este año se producirá la primera subida de tipos. Por fin, la última etapa para cuando se alcance una dinámica próxima al crecimiento potencial de la economía, la FED comenzara a desprenderse de su cartera de bonos mediante ventas directas en el mercado.

Contrastando con este escenario de recuperación, observamos el de la zona euro en el que una economía estancada, unos intereses como ya hemos visto de 0,05 % en el límite del cero, o lo que es lo mismo, intereses reales negativos, y la iniciación de un periodo de deflación son el horizonte que ha forzado al BCE, en Enero de 2015, a anunciar e iniciar un programa

de expansión cuantitativa similar al de la FED, aunque ¡seis años más tarde! Es decir, cuando el banco central americano ya está a medio camino de la retirada de los estímulos de las medidas no convencionales de política monetaria e iniciando la retirada de las convencionales, el BCE se está viendo obligado a profundizar más en ellas. El tiempo dirá si este programa de política monetaria expansiva o como se ha venido en llamar, el QE europeo, por similitud al QE de la FED, produce en la economía de la zona euro, tan dependiente como hemos dicho del crédito bancario, el mismo resultado positivo que produjo en la economía americana.

Para empezar, ya nace con mayor riesgo que el programa de la FED. Efectivamente, del mismo modo que en la FED, incrementará de forma desmesurada la hoja de balance del BCE (el tamaño del balance de los bancos centrales se relaciona con el riesgo de inflación y estabilidad financiera). También, a similitud de la FED, incidirá de forma negativa en la independencia del banco central respecto de los gobiernos de los diecinueve países, al adquirir deuda pública de los mismos, pero además, al adquirir deuda pública de diecinueve países soberanos, y no una deuda pública única emitida por la propia UE, crecerá el peligro de fragmentación de la zona euro y que ya se produjo en el periodo de recesión que inició la crisis griega (Malo de Molina, 2013).

También conviene observar, de cara a la futura salida que pueda establecer, y que todavía no sabemos que haya planificado el BCE de este programa QE, que una gran parte de la deuda pública que se está y se está adquiriendo, se compra con una rentabilidad negativa casos como Alemania, lo que aumenta el riesgo de incurrir en pérdidas cuando pretenda desprenderse de la misma.

En otro orden de cosas, conviene observar que las reformas estructurales en los países de la eurozona, no se han producido en la medida que desde el BCE se reclamaba, por lo que el horizonte de una política fiscal única que permitiese una mayor organización en las respuestas, se aleja en el tiempo.

En cuanto al efecto dinamizador que tuvo en la economía de EEUU la depreciación del dólar inducida por los programas ultraexpansivos QE, se estima, y así ha ocurrido en estos primeros meses, que serán también positivos para el caso del euro, al favorecer la competitividad de la zona, aspectos todos estos que ya se han comentado con mayor extensión.

Falta por ver, cuánto durará este efecto en función de las políticas que adopten en esta materia tanto la propia FED como las otras áreas productivas de relevancia, como Japón, que también aplicó un programa de política monetaria ultra expansiva con la consiguiente depreciación del Yen, y China.

Podemos concluir por tanto, que si en la primera etapa de la crisis la política más cautelosa del BCE en la aplicación de medidas tanto convencionales como no convencionales resultó

equilibrada y suficiente, en la segunda etapa, cuyo comienzo hemos situado en la quiebra del banco de inversión americano Lehman Brothers, la FED supo anticipar la profundidad de la crisis y su impacto en la economía real y reaccionó con rapidez y con medidas arriesgadas e innovadoras pero contundentes, no dejándose amedrentar por el coro de voces críticas que las mismas motivaron, y parece que el tiempo, a menos a día de hoy, ha mostrado como necesarias y eficaces. También acertadamente, ha previsto y está ejecutando un calendario de retirada de dichas medidas excepcionales.

Por contra, en esta etapa, la política más cautelosa del BCE, manteniendo los tipos de interés hasta el último momento en el entorno del 1% y reduciendo sus intervenciones en el mercado abierto durante seis años, solo a la compra de los covered bonds (bonos garantizados) y de las securities market program (programa para el mercado de valores), se han mostrado como notoriamente insuficientes, dejando entrever una falta de previsión por parte de banco central, de la profundidad de la crisis.

Hasta tal punto esto es así, que en enero de este año el BCE se ha visto obligado a seguir los pasos de la FED, iniciando su propia política de expansión cuantitativa de la base monetaria, en un escenario de inicio de deflación en la zona euro y sin que hasta la fecha haya manifestado la existencia de ningún plan de salida del tipo que ya ha puesto en marcha la FED.

7. BIBLIOGRAFÍA

Akerlof George A. y Shiller Robert J., (2009). “Animal Spirits”, Barcelona, Ediciones Gestión 2000, pp 129-135.

Ayuso Juan y Malo De Molina José Luis et al, (2011). “Mecanismos de Prevención y Gestión De Futuras Crisis Bancarias” (Archivo PDF), pp 51-55. Descargado de: Fundación de Estudios Financieros.

Banco de España, (2015). “Entidades de Depósito”. Disponible en: http://www.bde.es/clientebanca/glosario/e/entidades_de_deposito.htm [Consultado el día 26 de enero de 2015]

BBVA, (2015). “El BCE anuncia una fuerte ampliación de su programa de compra de activos”, Observatorio BCE. Disponible en: https://www.bbvaesearch.com/wp-content/uploads/2015/01/Observatorio_BCE_01151.pdf [Consultado el día 1 de Marzo de 2015]

BCE, (2009). “Evolución Reciente de los Balances del Eurosistema, de la Reserva Federal y del Banco de Japón”, Boletín Mensual octubre. pp 95-98. Disponible en: <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/09/Fic/bm0910-4.pdf> [Consultado el día 22 de Abril de 2015]

BCE, (2010). “La Orientación de la Política Monetaria del BCE Durante la Crisis Financiera”, Boletín Económico Mensual, p 72. Disponible en: <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/10/Fich/bm1001-3.pdf> [Consultado el día 2 de Marzo de 2015]

BCE, (2012). “La Aplicación de la Política Monetaria en la Zona del Euro Documentación General Sobre los Instrumentos y los Procedimientos De La Política Monetaria Del Eurosistema”, p 9. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/gendoc201109es.pdf> [Consultado el día 23 de Abril de 2015]

BCE, (2014). “Cronología de Medidas de Política Monetaria del Eurosistema”, Boletín Mensual diciembre, p 3. Disponible en: <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/14/Fich/bm1412cr.pdf> [Consultado el día 25 de Abril de 2015]

BCE, (2015). “El Banco Central Europeo”. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.es.html> [Consultado el día 2 de febrero de 2015]

BCE, (2015). “Funciones del BCE”. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/html/index.es.html> [Consultado el día 2 de febrero de 2015]

BCE, (2015). “Independencia”. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/independence/html/index.es.html> [Consultado el día 4 de febrero de 2015]

BCE, (2015). “La misión del BCE”. Disponible en: https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/mission_eurosys.es.html#mission [Consultado el día 4 de febrero de 2015]

BCE, (2015). “La misión del Eurosistema”. Disponible en: https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/mission_eurosys.es.html#mission [Consultado el día 2 de febrero de 2015]

BDE, (2010). “La Respuesta del BCE a la Crisis Financiera”, Boletín Económico octubre, pp 65-67. Disponible en:
<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensual/BCE/10/Fich/bm1010-3.pdf> [Consultado el día 23 de Abril de 2015]

Board of Governors of the Federal Reserve System, (2015). “How does forward guidance about the Federal Reserve's target for the federal funds rate support the economic recovery?”. Disponible en: http://www.federalreserve.gov/faqs/money_19277.htm [Consultado el día 1 de Mayo de 2015]

Bureau of Labor Statistics, (2015). “Unemployment rate, Labor Force Statistics from the Current Population Survey”. Disponible en: <http://data.bls.gov/timeseries/LNS14000000> [Consultado el día 12 de Mayo de 2015]

Dervis Kemal, (2013). “Los bancos centrales y el desempleo”, La Razón. Disponible en: <http://www.larazon.es/los-bancos-centrales-y-el-desempleo-LB553692#.Ttt1dYeejQ0IoS2> [Consultado el día 1 de Mayo de 2015]

Draghi Mario, (2014). “El desempleo en la zona del euro”. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140822.es.html> [Consultado el día 12 de mayo de 2015]

Eurostat Newsrelease Euroindicators, (2015). “Euro area unemployment rate at 11.3%, EU28 at 9.8%”. Disponible en: <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/6807651/3-30042015-AP-EN.pdf/c619bed7-7d9d-4992-95c3-f84e91bfcc1d> [Consultado el día 12 de Mayo de 2015]

Eurostat, (2015). “Statistics Explained: Unemployment Statistics”. Disponible en: http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Unemployment_statistics [Consultado el día 12 de Mayo de 2015]

Eurostat, (2015). “Unemployment rate by sex and age groups - monthly average, %”. Disponible en: <http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/setupDownloads.do> [Consultado el día 12 de Mayo de 2015]

Federal Reserve Education Organization, (2015). “Federal Reserve Districts”. Disponible en: <https://www.federalreserveeducation.org/about-the-fed/structure-and-functions/districts/> [Consultado el día 16 de enero de 2015]

Federal Reserve Education Organization, (2015). “History of the Federal Reserve”. Disponible en: <https://www.federalreserveeducation.org/about-the-fed/history> [Consultado el día 16 de Enero de 2015]

Federal Reserve Education Organization, (2015). “Monetary Policy Basics”. Disponible en: <https://www.federalreserveeducation.org/about-the-fed/structure-and-functions/monetary-policy> [Consultado el día 26 de Enero de 2015]

Federal Reserve Education Organization, (2015). “The Structure of the Federal Reserve System”. Disponible en: <https://www.federalreserveeducation.org/about-the-fed/structure-and-functions> [Consultado el día 20 de enero de 2015]

Federal Reserve, (2015). “About the FED”. Disponible en: <https://dub125.mail.live.com/mail/ViewOfficePreview.aspx?messageid=mgcijnm47H75BGupAAhWtgCBA2&folderid=flinbox&attindex=0&cp=-1&attdepth=0&n=81728673> [Consultado el día 16 de Enero de 2015]

Hernández Martín Amparo et al, (2011). “Crisis Económicas a lo Largo De la Historia, Agencia Estatal de Administración Tributaria”, pp 80-82. Disponible en:

http://www.ief.es/documentos/recursos/publicaciones/revistas/cuadernos_formacion/12_2011/05_11.pdf [Consultado el día 22 de Abril de 2015]

Kiiver Hannah y Hijman Remko, (2010). “Impact of the crisis on unemployment so far less pronounced in the EU than in the US”. Eurostat population and social conditions. Disponible en: <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/3433488/5564912/KS-SF-10-020-EN.PDF/da48e541-07f6-4c77-a49b-5c7fea741b7f> [Consultado el día 12 de Mayo de 2015]

Krugman Paul, (2004). “El Gran Engaño”, Barcelona, Crítica, pp 43-46.

Krugman Paul, (2009). “El Retorno de la Economía De La Depresión y la Crisis Actual”, Barcelona, Crítica, pp 176-180.

Krugman Paul, (2015). “El juego del Gallina”, El País. Disponible en: http://economia.elpais.com/economia/2015/02/06/actualidad/1423232453_319306.html [Consultado el día 1 de Mayo de 2015]

Malo de Molina José Luis, (2013). “La Respuesta del Banco Central Europeo a la Crisis”, Boletín Económico julio-agosto, pp 115-116. Disponible en: <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/13/Jul/Fich/be1307-art5.pdf> [Consultado el día 25 de Abril de 2015]

Millaruelo Antonio y del Río Ana, (2013). “Las Medidas de Política Monetaria No Convencionales del BCE a lo Largo de la Crisis”, pp 90 -93. Disponible en: <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/13/Ene/Fich/be1301-art4.pdf> [Consultado el día 23 de Abril de 2015]

Montoriol-Garriga Judit, (2015). “Sobre la necesidad y la eficacia del QE del BCE”, Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios de CaixaBank. Disponible en: <http://www.lacaixaresearch.com/documents/10180/1229457/32-33+Dossiers+1+CAST.pdf/cc1dd6ce-3380-4108-b273-ede9cf8b03d> [Consultado el día 1 de Mayo de 2015]

Nadal Belda Alberto, (2008). “La Crisis Financiera De Estados Unidos”, Boletín Económico de Ice N° 2953, pp 22-25. Disponible en: http://www.revistasice.com/cachepdf/BICE_2953_1930__D0D7CC90785D87A456DC9AD37FA57C63.pdf [Consultado el día 29 de Enero de 2015]

Niño Becerra Santiago, (2009). “El Crash de 2010”, Barcelona, Los Libros Del Lince, p 153.

Niño Becerra Santiago, (2009). “El Crash de 2010”, Barcelona, Los Libros Del Lince, pp 189-220.

Reuteurs, (2015). “Definición de desempleo según OIT”, Disponible en: http://glossary.reuters.com/index.php?title=ILO_Measure_of_Unemployment [Consultado el día 12 de Mayo de 2015]

Scheller Hanspeter K., (2004). “History, Role and Functions”. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2004en.pdf> [Consultado el día 12 de Abril de 2015]

Shiller Robert J, (2009). “El Estallido de la Burbuja”, Barcelona, Gestión 2000, pp 77 a 79.

Unión Europea, (2015). “Banco Central Europeo”. Disponible en: http://europa.eu/about-eu/institutions-bodies/ecb/index_es.htm [Consultado el día 10 de febrero de 2015]

Unión Europea, (2015). “Historia de la unión Europea”. Disponible en: http://europa.eu/about-eu/eu-history/index_es.htm [Consultado el día 5 de febrero de 2015]

Unión Europea, (2015). “Países”. Disponible en: http://europa.eu/about-eu/countries/index_es.htm [Consultado el día 5 de febrero de 2015]

Unión Europea, (2015). “Tratados de la UE”. Disponible en: http://europa.eu/eu-law/decision-making/treaties/index_es.htm [Consultado el día 10 de febrero de 2015]

US Department of Treasury, (2015). “Sobre el departamento del Tesoro”. Disponible en: <http://www.treasury.gov/en-espanol/Pages/Sobre-el-Departamento-del-Tesoro.aspx> [Consultado el día 27 de enero de 2015]

