

# Trabajo Fin de Grado

Las respuestas de política monetaria del BCE a la  
crisis

Autora

Lucía Bolea Marcén

Director

Pablo Lozano Chavarría

Facultad de Economía y Empresa  
2014

**TÍTULO:** Las respuestas de política monetaria del BCE a la crisis.

**AUTORA:** Lucía Bolea Marcén

**DIRECTOR:** Pablo Lozano Chavarría

**TITULACIÓN:** Grado en Economía

## **RESUMEN**

La crisis financiera internacional iniciada en 2007 afectó a una gran mayoría de países, provocando graves desequilibrios en la economía real. Como consecuencia de los efectos generados, en 2009, estalló en Europa la crisis de deuda soberana, poniendo en cuestión la unión existente entre los países y debilitando la moneda única. Los problemas se fueron extendiendo, y el BCE se vio obligado a tomar medidas de política monetaria complementarias a las ya existentes, destinadas a reforzar el crédito, llamadas “medidas no convencionales”. El objetivo de este trabajo es realizar un análisis de la crisis financiera global junto con la crisis de deuda soberana europea y sus efectos sobre la economía real. Además, se lleva a cabo una presentación detallada de cada una de las medidas impuestas por la autoridad monetaria y un análisis crítico de los efectos provocados por las mismas, para establecer finalmente el nuevo escenario al que se enfrenta el BCE y sus posibles actuaciones futuras.

## **ABSTRACT**

The international financial crisis that began in 2007, has affected a large majority of countries, causing serious imbalances in the real economy. As a result of the effects generated in 2009, Europe's sovereign debt crisis broke out, putting into question the bond between the countries and the weakened euro. The problems were extended, and the ECB was forced to take additional monetary policy measures to existing ones to strengthen the credit, which were called "unconventional measures". The purpose of this project is to carry out an analysis of the global financial crisis, the Europe's sovereign debt crisis and their impacts on the real economy. In addition, this project is responsible for performing a presentation of each of the measures imposed by the monetary authority and a critical analysis of the effects caused by them, to finally establish the new scenario faced by the ECB and its possible future actions.

## ÍNDICE

|  |    |
|--|----|
| Introducción.....  | 1  |
| 1. Origen y desarrollo de la crisis.....   | 3  |
| 1.1. Crisis financiera.....  | 3  |
| 1.2. Crisis de deuda soberana en la zona euro.....   | 8  |
| 1.3. Crisis de la economía real.....   | 14 |
| 2. Medidas convencionales impuestas por el Banco Central Europeo.....                            | 18 |
| 3. Medidas no convencionales impuestas por el Banco Central Europeo.....                         | 23 |
| 3.1. Primera fase: ampliación de los mecanismos de provisión de liquidez<br>(2007- 2009) .....   | 23 |
| 3.2. Segunda fase: actuación ante el impacto de la crisis de deuda soberana<br>(2009- 2011)..... | 29 |
| 3.3. Tercera fase: fase sistémica y fragmentación financiera (2011-2014)...                      | 32 |
| 4. El reto para afrontar y superar la crisis. Expectativas de futuro.....                        | 39 |
| 4.1. Perspectiva de la situación actual.....   | 39 |
| 4.2. Posibles soluciones.....  | 41 |
| 5. Conclusiones.....   | 43 |
| 6. Bibliografía.....   | 45 |
| Anexos.....  | 48 |

## INTRODUCCIÓN

La crisis financiera internacional que comenzó en 2007 y que representa el colapso más importante desde la crisis de 1929, provocó graves desajustes en las variables macroeconómicas, poniendo en evidencia las actuaciones de los bancos centrales a nivel internacional. Los problemas surgidos hasta el momento, llevaron a que dos años más tarde estallara, en la zona euro, la crisis de deuda soberana como consecuencia de los altos niveles de endeudamiento registrados por el sector público y de la llamada “fragmentación financiera”. El origen de dicha crisis se situó en la economía griega, y poco a poco, se fue extendiendo al resto de países generando una reacción en cadena que acabó afectando a los canales de transmisión de la política monetaria y anuló sus efectos sobre la economía real. Los acontecimientos sucedidos, provocaron que el BCE se viera obligado a tomar una serie de medidas convencionales y no convencionales con el objetivo de controlar la economía y evitar la caída en la “trampa de la liquidez”.

Este trabajo tiene como objeto llevar a cabo un análisis detallado y profundo de los factores que influyeron tanto en el estallido de la crisis financiera internacional como en el de la crisis de deuda soberana, así como sus efectos sobre la economía real. Además, se realiza un estudio crítico de las actuaciones del BCE en materia de política monetaria, analizando en cada una de ellas, no sólo su finalidad, sino también sus consecuencias sobre las variables reales.

Este proyecto puede ser utilizado para entender con claridad la línea de acontecimientos sucedidos desde el comienzo de la crisis financiera internacional, así como las repercusiones de las últimas decisiones tomadas por la autoridad monetaria y sus posibles impactos en la economía real. Además, se presenta el actual escenario al que se enfrenta el BCE y se proponen algunas soluciones.

He considerado dividirlo en tres partes claramente diferenciadas para una mejor interpretación del lector.

En primera instancia, se desarrolla la explicación de cada uno de los tipos de crisis que se han ido sucediendo a lo largo de los últimos años desde 2007, explicando las consecuencias de la crisis sobre las principales variables macroeconómicas que afectan a la economía real.

En segundo lugar, se abordan las medidas convencionales que ha llevado a cabo el Banco Central Europeo desde el año 2007 hasta el 2014.

En tercer lugar, se incluye un análisis exhaustivo de las medidas aplicadas por el Banco Central Europeo a raíz del estallido de la crisis financiera, conocidas como medidas no convencionales.

En el cuarto apartado, se explica cómo está la situación actual de la zona euro en lo que resta de año, y seguidamente, algunas posibles soluciones.

Finalmente, se expone una conclusión donde doy mi opinión sobre todo el análisis realizado.

# **1. ORIGEN Y DESARROLLO DE LA CRISIS**

Cuando hablamos de la crisis económica internacional, podemos diferenciar claramente tres tipos: crisis financiera, crisis de deuda soberana y crisis de la economía real.

Todo comenzó a mediados del año 2007, en concreto en agosto, con el colapso del mercado de hipotecas de alto riesgo (hipotecas *subprime*) de los EE.UU. Dicho mercado empezó a presentar serias turbulencias en su funcionamiento interno ya que comenzaron a aumentar las morosidades, es decir, se había producido un incremento de los reembolsos de los partícipes de los fondos y de las garantías solicitadas por los prestamistas, de manera, que estaban obligados a vender activos en un entorno donde la demanda estaba decayendo por momentos. Acompañando al problema de las hipotecas de alto riesgo, uno de los principales bancos de inversión de los EE.UU empezó a tener dificultades financieras, y poco a poco, fue contagiando al resto de entidades, dando lugar con ello a una crisis financiera internacional, que llegó a una situación verdaderamente preocupante, tras la quiebra del banco estadounidense de inversiones, Lehman Brothers, en septiembre de 2008.

Dos años más tarde, como consecuencia de lo sucedido, estalló una crisis de deuda soberana muy pronunciada en la zona euro, la cual comenzó a generar grandes desequilibrios en gran parte de las variables macroeconómicas, provocando finalmente lo que podríamos llamar la crisis de la economía real.

## **1.1. CRISIS FINANCIERA**

Según argumenta Machinea (2009), en todas crisis financieras que se han producido a lo largo de la historia, siempre ha habido dos elementos fundamentales que las han caracterizado: la existencia de un sistema, lo que implica que existe una red que interconecta a las diferentes zonas del mundo y los problemas se propagan. Una segunda característica es la opacidad en la información, es decir, los distintos agentes tienen acceso a la información de una manera no equilibrada, y esto es lo que se conoce en Microeconomía como modelo con información asimétrica. Son dos factores esenciales en la determinación de este tipo de crisis, y en especial de la actual, debido a que nunca ha habido un sistema financiero tan complejo y tan interconectado que el

originado a raíz de la globalización financiera. A pesar de esto, los agentes se preguntan por qué no se detectó con anterioridad, si en realidad esta vez no ha sido diferente.

No ha sido diferente en el sentido de que las crisis de este tipo siempre se originan por tres factores clave en la economía<sup>1</sup>:

- El aumento del precio de los activos, en particular, de los activos inmobiliarios.
- El aumento del endeudamiento del sector privado de la economía, provocado por la subida del precio de los activos inmobiliarios, que les obligan a tener que pagar una mayor cantidad de dinero por adquirirlos.
- El aumento del endeudamiento externo de la economía

Durante los años anteriores a que estallara la crisis, la economía europea gozaba de cierta tranquilidad, conocida como la etapa de la “Gran Moderación”, y eso se reflejaba en sus principales indicadores económicos, que no hacían prever lo que finalmente ocurriría. A lo largo de dicha etapa, caracterizada por una expansión del crédito, se fue generando una confianza entre los agentes de que el auge económico continuaría a lo largo de los años, y ello incrementaría la oferta y la demanda de crédito. La euforia y la expansión del financiamiento, generaron una burbuja en el precio de algunos activos creando la sensación de que la compra de esos activos financiada con crédito, era una operación muy rentable.

*“Un régimen en el que hay y se espera que siga habiendo ganancias de capital, es un ambiente favorable para involucrarse en financiamiento especulativo” (Hyman Minsky, economista estadounidense).*

El aumento del crédito, que suele darse en un contexto de políticas monetarias acomodaticias, se volvió más fuerte durante la etapa de auge debido al mayor apalancamiento del sistema financiero, que consiste en usar endeudamiento para financiar una operación, es decir, se pedía crédito a los bancos para financiar la compra de, por ejemplo, acciones inmobiliarias, con lo que se usaba parte de fondos propios y parte del crédito concedido por el banco. De manera, que cuando comenzaron a caer los precios de los activos, los deudores empezaron a tener una menor capacidad de pago, generando un gran impacto negativo en la solvencia del sistema financiero.

---

<sup>1</sup> Véase Reinhart C. y Rogoff K. (2011).

A lo largo de dichos años, se fue creando un consenso entre los principales bancos centrales sobre la forma de llevar a cabo la política monetaria. Dicho consenso se caracterizaba de forma genérica por el compromiso con la estabilidad de precios en el medio plazo y la transparencia de las previsiones económicas manejadas por la autoridad monetaria y de los instrumentos de política empleados para alcanzar el objetivo de control de la inflación<sup>2</sup>. Con la creación del euro, el BCE también formuló una referencia cuantitativa de estabilidad de precios (tasa de inflación inferior, pero cercana al 2%), que en el corto plazo apoyaba a la estabilidad económica, siempre sin poner en peligro el crecimiento de la inflación en el medio plazo, teniendo en cuenta que es el valor del Índice de Precios al Consumo Armonizado el que se utiliza como referencia para definir dicho objetivo ya que su función consiste en homogeneizar los precios, estableciendo una misma cesta de consumo para todos los países de la Unión Europea, y así poder realizar comparaciones.

La llegada de la crisis internacional, que ante todo es una crisis financiera, provocó que las oportunidades de obtener financiación fueran muy escasas, sobre todo para aquellas economías europeas que reunían dos características: la de estar muy endeudadas y la de arrojar dudas sobre sus posibilidades de reembolsar deudas, dada su incapacidad de recuperar el crecimiento<sup>3</sup>. El principal problema era que este tipo de economías ya estaban fuertemente endeudadas con el exterior al comienzo de la crisis, lo que podíamos llamar “*la herencia negativa*” que dejó la etapa de expansión, además de que dicho endeudamiento ha ido creciendo a lo largo de los últimos años. Todos estos factores, junto con los que se fueron sucediendo, acabaron poniendo en riesgo la estabilidad del conjunto del sistema financiero internacional y generando una profunda recesión de alcance global.

Tras la quiebra del principal banco de inversiones estadounidense, Lehman Brothers, en septiembre de 2008, el funcionamiento del sistema financiero internacional empezó a tambalearse, y obligó a llevar a cabo una relajación sustancial de la política monetaria para evitar una espiral deflacionista y sostener la demanda agregada.

Sin embargo, el BCE aumentó los tipos de interés de referencia del sistema en el verano del año 2008, y fue el único banco central que los elevó antes del estallido del “gigante financiero”. El motivo de su subida, fue porque el BCE siempre tuvo una

---

<sup>2</sup> Un tratamiento extenso se abarca en Hernando I., Llopis J. y Vallés J (2012).

<sup>3</sup> Más información en Serrano J.M (2012).



obsesión con la inflación, y la gestión de su política monetaria era y es muy dependiente de un factor que él mismo no controla que son los precios de la energía (petróleo). Por tanto, una subida de los precios energéticos importados, hizo que cambiara su política monetaria y subiera los tipos de interés.

La principal consecuencia fue la rotura de los mecanismos de transmisión de la política monetaria, debido a que el incremento de los tipos de interés oficiales de la Eurozona, provocó un aumento de los tipos de interés nominales de los mercados financieros y bancarios. Teniendo en cuenta que los precios en una economía no se ajustan de manera instantánea, se produjo una subida de los tipos de interés reales de corto y largo plazo. Dado que dichos tipos son una medida del coste financiero de la inversión de las empresas y del gasto de las familias, provocó un desincentivo por esta vía, generando una caída de la demanda agregada, del producto real y de los precios<sup>4</sup>. La subida de los tipos de interés se hizo con el objetivo de frenar la inflación.

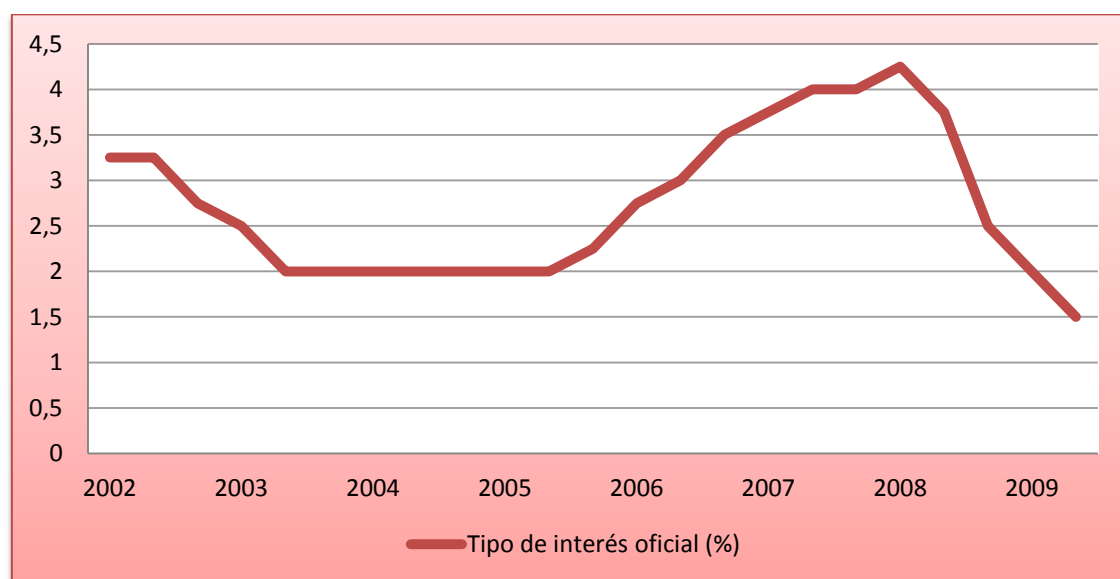
*"Hacemos lo que creemos conveniente para anclar los riesgos inflacionistas a medio plazo", aseguraba el anterior presidente del BCE Jean Claude Trichet en su discurso del 3 de julio de 2008.*

Tras comprobar todos los problemas que acarreó la medida tomada por el presidente del BCE y la caída de Lehman Brothers, se realizaron tres bajadas de los tipos de interés oficiales. La primera se produjo el 8 de octubre de 2008 en una acción coordinada, la primera de la historia, con los principales bancos emisores del mundo, entre ellos la Reserva Federal de EEUU y los bancos centrales de Inglaterra, Suiza, Suecia y Canadá. A la medida se sumó el banco de China, pero no el de Japón. La segunda bajada tuvo lugar un mes después, el 12 de noviembre. La tercera se produjo el 10 de diciembre de ese mismo año, de 75 puntos básicos, hasta el 2,50%, siendo el mayor recorte de la entidad en su historia. (Véase gráfico 1.1.)

---

<sup>4</sup> Detallado en Esteve V. (2012).

GRÁFICO 1.1 Evolución del tipo de interés oficial del BCE: 2002-2009



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos del BCE.

En el gráfico, podemos observar la evolución del tipo de interés oficial del BCE desde el año 2002 hasta el 2009. A lo largo de esta última década, el tipo de interés ha sufrido grandes variaciones provocadas por los momentos de auge y los momentos de depresión vividos en la eurozona. Se puede apreciar como a lo largo de los años previos a la crisis, el tipo de interés pasó del 2% (2003-2005) hasta llegar a duplicarse a lo largo del año 2007, experimentando una subida y alcanzo su máximo en 2008 con un 4,25%. A partir de octubre de 2008, comenzó a experimentar sucesivas caídas hasta llegar al 1% en el año 2009.

Debido a las reducciones constantes provocadas en los tipos de interés oficiales de la zona euro, y a la debilidad del sistema financiero de la época, comenzó a producirse un retroceso importante de la integración en aquellos mercados financieros en los que se había alcanzado un mayor grado. Este proceso recibió el nombre de «fragmentación financiera», dado que la financiación que los estados miembros de la unión obtenían antes de los mercados financieros internacionales, se rompió y empezó a interrumpirse según el grado del problema de cada país (desde aumentos en los tipos de interés hasta la sequía completa del crédito).

Por otro lado, la crisis financiera internacional provocó que en numerosos países, como por ejemplo Irlanda, fuera necesario aplicar un programa de “Reestructuración del sistema financiero”, y un caso especial fue el de España. Con la llegada de la crisis, el

conjunto de entidades de crédito españolas se han enfrentado a una serie de problemas como:

- Descapitalización por pérdida de valor de sus activos, especialmente de aquellos relacionados con el sector inmobiliario.
- Aumento notable de los préstamos calificados como dudosos o problemáticos.
- Dificultades en la obtención de financiación internacional.
- Aumento de la rigidez en la oferta de crédito a empresas y particulares.
- Disminución del negocio, como consecuencia de la fuerte caída de la actividad económica.

Desde el año 2008, el gobierno español decidió proceder a la reestructuración de las entidades financieras, facilitando capital mediante préstamos a cambio de que las entidades los destinasen a sus clientes o se fusionasen, y más tarde, en 2011-2012, decidió aumentar las exigencias de calidad del capital, o de saneamiento de los activos inmobiliarios. Como consecuencia de dicho programa, en octubre de 2008, se creó el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros (FAAF)<sup>5</sup> para apoyar la oferta de crédito a la actividad productiva de empresas y a los particulares. En mayo de 2009, se creó el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) con el objetivo de facilitar las fusiones de cajas y las bancarizaciones de cajas, así como para facilitar la reestructuración de las entidades en crisis.

## **1.2. CRISIS DE DEUDA SOBERANA EN LA ZONA EURO**

La crisis en Europa se desencadenó en su primera fase como una crisis puramente financiera donde la mayor preocupación radicaba en la salud de su sistema bancario. El efecto contagio generado por la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers y el estallido de las hipotecas *subprime*<sup>6</sup> en EE.UU, colapsaron los mercados de capitales provocando tensiones de liquidez muy graves para los bancos.

---

<sup>5</sup> FAAF se extinguió el 30 de marzo de 2012, y durante su vigencia se realizaron cuatro subastas con un importe de 19.300 millones de euros.

<sup>6</sup> Las hipotecas *subprime* son préstamos para la adquisición de viviendas donde se relajan o no se cumplen los criterios adoptados para las hipotecas *prime*, que sí cumplen todos los requisitos determinados para la concesión de un préstamo hipotecario.

Debido a la larga duración de la crisis financiera internacional, en el año 2009, se produjo en la zona euro el estallido de la crisis de deuda soberana como consecuencia del gran endeudamiento del sector público europeo provocando una desaceleración del crecimiento del PIB y un agravamiento del problema de la fragmentación financiera. El estallido de esta nueva crisis en la eurozona, vino acompañado por la gran caída experimentada de los tipos de interés, que hacía prever que podríamos caer en la conocida “trampa de la liquidez” ya que si el BCE seguía reduciendo los tipos a niveles cercanos a cero, podría llegar un momento en el que la aplicación de políticas monetarias expansivas no tuviera efecto sobre la economía real, ya que los tipos de interés no podrían bajar más, y de esa manera no se estimularía el consumo, la inversión y la demanda agregada, cayendo en la trampa.

El origen de la crisis de deuda soberana europea, se situó en la economía griega, que en los años anteriores (2000-2007) había registrado un crecimiento muy dinámico, en torno al 4,5%, el más elevado de todos los países de la zona euro. Sin embargo, el volumen de su déficit público se vio aumentado debido principalmente, a que Grecia fue la sede de los juegos olímpicos en 2004.

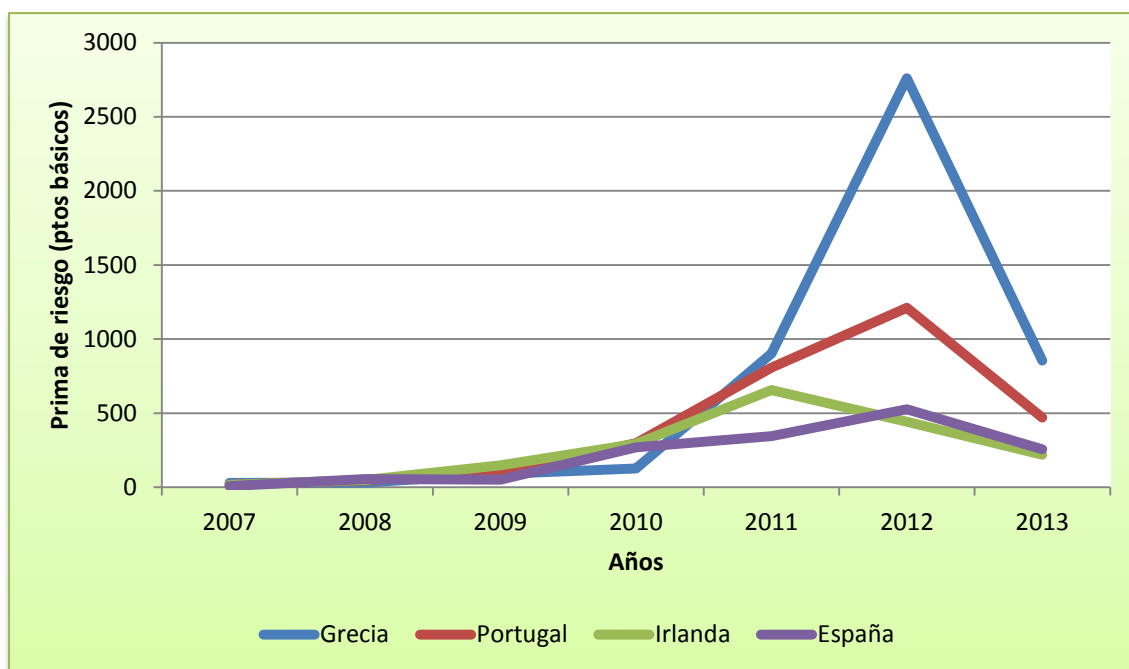
En el año 2009, varios problemas aparecieron en la economía griega, pero los dos más relevantes fueron: que los datos de déficit eran el doble de los que se habían dado a conocer y; segundo, que la deuda pública era del 115% en relación a su Producto Interior Bruto (PIB) (*datos del FMI, 2011*)<sup>7</sup>. Todos estos factores, provocaron que comenzaran a surgir tensiones en los mercados financieros acerca de la viabilidad de pago de la deuda soberana de Grecia y los inversores empezaron a exigir una mayor rentabilidad para comprar su deuda. Tanto su abultado gasto público como sus bajos ingresos fiscales y su baja competitividad, hacían prever que no sería capaz de afrontar sus compromisos crediticios. En el mes de abril de 2010, la prima de riesgo de la deuda griega con respecto al bono alemán superó los 500 puntos básicos con tendencia a seguir subiendo. Pero solamente un mes después, en mayo de 2010, su prima se disparó por encima de los 900 puntos básicos, una cifra extremadamente alarmante en los mercados.

A continuación, se muestra la evolución de las primas de riesgo de Grecia, Portugal, Irlanda y España respecto al bono alemán.

---

<sup>7</sup> Véase Miranda S. y Salgado M.C. (2011).

GRÁFICO 1.2. Evolución de los promedios de las primas de riesgo (2007-2013).



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos de Infobolsa.

Como consecuencia, la Comisión Europea y el Banco Central Europeo, aprobaron su primer rescate de 110 mil millones de euros para un plazo de tres años con la obligación de que el gobierno se comprometiera a reducir el déficit público por debajo del 3% del PIB, llevar a cabo reformas económicas que le permitieran mejorar su competitividad y mandar señales claras a los mercados de que su deuda soberana sería pagada. En octubre de 2011, la Unión Europea, el Banco Central Europeo y el Fondo Monetario Internacional, ofrecieron a Grecia un segundo préstamo de rescate por valor de 130 mil millones de euros con la condición de que aplicara más medidas de austeridad y un acuerdo de restructuración de su deuda. Todas las medidas de austeridad implantadas, contribuyeron a reducir su “déficit primario antes del pago de intereses”, pero como efecto colateral también contribuyeron al empeoramiento de la recesión griega debido a que el PIB griego vivió su peor momento en 2011 con una caída de -6,9 puntos porcentuales (datos de la Comisión Europea, 2012) acompañado por una bajada de la producción industrial, entrando en bancarrota 111.000 empresas griegas. Mientras tanto, la tasa de desempleo sufrió una subida espectacular pasando del 7,5% en septiembre de 2008 al 19,9% en noviembre de 2011.

El caso de Portugal fue similar al griego. Con la integración en la moneda única, dicho país aprovechó su uso para emitir deuda a bajo coste y acumular préstamos

(principalmente externos) por encima de su capacidad de financiación, provocando dudas sobre su ritmo de generación de ingresos para hacer frente a sus compromisos financieros. Pero el problema real de Portugal, no sólo estaba relacionado con la excesiva deuda pública y privada, sino que además, mantenía una elevada dependencia del ahorro exterior debido a su baja competitividad. Estos problemas llevaron a que su crecimiento potencial, entendido como la suma del factor demográfico, de la inversión y la productividad, presentase un importante déficit, provocando una escasa competitividad y bajas expectativas de crecimiento<sup>8</sup>. Así pues, el 16 de mayo de 2011, los líderes de la eurozona aprobaron oficialmente un paquete de rescate de 78.000 millones de euros, que fue distribuido entre el Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera, el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera y el Fondo Monetario Internacional<sup>9</sup>. En esos momentos, su prima de riesgo se situaba en 663 puntos básicos respecto al bono alemán, y venía describiendo un camino ascendente desde mayo de 2010. Pero fue el 30 de enero de 2012, cuando su prima se estableció en 1560 puntos básicos (datos obtenidos de Infobolsa), desatando una gran desconfianza en los mercados, que ya venía arrastrándose desde hacía un tiempo, y provocando una evidente dificultad para financiarse.

La crisis de deuda soberana de Irlanda, no fue provocada por un exceso de gasto de su gobierno, sino que se produjo como consecuencia de la garantía otorgada por el gobierno irlandés sobre los pasivos de sus seis bancos principales, los cuales habían financiado una burbuja inmobiliaria. Se estaba dando una agrupación de las tres causas que habían afectado a países como EE.UU. ó Reino Unido: fuertes incrementos de crédito, incrementos de precios de activos y financiación bancaria mayorista. Esta peligrosa situación, se podría haber compensado con una regulación bancaria muy intensa, pero no fue así, ya que se decidió aplicar una regulación “ligera” porque se pensaba que el sistema bancario irlandés era capaz de auto regularse. Tras la intervención de Irlanda por parte del FMI y de la Unión Europea en la primavera de 2011, el país se vio sometido a un duro ajuste fiscal. Sin embargo, y a diferencia de Grecia, el ajuste fiscal y en salarios repercutió en unas finanzas más sólidas (el diferencial entre el bono irlandés y el alemán cayó significativamente entre Julio y Septiembre de 2001) y en una progresiva recuperación de la economía<sup>10</sup>.

---

<sup>8</sup> Una explicación más detallada se ofrece en el documento Martínez (2012).

<sup>9</sup> Consultar Miranda S. y Salgado M.C. (2011).

<sup>10</sup> Para más información De la Torre I. (2012).

En el caso de España, los altos niveles de endeudamiento acompañados por la crisis en la industria de la construcción y la caída del consumo privado provocaron una contracción del crédito, dando lugar a una desaceleración de la economía española<sup>11</sup>. Podríamos decir que la crisis de deuda en este país ha presentado dos fases, una que comenzó en abril de 2010 y otra en julio de 2011. Cuando comenzaron los problemas en la economía griega, la prima de riesgo española presentaba desde hacía unos años, aproximadamente desde 1998, unos niveles muy bajos, pero fue en abril de 2010 cuando se empezaron a notar las consecuencias de la mala gestión de la deuda. La prima de riesgo se situó en 200 puntos<sup>12</sup>. Su situación era de particular interés y preocupación para los observadores internacionales, lo que provocó que se viera sometida a presiones del FMI, de Estados Unidos, así como de la Comisión Europea, para llevar a cabo medidas más agresivas de reducción del déficit. Logró reducirlo desde el 11,2% del PIB en 2009 hasta el 9,2% del PIB en 2010. Los mercados reaccionaron de manera positiva tras las medidas de control aplicadas, manteniendo la prima de riesgo española sin sobresaltos. Pero con la llegada del verano de 2011, volvieron las tensiones a los mercados, y provocaron una espectacular subida de la prima hasta situarse en los 450 puntos básicos en noviembre de ese mismo año. Esta vez, ni siquiera se acercó al objetivo de déficit del 6%, quedándose 3 puntos porcentuales por encima (8,9%). El 9 de junio de 2012, España recibió un crédito de hasta 100 mil millones de euros para sanear su sistema financiero a través del FROB (Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria), de los que solamente utilizó 40 mil millones.

Una vez analizados los casos más relevantes de la crisis de deuda soberana, destacar que si se ha producido una crisis del euro, ha habido causas comunes, algunas de ellas relacionadas con la propia configuración y funcionamiento de la Unión Monetaria Europea. La Eurozona es una unión monetaria, sin una unión política y fiscal desarrollada. Las políticas fiscales permanecen en el ámbito de competencia de cada uno de los países miembros de la Unión, y apenas están sujetas a procedimientos de coordinación. Como consecuencia, la crisis actual ha puesto de manifiesto la necesidad de una disciplina presupuestaria, a pesar de la existencia de los criterios de Maastricht, que fueron establecidos en la creación de la unión para mantener una cierta convergencia entre los países miembros. En especial destaca el criterio de déficit (no debe superar el 3% del PIB, y si lo hacía tenía que ser durante un periodo máximo de

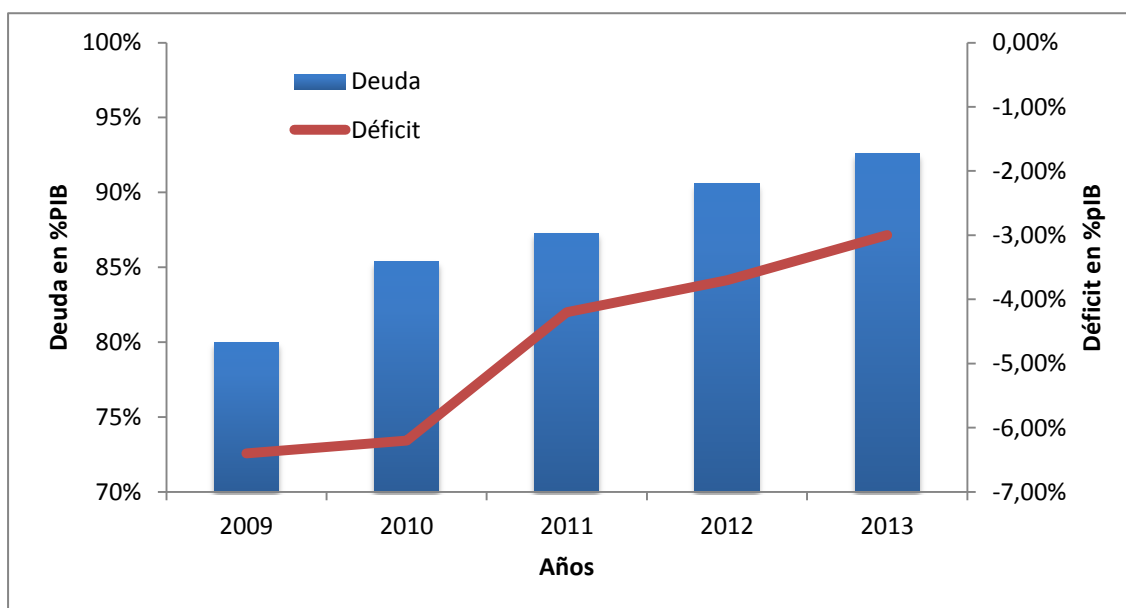
---

<sup>11</sup> Consultar Miranda S. y Salgado M.C. (2011).

<sup>12</sup> Una explicación más detallada se ofrece en Sirvent (2012).

dos años) y el de deuda pública (60% del PIB). La UME tampoco contaba con las herramientas de gestión adecuadas para hacer frente a la prevención y resolución de la crisis de deuda soberana. Como modo de aclaración, se muestra a continuación un gráfico con datos de la deuda y el déficit público de la zona euro desde 2009 hasta 2013, presentando su evolución a lo largo de los últimos años.

GRÁFICO 1.3. Evolución del déficit y la deuda pública en la Unión Europea.



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat.

Los mercados tampoco impusieron la disciplina ni valoraron adecuadamente los riesgos que asumían. La introducción del Euro, impulsó los flujos de capital entre los países miembros de la Unión, desde los centrales hacia los periféricos, creando un proceso que tendía a retroalimentarse. Dichos flujos fluían en abundancia y de manera barata, impulsando el precio de los activos, de la deuda y del crecimiento económico, creando unas expectativas entre los agentes de una expansión sin fin. Los desequilibrios acumulados de este proceso han pasado factura a la zona euro.

Otro de los problemas en los mercados, fue que se valoraron los bonos de todos los países miembros de una forma similar, produciéndose una convergencia entre las rentabilidades de los mismos, hacía el nivel de Alemania, que era el país más seguro. Este “fallo de mercado”, junto con el prolongado periodo de bajos tipos de interés, dio lugar a unas condiciones financieras moderadamente favorables y a una localización inadecuada de los capitales.



### 1.3. CRISIS DE LA ECONOMÍA REAL

La crisis financiera ha afectado a la economía real a través de tres canales: efecto riqueza, aceleramiento financiero y desapalancamiento<sup>13</sup>.

ESQUEMA 1.1. Factores causantes de la crisis de la economía real.



FUENTE: Elaboración propia

El primero de los canales, se refiere al hecho de que con la llegada de la actual crisis financiera, el precio de los activos, en especial los inmobiliarios, bajó, y también lo hizo la riqueza financiera (acciones, obligaciones, fondos de inversión, fondos de pensiones,...) provocando que los agentes privados de la economía (familias y empresas) vieran como disminuía su patrimonio, y por tanto, redujeron su consumo e inversión. Además, aquellos que contrataron hipotecas y tomaron préstamos para financiar sus compras de bienes, perdieron en parte su solvencia, es decir, se quedaron con una menor capacidad de gasto y una menor capacidad para obtener financiación. Por otro lado, aquellas familias que en su día, no pidieron grandes hipotecas ni tomaron grandes préstamos, son las que ahora han elevado sus niveles de ahorro para poder soportar otras dificultades provocadas por la economía, como el despido o la reducción de ingresos. Por tanto, en ambos tipos de familias, se ha producido un descenso de una de las variables macroeconómicas más importantes, que es el consumo.

Teniendo en cuenta que en la economía moderna, existe libre movilidad de capitales, y que los mercados financieros y crediticios no son perfectos, podemos hablar

---

<sup>13</sup> Menezes V. y Rodil O. (2012).

del conocido problema del “acelerador financiero”<sup>14</sup> (Bernanke, Gertler y Gilchrist, 1999) que afectó a la economía real a raíz de la crisis financiera. Como los mercados son imperfectos, actúan amplificando el ciclo económico, de manera que en épocas de auge expanden más la economía y en épocas de recesión la contraen, por este motivo se dice que son procíclicos, y provocan que las empresas prefieran, en determinados momentos, unos mecanismos de financiación a otros. Este efecto del “acelerador financiero” se demuestra por la información asimétrica existente en los mercados, junto al riesgo moral y los costes de supervisión, que propicia que los prestamistas exijan un colateral<sup>15</sup> para prestar, o bien, que pidan una prima de riesgo por otorgar un crédito. Lo que quiere decir, que los bancos a la hora de prestar a las empresas, como no conocen la rentabilidad de sus proyectos, observan el estado del patrimonio neto de las mismas, y de esta manera, se sirven para cobrarles un colateral y/o una prima de riesgo más alta de la que les cobrarían si conocieran a la perfección las futuras ganancias y la rentabilidad de las empresas.

Cuando la economía europea entró en recesión en el año 2009, el Banco Central Europeo, bajó los tipos de interés oficiales, provocando una expansión de la inversión y de la demanda de crédito. De esta manera, generó un aumento de los activos de las empresas, lo que llevó a un aumento de sus patrimonios. Estos incrementos provocaron que los bancos les exigieran menores colaterales a cambio de la concesión de créditos, de manera que se acabó reduciendo la probabilidad de quiebra de las empresas, siendo merecedoras de un crédito más barato y mayores oportunidades de inversión. Por lo tanto, se deduce que la inversión no sólo aumenta por la expansión del crédito provocada por la reducción de tipos de interés del Banco Central Europeo, sino que también lo hace por una reducción en la prima de riesgo. De esta manera, el incremento en la inversión es mucho más persistente a lo largo del tiempo. A esto se le conoce como “acelerador financiero”.

En tercer lugar, se encuentra el efecto “desapalancamiento”. Tanto en épocas de auge como en épocas de recesión, surge el “efecto palanca”. Cuando la situación económica es favorable, la palanca va a favor del crédito, de la inversión y el consumo, sin embargo, cuando una economía entra en crisis, se produce el “efecto palanca” inverso o “desapalancamiento”, es decir, surge como consecuencia de no poder

---

<sup>14</sup> El concepto del acelerador financiero se refiere a la propagación de perturbaciones en la economía como consecuencia de las condiciones de los mercados financieros.

<sup>15</sup> Entiéndase por colateral el seguro que los prestamistas exigen por riesgo de impago.

soportarse el gran peso de la deuda originada durante la época de expansión. Entonces la crisis provoca una reducción del endeudamiento, una bajada del consumo de las familias y empresas por no poder comprar ni invertir, una caída de las ventas de las empresas y una contracción del crédito por parte de las entidades financieras

A continuación, se muestran las tasas de variación de los principales componentes macroeconómicos de la demanda del PIB de la zona euro.

CUADRO 1.1. Tasas de crecimiento (en porcentaje) de las magnitudes de la demanda con respecto al año anterior.

|                                 | 2008       | 2009        | 2010       | 2011     | 2012       | 2013     |
|---------------------------------|------------|-------------|------------|----------|------------|----------|
| Consumo privado                 | 3,28       | -0,56       | 2,61       | 2,85     | 0,63       | 0,64     |
| Consumo público                 | 5,25       | 5,37        | 1,40       | 0,80     | 0,51       | 1,44     |
| Formación bruta de capital      | 0,88       | -12,15      | 0,24       | 3,44     | -2,80      | -2,51    |
|                                 |            |             |            |          |            |          |
| Exportaciones                   | 3,47       | -14,01      | 14,79      | 10,82    | 4,37       | 0,87     |
| Importaciones                   | 5,08       | -15,14      | 15,29      | 10,88    | 1,5        | -1,15    |
|                                 |            |             |            |          |            |          |
| Tasa de desempleo               | 7,70%      | 9,70%       | 10,10%     | 10,70%   | 11,30%     | 12,20%   |
|                                 |            |             |            |          |            |          |
| <b>PIB a precios de mercado</b> | <b>2,4</b> | <b>-2,7</b> | <b>2,7</b> | <b>3</b> | <b>0,7</b> | <b>1</b> |

FUENTE: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat.

Como se puede comprobar en la tabla si observamos la evolución de la formación bruta de capital fijo, el fuerte desapalancamiento, unido a la crisis, está produciendo una sequía del crédito que a su vez impide la regeneración del tejido industrial. Todo esto afecta a una gran cantidad de activos, generando la necesidad de evitar la insolvencia causada por el excesivo endeudamiento, en una situación donde cada vez es menos posible refinanciar las deudas, lo que conduce a una restricción crediticia<sup>16</sup> que tiene un efecto negativo sobre el consumo y la inversión con consecuencias prolongadas sobre la actividad económica<sup>17</sup>.

<sup>16</sup> En inglés: *credit crunch*

<sup>17</sup> Consúltese Bayoumi T. y Melander O. (2008).

Sin crédito, no hay recuperación, y además, las cantidades de dinero que inyectan los bancos centrales no son suficientes para solucionar esta situación<sup>18</sup>. Además, la crisis de deuda soberana, que estalló en 2009, ha generado grandes caídas del consumo privado, la inversión y el empleo, debido principalmente a que la mayoría de los fondos se destinan a cubrir el gran peso que la deuda pública tiene en la zona euro, provocando con ello una caída de la demanda interna.

Pero sin duda, una de las consecuencias más importantes de la crisis actual fue la pérdida de la capacidad de la política monetaria para transmitir sus efectos a través de los canales esenciales de tipo de interés y del crédito bancario. La transmisión a través del canal de los tipos de interés, se vio afectada desde el inicio de la crisis financiera, cuando comenzaron a surgir desajustes en el mercado interbancario del euro relacionados con el sistema bancario internacional. Al mismo tiempo, la crisis de deuda soberana de la zona euro, que comenzó en 2009 con el estallido de la economía griega, debilitó el canal del crédito bancario, agravó en gran medida la fragmentación financiera y lo más importante fue que alteró las condiciones de financiación de los bancos en cada país.

Poco a poco, se fue generando una gran dispersión en los tipos que reflejaba una actitud doble: por una parte, los depositantes exigían primas de riesgo superiores a los bancos más afectados por la crisis, y por otra, los bancos ofrecían importantes tipos de interés para atraer a nuevos depositantes. Todo esto ponía de manifiesto la gran diferenciación en el coste de financiación básica de los bancos de la zona euro, que acababa afectando al coste de los créditos de los clientes y por último, al mecanismo de transmisión de la política monetaria.

---

<sup>18</sup> Montava R. (2013).

## **2. MEDIDAS CONVENCIONALES IMPUESTAS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO.**

La política monetaria es una de las políticas más difíciles de valorar en cualquier contexto. Si a esta dificultad, le añadimos que estalló una crisis financiera provocando una gran incertidumbre y desconfianza en los mercados, se genera un círculo vicioso que complica su valoración.

Durante este periodo, se produjeron grandes dificultades en toda la economía, en especial en las entidades financieras, que tuvieron que aplicar medidas drásticas para controlar sus balances y reducir la concesión de préstamos. Pero también se propagó a la economía real, provocando problemas en las principales variables macroeconómicas y generando una disminución del comercio exterior.

Como consecuencia del estallido de la crisis en 2007, el BCE ha tenido que realizar varias intervenciones para controlar la política monetaria y no generar falsas expectativas entre los agentes privados. Por ello, reaccionó aplicando medidas convencionales y no convencionales, siempre llevadas a cabo en momentos límite, es decir, cuando no quedaba más remedio que responder con intervenciones para paliar los efectos provocados por los desequilibrios generados en la economía (Ver Anexo I).

En el área del euro, la autoridad monetaria es el Banco Central Europeo (BCE) y su principal objetivo es la estabilidad de precios. Para lograrlo, en condiciones económicas y financieras normales, es decir, en ausencia de anomalías relevantes en la transmisión de la política monetaria, utiliza una serie de instrumentos convencionales:

- Operaciones de mercado abierto
- Facilidades permanentes
- Reservas mínimas

Las operaciones de mercado abierto son utilizadas por el BCE para inyectar liquidez a las entidades de crédito a un plazo dado a cambio de que éstas le entreguen durante ese período un activo financiero como garantía. Dentro de ellas, podemos destacar las Operaciones principales de financiación que son las más importantes y proporcionan la mayor parte de liquidez al sistema bancario, y de ellas resulta el tipo de interés de referencia de la política monetaria. Se realizan a través de subastas estándar<sup>19</sup>, que pueden ser a tipo de interés fijo o variable con una frecuencia y vencimiento

---

<sup>19</sup> Subastas donde pueden acudir todas las entidades de contrapartida, sean importantes o no.

semanal. Hasta antes del comienzo de la crisis, año 2008, las subastas realizadas por el BCE eran a tipo de interés variable (anunciando el tipo de interés mínimo al que va a prestar), de manera que los bancos pujaban, anunciando un listado de tipo de interés al que deseaban obtener la liquidez y el volumen de fondos correspondiente a cada tipo de interés. Estas operaciones eran utilizadas por el BCE para controlar la liquidez de la zona euro y con ello reconducir los tipos de interés del mercado monetario de corto plazo hacia un nivel próximo al del tipo mínimo de puja. De esta manera, utilizaba el mercado interbancario para distribuir la liquidez entre los bancos y para lograr el cumplimiento de las reservas mínimas exigidas. Pero con la llegada de las turbulencias financieras, sobre todo a finales de 2008, el mal funcionamiento del mercado monetario puso de manifiesto que el tipo de interés ya no sólo dependía del nivel de liquidez agregado neto, sino también de la distribución de esa liquidez entre los bancos y de las inyecciones por parte del BCE. Como consecuencia, tuvo que asumir el papel de intermediador bancario y decidió cambiar el tipo de subastas para facilitarse la tarea<sup>20</sup>.

El tipo de interés resultante de dichas subastas, es el oficial de la zona euro, cuyo nivel establece el propio BCE, ya que es el tipo de interés de referencia para la fijación del coste aplicado a los préstamos que los bancos conceden a los hogares y empresas, afectando a sus decisiones de consumo, ahorro e inversión. Estas decisiones determinan la producción y la demanda de una economía y por tanto, los precios.

Desde agosto de 2007 hasta octubre de 2008, el BCE no relajó su política monetaria sino que elevó sus tipos de interés de intervención en 25 puntos básicos en julio de 2008 por la aparición de posibles tensiones inflacionistas (medida que fue muy criticada posteriormente). Entre octubre de 2008 y mayo de 2009, es decir, en apenas siete meses, redujo sus tipos de interés oficiales a niveles históricamente bajos. El tipo de interés de las operaciones principales de financiación, que son las que proporcionan el grueso de liquidez al sistema bancario y de las que se obtiene el tipo de interés de referencia de la política monetaria de la eurozona, disminuyó en 325 puntos básicos, hasta el 1%. Dicho tipo, permaneció en este nivel tan bajo durante prácticamente dos años, incrementándose dos veces en abril y julio de 2011 en 25 puntos básicos hasta situarlo en el 1,50%, con el objetivo de contrarrestar riesgos alcistas para el principal objetivo del BCE, que es la estabilidad de precios.

---

<sup>20</sup> Véase Banco de España (07/2009).

Conforme avanzaba la crisis financiera, los problemas se agravaban cada vez más, provocando tensiones en los mercados financieros, y generando escasez de crédito por parte de los bancos. Por eso fueron necesarias dos nuevas reducciones de los tipos de interés en noviembre y diciembre de 2011 de 25 puntos básicos, dejándolos de nuevo en el nivel del 1% después de haber alcanzado niveles más altos en meses anteriores, ya que se estaba debilitando el ritmo de crecimiento económico de la eurozona.

Más tarde, en julio de 2012, el BCE decidió rebajar de nuevo los tipos por debajo del umbral del 1%, hasta alcanzar el 0,75%, un mínimo histórico en la eurozona. Esta bajada realizada por Draghi, fue debida al aumento de las presiones sobre la caída de la inflación, y además, de esta manera, permitía que el dinero fuera más barato para prestar y los bancos concedieran más crédito a empresas y familias, de forma que se volviera a reactivar la demanda interna y con ella el crecimiento. Pero fue en mayo y en noviembre del año 2013, cuando de nuevo el BCE decidió hacer dos nuevos recortes de tipos de interés situándolos a final del año en el 0,25% por los posibles riesgos de deflación existentes en la eurozona y por las bajas perspectivas de crecimiento en el medio plazo. Con esta rebaja de los tipos, se pretendía mantener la inflación estable durante un periodo prolongado de tiempo y disminuir la fortaleza del euro, ya que se encontraba muy apreciado con respecto al dólar.

Sin embargo, la tasa de inflación de la eurozona siguió registrando niveles por debajo del umbral del 1%. Con la entrada en el año 2014, la inflación volvió a caer de nuevo, pero experimentó un pequeño repunte en el mes de abril como consecuencia de la subida de precios en los servicios por el periodo vacacional de Semana Santa. El último dato conocido sobre esta variable es que ha caído en el mes de mayo situándose en el 0,5%, preocupando a los mercados. Como consecuencia de esta disminución, el BCE, en su última reunión del 5 de junio ha decidido bajar los tipos al 0,15%, situándolos en el nivel más bajo de su historia. Esta medida tan drástica ha sido necesaria tomarla debido a la caída experimentada en la inflación que hace aumentar el posible riesgo de deflación en la eurozona, y todo esto acompañado de un euro que sigue registrando niveles muy elevados con respecto al dólar.

Algunos expertos esperaban que el BCE redujera el tipo de interés hasta el 0,10%, pero está claro que no ha sido así debido a que ha optado por dejarse algo de margen de maniobra por si tuviera que aplicar más bajadas en el futuro. Estas sucesivas bajadas de los tipos oficiales, y sus efectos nulos sobre las variables macroeconómicas

hacen ver claramente la existencia de la llamada “trampa de liquidez” en la zona euro, porque los inversores (incluidos los bancos) prefieren atesorar su dinero en vez de prestarlo, ya que esperan que un futuro los tipos suban, y cuando esto suceda, lo invertirán y tendrán más rentabilidad. De manera que el dinero no llega al mercado y la trampa sigue existiendo.

En segundo lugar, otra de las medidas convencionales que lleva aplicando el BCE desde su creación en 1999, son las facilidades permanentes, con las que proporciona y absorbe liquidez a un día, controlando los tipos de interés y reduciendo su volatilidad. Existen dos facilidades permanentes: facilidad marginal de crédito y de depósito. Estos tipos de interés siempre evolucionan de manera paralela a los tipos de interés oficiales del Eurosistema. Durante los primeros años de la crisis financiera, 2007 y 2008, el tipo de interés de la facilidad marginal de depósito siempre ha estado un 1% por debajo del oficial, aumentando o disminuyendo al mismo compás. Pero esta diferencia se redujo con el estallido de la crisis de deuda soberana en Europa, cuando el BCE decidió bajar los oficiales al 1%, remunerando a los bancos sus depósitos con un tipo de interés del 0,25%. En ese momento, la distancia entre ambos se empezó a acortar pasando a 0,50% en mayo del año 2013, cuando Draghi decidió situar a las facilidades de depósito al 0%, es decir, a los bancos no se les iba a remunerar ningún interés por mantener su dinero en el BCE.

Sin embargo, la sorpresa estaba por llegar. En la última reunión del 5 de junio de 2014 del Consejo de Gobierno del BCE, y ante la ansiada espera de los agentes, Mario Draghi, anunció que el tipo de interés de las facilidades marginales de depósito pasaba a ser negativo y a adoptar un valor del -0,10%, de manera que los bancos deberán pagar, por primera vez en la historia, al BCE por mantener su dinero retenido. Con esta bajada, se pretende favorecer la circulación del dinero, en vez de tenerlo parado, con el fin de estimular el crédito y sobre todo, la transmisión de la política monetaria a la economía real.

En tercer lugar, están las reservas mínimas. El Eurosistema impone unas reservas mínimas obligatorias a las entidades de crédito establecidas en la zona euro. Esta exigencia es del 2% de sus pasivos computables<sup>21</sup> y debe cumplirse por término medio durante un periodo de mantenimiento de un mes. El BCE estableció esta medida con el objetivo de controlar los tipos de interés del mercado interbancario a un día, ya

---

<sup>21</sup> Los pasivos más líquidos de las entidades financieras y los depósitos de sus clientes con plazo máximo de dos años.



que con este promedio que impuso, controlaba las fluctuaciones diarias de liquidez. Lo que permitió esta medida fue evitar que el BCE tuviera que intervenir continuamente en el mercado monetario para regular los tipos y que se produjera un aumento de la financiación requerida del banco central, lo que le permitió controlar en mayor medida los tipos a través de operaciones regulares de inyección de liquidez<sup>22</sup>. Pero con la llegada de la crisis actual, era necesario que hubiera más dinero en circulación, de manera que el BCE consideró que estas exigencias eran excesivas ya que era preferible más crédito y menos dinero parado.

---

<sup>22</sup> Para más detalle boletín del Banco Central Europeo (1999, 2000).

### **3. MEDIDAS NO CONVENCIONALES IMPUESTAS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO**

El efecto producido en la economía real con la llegada de las turbulencias financieras, el colapso en los mercados monetarios y la disminución abrupta de los tipos oficiales hasta niveles fijos y próximos a cero, obligaron al BCE a soportar más carga de la necesaria, y tuvo que aplicar una serie de medidas de carácter no convencional complementarias a sus decisiones convencionales (descritas en el apartado anterior), las llamadas políticas de «apoyo reforzado al crédito».

Estas políticas no convencionales, o políticas de expansión monetaria cuantitativa, son una extensión natural de las operaciones convencionales del BCE que se llevan a cabo cuando, principalmente, los tipos de interés oficiales llegan a niveles muy bajos. En el caso de la Eurozona, dichas políticas están relacionadas con el sector bancario porque la financiación en la economía europea depende en gran medida de este sector, de manera que han sido dirigidas a apoyar el crédito, aumentando la provisión de liquidez a las entidades de crédito<sup>23</sup>.

#### **3.1. PRIMERA FASE: AMPLIACIÓN DE LOS MECANISMOS DE PROVISIÓN DE LIQUIDEZ (2007-2009)**

Con el estallido de la crisis financiera internacional, el BCE fue el primero de los bancos centrales en reaccionar a las disfunciones que se observaron en los mercados interbancarios. La desconfianza sobre el funcionamiento de los mercados monetarios y la actitud cautelosa por parte de algunas entidades financieras, provocaron una serie de problemas que obligaron a retomar el rumbo de las medidas.

|   |
|---|
| Operaciones a plazo más largo adicionales con vencimiento a 3 y 6 meses |
|---|

El exceso de demanda de liquidez generado por la desconfianza de los mercados y los bancos, obligó al BCE a aumentar el plazo medio de sus préstamos a través de dos operaciones a plazo más largo adicionales con vencimiento a 3 meses y otras dos con vencimiento a 6, para poder llegar a satisfacer esa demanda. Una de ellas se llevó a cabo el 23 de noviembre de 2007, y la segunda el 12 de diciembre, ambas por un importe de 60 mil millones de euros. Las otras dos operaciones con vencimiento mayor, se llevaron

---

<sup>23</sup> Esteve V. y Prats M.A. (2011).

a cabo en 2008, el 2 de abril y el 9 de julio, ambas por un importe de 25 mil millones. Pero esta medida adoptada por el organismo europeo no supuso una desviación del rumbo de su política monetaria, ya que la mayor parte de ese dinero era absorbido de nuevo por las entidades a través de la facilidad de depósito y sobre todo por aquellas que se negaban a prestar en los mercados. Sin embargo, significó el fin de una etapa caracterizada por actuaciones muy neutrales y moderadas por parte del BCE.

|  |
|--|
| Swaps en divisas: dólares y francos suizos |
|--|

Por otro lado, la crisis de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos provocó, en el transcurso de 2007, que los mercados de financiamiento de dólares comenzaran a mostrar signos de estrés. Con la quiebra de Lehman Brothers, las turbulencias financieras se intensificaron, quedando congelado el mercado interbancario de dólares y resultando mucho más caro para las entidades financieras obtener préstamos en esta moneda. Como consecuencia de todo esto, los bancos comerciales que mantenían sus reservas en bancos centrales extranjeros, entre ellos el BCE, comenzaron a retirar su dinero, para depositarlo en lugares más seguros o venderlo en el mercado de divisas para así ayudar a sus monedas depreciadas.

De esta manera, para solucionar el problema de la fuerte escasez de dólares, la Reserva Federal estableció una red de líneas swap temporales con diversos bancos centrales para incrementar la disponibilidad de su moneda en los mercados internacionales<sup>24</sup>.

Hacia mediados de 2007, los bancos europeos comenzaron a tener dificultades, necesitando un enorme financiamiento de dólares a corto plazo, entre 1 y 2,2 billones de dólares (estimaciones del Banco de Pagos Internacionales<sup>25</sup>). Por este motivo, en diciembre de 2007, la FED puso a disposición del BCE la cantidad de 20.000 millones de dólares (datos de la FED) a través de una línea recíproca de divisas por un plazo de seis meses, de manera que este dinero se pusiera a disposición de los bancos nacionales de los países miembros de la unión. Esta misma operación se repitió en septiembre-octubre de 2008, cuando se decidió ampliar la línea de swap con la Reserva Federal para mejorar de nuevo las condiciones de liquidez de dólares en los mercados de financiación y evitar el contagio de las tensiones a otros mercados financieros.

---

<sup>24</sup> Alexeenko G., Collen S. y Davidson C. (2012).

<sup>25</sup> BIS por sus siglas en inglés.

Por otra parte, la intensificación de las tensiones en los mercados financieros internacionales, también ocasionó presiones al alza, en octubre de 2008, en los tipos de los mercados monetarios a corto plazo en francos suizos<sup>26</sup>. De manera que aumentaron las necesidades de financiación de esta divisa, sobre todo en la zona euro, lo que llevó a que el BCE y el Banco Nacional Suizo acordaran una línea de swaps con un precio fijo y un vencimiento de sólo siete días, aunque más tarde se pasó a tres meses.

|  |
|--|
| Subastas a tipo de interés fijo y adjudicación plena |
|--|

Las dificultades y las presiones continuaban en los mercados financieros, pero con la quiebra del banco estadounidense Lehman Brothers, en la zona euro se abrió una nueva brecha en el mercado interbancario, provocada por la aversión al riesgo y la desconfianza entre las entidades financieras. Éstas dejaron de prestarse entre sí especialmente en operaciones interbancarias sin garantía. Además, debido al tipo de subasta que se había aplicado hasta el año 2008, la liquidez disponible por los bancos se había mermado, y si éstos no disponían de dinero suficiente para cumplir con sus requisitos mínimos, las actuaciones de política monetaria por parte del BCE no se transmitían a la economía real porque las entidades financieras preferían guardarse el dinero o bien para cumplir con el objetivo del 2% de reservas mínimas o bien en los depósitos del banco central, en vez de conceder préstamos a las empresas y familias. Como consecuencia de esta rotura del canal de transmisión del crédito, ni la demanda agregada ni el crecimiento se reactivaron, por lo que el BCE se vio prácticamente obligado a cambiar de método de subasta.

Para hacer frente a las dificultades generadas en este mercado, el BCE decidió, en su reunión del 8 de octubre de 2008, sustituir el sistema tradicional de subastas semanales a tipo de interés variable por subastas a tipo fijo con adjudicación plena. Con dicho cambio, las subastas dejaron de ser subastas ya que se transformaron en lo que algunos llamaron “barra libre”<sup>27</sup> de préstamos del BCE. Todas las peticiones realizadas por las entidades financieras se satisfacían al tipo de interés fijo establecido por la autoridad monetaria, siempre que dispusieran de colaterales necesarios para cubrir la solicitud. Desde su introducción se decidió mantenerla por lo menos hasta el 20 de enero de 2009 (datos del BCE), fecha en la que finalizaba el periodo de mantenimiento.

---

<sup>26</sup> Véase BCE (2008).

<sup>27</sup> Andreu J., Molina M.C. y Sardá S. (2011).

Además, se acordó aplicarla a las operaciones principales de financiación y a las operaciones a plazo más largo (incluidas las complementarias).

Con este nuevo método de subasta, el BCE pretendía que aumentara la liquidez entre los bancos y ayudar a las entidades de crédito de la zona euro a satisfacer sus necesidades de financiación a corto plazo, de modo que pudieran mantener la disponibilidad de crédito para las empresas y familias con tipos de interés accesibles, y de esta manera, el BCE demostraba que estaba dispuesto a hacer todo lo posible para evitar una crisis de liquidez. El gran problema de esta medida era que casi toda la liquidez que se daba era con vencimiento a corto plazo (una semana), y no se concedía prácticamente liquidez a largo plazo.

De modo que contribuyó a relajar las tensiones en los plazos cortos del mercado monetario y aumentó la concesión de créditos por parte de las entidades financieras ya que vieron que con este nuevo método, en el que se les concedía todo lo que solicitaban, podían cumplir con las exigencias de reservas y prestar a los particulares.

|   |
|---|
| Ampliación de la lista de activos admitidos como garantía |
|---|

Las tensiones financieras y la creciente demanda de liquidez originada a raíz de la crisis, comenzaron a provocar un aumento de la demanda de activos de calidad y una reducción del universo de activos de esa condición. De manera que para que el colateral no fuese una restricción y la gran oferta de liquidez llegase a la gran mayoría, el Consejo de Gobierno decidió en su reunión del 8 de octubre de 2008, que se ampliaba la lista de activos admitidos como garantía en las operaciones de crédito, y se introdujeron los siguientes activos:

- Instrumentos de deuda negociables denominados en otras divisas distintas del euro, es decir, el dólar estadounidense, la libra esterlina y el yen japonés, emitidos en la zona euro. Estaban sujetos a un recorte de valor (llamado *haircut* en inglés) unificado del 8%.
- Los créditos sindicados denominados en euros, que se rigen por la ley de Reino Unido.
- Los instrumentos de deuda emitidos por las entidades de crédito siempre que se negociaran en determinados mercados no regulados que el BCE consideraba aceptables. Se les aplicó un recorte de valor del 5%.

- Los instrumentos de renta fija subordinados cuando estuvieran protegidos por una garantía aceptable.

Además, decidió rebajar el umbral de rentabilidad crediticia de los activos negociables y no negociables, con la excepción de bonos de titulación de activos (ABS por sus siglas en inglés).

Como consecuencia de la aplicación de esta medida, se consiguió rebajar los tipos de interés del mercado interbancario y relajar las tensiones creadas en los mercados respecto a la política de colateral del BCE. También supuso un gran aumento del volumen de las operaciones realizadas por las entidades de crédito para asegurarse un exceso de liquidez que acababa siendo reconducido de nuevo al Eurosistema a través de la facilidad de depósito. De esta manera, a pesar de aumentar el volumen de este tipo de operaciones, la medida no causó gran impacto ya que los efectos no se transmitían a la economía real, sino que volvían de nuevo a su origen, generando un aumento del tamaño del balance del BCE<sup>28</sup>.

|   |
|---|
| Programa de adquisición de bonos garantizados |
|---|

De manera complementaria a la moderación de la política de colateral y después de los efectos observados por dicha medida, en la reunión de mayo de 2009, el Consejo de Gobierno acordó iniciar la ejecución del programa de adquisiciones de bonos garantizados admisibles<sup>29</sup>, por un importe de 60 mil millones de euros (datos del BCE), con el objetivo de ayudar a mejorar la liquidez de una parte importante del mercado de deuda privada afectada por la crisis, y generar unas condiciones de financiación más favorables para las entidades y sus clientes. Su principal finalidad era mejorar la liquidez del mercado hipotecario que tan fuertemente perjudicado se había visto con la crisis, y que hasta ese momento era el que proporcionaba una gran cantidad de fondos mayoristas a los bancos europeos, para reactivar a dicho mercado y que no acabara afectando en gran medida, por ejemplo, al mercado de crédito.

Por este motivo, el mercado de bonos garantizados, se revitalizó con la puesta en marcha de dicho programa. Desde septiembre de 2008, la actividad en el mercado primario<sup>30</sup> estaba casi paralizada, mientras que la emisión de bonos aumentó

---

<sup>28</sup> Véase Banco de España (06/2009)

<sup>29</sup> *Covered Bonds* en inglés

<sup>30</sup> Aquel en los que los activos financieros intercambiados son de nueva creación, los oferentes de títulos en el mercado son las entidades necesitadas de recursos financieros y que acuden a este mercado a emitir sus títulos, por el

considerablemente en mayo de 2009, coincidiendo con el anuncio del Eurosistema de su programa. Desde que se estableció esta medida, en julio de ese mismo año, se incrementó la actividad en los mercados primarios de España, Francia y Alemania y en otros países donde la actividad en los mercados era bastante limitada como Italia, Portugal y los Países Bajos. Por otra parte, el mercado secundario<sup>31</sup> experimentó una leve mejoría a raíz del establecimiento del programa, pero de una manera más limitada.

Los participantes en dichos mercados, aseguraron que el tipo de interés de los inversores se decantó más hacia las compras de bonos (desde el anuncio del programa en mayo de 2009) que hacia las ventas, tal y como se había dado hasta ese momento. Además, los diferenciales (frente al tipo *swap* correspondiente) se redujeron como consecuencia del aumento de la demanda de este tipo de instrumentos por parte de los inversores<sup>32</sup>.

|  |
|--|
| Operaciones a plazo más largo adicionales con vencimiento a 12 meses |
|--|

En ese mismo año, 2009, el BCE decidió de nuevo ampliar el vencimiento de sus operaciones a plazo más largo, establecidas hasta ahora con un plazo de 6 meses, para satisfacer la gran demanda de liquidez que las entidades de crédito seguían requiriendo. Para ello, en mayo de 2009, estableció el vencimiento de dichas operaciones en 12 meses para intentar cubrir las necesidades de las entidades financieras y lograr un mejor control de la política monetaria. De nuevo esta medida, solamente sirvió para satisfacer la demanda de los bancos porque con ese dinero conseguían alcanzar las reservas mínimas exigidas, pero esa mayor liquidez no llegaba a la economía real ni se transformaba en una mayor oferta de crédito ya que era reabsorbida de nuevo por el Eurosistema a través de las facilidades marginales de depósito.

El marco operativo de la política monetaria demostró tener una gran flexibilidad para actuar en condiciones adversas, ya que solamente fue necesario acomodar los instrumentos ya disponibles a dichas condiciones.

Todas ellas contribuyeron a mejorar la transmisión de la política monetaria a la economía real, generando reducciones significativas en los diferenciales de tipos de interés entre países, mejorando las condiciones de liquidez y la volatilidad de los

---

lado de los demandantes se encuentran los inversores, que con excedentes de recursos financieros acuden a estos mercados a adquirir títulos.

<sup>31</sup> Una parte del mercado financiero de capitales dedicado a la compraventa de valores que ya han sido emitidos en una primera oferta pública o privada, en el denominado mercado primario.

<sup>32</sup> Boletín BCE (Julio 2009).

mercados interbancarios. Además, debido a la gran cantidad de liquidez inyectada tras la implementación de las medidas no convencionales, muchas entidades financieras consiguieron cumplir anticipadamente las exigencias mínimas de reservas<sup>33</sup>. Como consecuencia de los resultados positivos obtenidos tras su implementación, y la notable mejoría obtenida en las condiciones financieras, en la segunda mitad de 2009, se decidió empezar a retirar algunas de ellas. A continuación se ofrece una tabla en la que se muestra el total de liquidez inyectada al sistema a lo largo de la primera fase.

TABLA 3.1. Principales operaciones realizadas en la primera fase (2007-2009).

| Operación                                      | Moneda | Fecha de realización | Vencimiento | Importe (millones de €) |
|--|--------|----------------------|-------------|-------------------------|
| OFPML complementaria                           | Euros  | 23/11/2007           | 3 meses     | 60.000                  |
| OFPML complementaria                           | Euros  | 12/12/2007           | 3 meses     | 60.000                  |
| Línea de swaps en dólares (convertido a euros) | Euros  | 17/12/2007           | 6 meses     | 14.800                  |
| OFPML complementaria                           | Euros  | 02/04/2008           | 6 meses     | 25.000                  |
| OFPML complementaria                           | Euros  | 09/07/2008           | 6 meses     | 25.000                  |
| CBPP   | Euros  | 06/05/2009           | 2 años      | 60.000                  |
| OFPML complementaria                           | Euros  | 25/06/2009           | 12 meses    | 442.240                 |
| <b>TOTAL</b>                                   |        |                      |             | <b>687.040</b>          |

FUENTE: Elaboración propia con datos del BCE.

### 3.2. SEGUNDA FASE: ACTUACIÓN ANTE EL IMPACTO DE LA CRISIS DE DEUDA SOBERANA (2009-2011)

Después de los buenos resultados obtenidos hasta la primera mitad del año 2009, fue en el otoño de ese mismo año, cuando empezaron a aparecer de nuevo tensiones en los mercados provocadas por el estallido de la crisis de deuda soberana de la zona euro. En un primer momento, los desequilibrios presentados en las cuentas públicas de Grecia no tardaron en poner en cuestión la sostenibilidad de la deuda de dicho país, y el BCE se vio obligado a finalizar el proceso de retirada de medidas no convencionales y a diseñar nuevos instrumentos de política monetaria que ayudaran a la zona euro a superar las perversas condiciones que en ese momento comenzaban a surgir.

#### Programa para el Mercado de Valores (SMP)

Debido a la aparición de preocupantes desequilibrios en las cuentas públicas helenas, y a las dificultades patentes en los mercados de bonos soberanos de ciertos

<sup>33</sup> Consultar Banco de España (06/2009)



países de la zona euro, el BCE se planteó introducir nuevas medidas no convencionales que ayudaran a solucionar los recientes problemas acaecidos y sobre todo a mejorar el deterioro del mecanismo de transmisión de la política monetaria causado por las tensiones en el mercado de deuda pública.

Como aseguró González Páramo (2012), miembro del Comité Ejecutivo del BCE, en primer término, a través del canal de los precios, se distorsiona el “tipo de interés sin riesgo” que es referencia para la determinación de precios de activos en los demás mercados. La caída del valor de las carteras de bonos soberanos afecta a los balances de los bancos, y reduce, por el canal de la liquidez, el valor de la deuda pública como activo de garantía. Además, la excesiva volatilidad de los precios de los bonos puede forzar a los inversores a deshacerse de los títulos de deuda pública en sus balances y hacer así más difícil la labor de los creadores de mercado. Todos estos canales afectaron a la capacidad de los bancos y otros participantes de desempeñar su función en la transmisión de la política de tipos de interés del banco central, pues redujeron su papel de intermediación y forzaron una contracción del crédito.

Tras la aparición de los nuevos desequilibrios, en mayo de 2010, el BCE introdujo el Programa para el Mercado de Valores (SMP por sus siglas en inglés), un programa con carácter temporal y limitado para comprar valores de deuda en los mercados secundarios. La adquisición de títulos de deuda no se realizó en mercados primarios ya que lo prohíben los estatutos del BCE, por eso se llevó a cabo de manera indirecta en mercados secundarios. El objetivo de la creación de dicho programa, a diferencia del *quantitative easing* (QE) de la FED, era impedir que las tensiones se expandieran al resto de países de la unión, reconducir el mecanismo de transmisión de la política monetaria e incrementar la liquidez en determinados segmentos del mercado en función de la estrategia de intervención.

Pero tal y como funcionaba este programa se podía producir una expansión excesiva de la base monetaria, por lo que las compras en los mercados secundarios se esterilizaron con operaciones semanales de drenaje. Al comienzo, se adquirió deuda soberana de Grecia, pero posteriormente se ha utilizado en varias ocasiones para adquirir deuda de otros países. La implantación de este programa supuso un alivio para aquellos países que presentaban grandes dificultades en sus cuentas públicas, es decir, ayudó a retrasar la bancarrota de todos ellos pero no la crisis en la que se encontraban inmersos.

### Swaps en divisas: dólares y libras esterlinas

En mayo de 2010, debido principalmente al rebrote de las tensiones en la financiación en dólares a corto plazo en Europa, la Reserva Federal reabrió la línea de swap en dólares con el BCE para mejorar de nuevo las condiciones de liquidez en los mercados financieros y evitar el contagio de las tensiones a otros mercados. El ex presidente del BCE, Jean Claude Trichet, anunció que se llevarían a cabo a través de subastas semanales con tipo de interés fijo y adjudicación plena.

Además, y debido al estallido de la crisis irlandesa, el BCE acordó con el Banco de Inglaterra establecer una línea de swap en libras esterlinas para satisfacer la potencial demanda europea de esta divisa.

### Programa de adquisición de bonos garantizados 2

Desde la segunda mitad del año 2010, las condiciones de financiación de las entidades de crédito seguían empeorando, de manera que el Consejo de Gobierno decidió implantar, el 7 de octubre de 2010, un segundo programa de adquisición de bonos garantizados (CBPP2) para mantener el refuerzo de la provisión de liquidez. Dicha medida era prácticamente similar a la anterior pero con un objetivo menor, ya que esta vez, se implantó un volumen de 40 mil millones de euros (datos del BCE), a diferencia de los 60 mil millones del programa anterior.

Los resultados de este nuevo mecanismo de inyección de liquidez, no fueron los esperados debido a que concluyó con un volumen adquirido de 16 mil millones de euros. Este resultado puso de manifiesto lo innecesaria que fue la implantación de este programa, ya que el mercado privado de bonos garantizados se encontraba en buenas condiciones. Además, las emisiones de este tipo de bonos con garantía en el mercado primario, esta vez fueron muy escasas y no ayudaron a reducir los diferenciales de tipos de interés ni a estimular el mercado primario.

Después de la implantación del paquete de medidas no convencionales durante esta segunda etapa, las dificultades siguieron siendo persistentes en los mercados de deuda y continuaron las dificultades para lograr los objetivos de consolidación fiscal y las exigentes reformas. Los grandes problemas, acaecidos sobre todo en la economía griega, obligaron a una reestructuración de la deuda soberana por parte del sector privado, pero la posibilidad de que los inversores privados asumieran pérdidas generó un cambio fundamental en la percepción del riesgo y contribuyó a aumentar las primas

de riesgo de los países más vulnerables, dando lugar con ello al final de lo que podríamos llamar “la segunda etapa”.

TABLA 3.2. Principales operaciones realizadas en la segunda fase (2009-2011).

| Operación  | Moneda | Fecha de realización | Vencimiento  | Importe (millones de €) |
|--|--------|----------------------|--------------|-------------------------|
| Segunda línea de swap en dólares (convertida en euros) | Euros  | 10/05/2010           | 1/3 años     | 24.420                  |
| CBPP2  | Euros  | 07/10/2011           | 2 años       | 40.000                  |
|  |        |                      | <b>TOTAL</b> | <b>64.420</b>           |

FUENTE: Elaboración propia con datos del BCE.

### 3.3. TERCERA FASE: FASE SISTÉMICA Y FRAGMENTACIÓN FINANCIERA (2011-2014)

El proceso de reestructuración de la deuda griega generó una gran incertidumbre en los mercados desde mediados de 2011. El aumento de la inestabilidad, acompañado por la interacción entre los riesgos soberanos y bancarios, provocó grandes dificultades en los bancos de los países sometidos a tensiones para obtener financiación en los mercados mayoristas a un coste razonable.

#### Reactivación del Programa para el Mercado de Valores (SMP)

Como consecuencia del agravamiento de las tensiones de deuda soberana, en julio de 2011, el BCE decidió reactivar el SMP con intervenciones de mayor envergadura que las realizadas con anterioridad en 2010. Desde finales de marzo de 2011, no se había efectuado ninguna compra en el marco de dicho programa, pero fue a raíz de la aparición de los problemas soberanos cuando se decidió aplicar de nuevo el programa manteniendo las modalidades del anterior: las compras de deuda pública por parte del BCE estaban limitadas a los mercados secundarios, los efectos de provisión de liquidez de las compras de bonos llevadas a cabo en virtud de este programa quedaron totalmente esterilizados mediante operaciones específicas de absorción de liquidez, y este programa, como todas las demás medidas de política monetaria no convencionales, era de carácter temporal<sup>34</sup>.

<sup>34</sup> Véase Informe Anual BCE (2011).

Gracias a la reactivación del programa, a finales de 2011, el saldo vivo de los bonos adquiridos a raíz de este programa ascendía a 211,4 miles de millones de euros (datos del BCE). Sin embargo, los mercados de emisión de deuda bancaria se fueron cerrando cada vez más a lo largo del otoño de ese mismo año.

|   |
|---|
| Operaciones de inyección masiva de liquidez |
|---|

Los riesgos relacionados con el sistema bancario se hicieron cada vez más fuertes, y empezaron a surgir problemas con las posibles insolvencias bancarias y una probable contracción del crédito, que podrían desencadenar en graves repercusiones para la estabilidad financiera y fuertes efectos recesivos.

Como consecuencia de ello, el BCE decidió tomar nuevas medidas relacionadas con las operaciones a plazo más largo<sup>35</sup>, para facilitar la financiación del sistema bancario y estimular la oferta de crédito por parte de las entidades financieras. Dichas operaciones, que forman parte de los instrumentos convencionales del sistema dentro de las operaciones de mercado abierto, siempre han jugado un papel muy importante en la actuación del BCE. La decisión que tomó el Consejo de Gobierno en diciembre de 2011, fue la de llevar a cabo dos operaciones de liquidez a tipo fijo con vencimiento a tres años, algo que no se había hecho nunca hasta entonces, además de ir acompañadas de importes de liquidez masivos nunca utilizados hasta el momento.

- En la primera de ellas que se llevó a cabo el 21 de diciembre de 2011 y vencimiento 29 de enero de 2015, se adjudicaron 489.190,75 millones de euros, a un total de 523 entidades solicitantes (datos del BCE).
- En la segunda, que se realizó el 29 de febrero de 2012 y vencimiento 26 de febrero de 2015, se adjudicaron 529.530,81 millones de euros, a un mayor número de entidades, 800 (datos del BCE).

La utilización de estas operaciones con vencimiento a tres años, fue el instrumento que más impacto tuvo sobre la expansión de liquidez, provocando un alivio de las tensiones en el sector bancario. Sin embargo, esta medida no empujó a que las entidades financieras aumentaran el crédito al sector privado<sup>36</sup>. Dicha liquidez fue destinada principalmente a las compras de deuda soberana, provocando con ello un alivio de la prima de riesgo. Sin embargo, otra parte, fue utilizada para depositarla en las

---

<sup>35</sup> Operaciones de inyección de liquidez con vencimiento trimestral.

<sup>36</sup> Informe anual BCE (2012).

cuentas que los bancos tienen en el BCE (facilidades de depósito), de manera que el dinero volvió, en parte, a manos del BCE. En definitiva, estas masivas inyecciones de liquidez supusieron un alivio de las tensiones en el sector crediticio, pero no resolvieron los grandes problemas de solvencia padecidos por las entidades de crédito, ni los desequilibrios que provocaban la inestabilidad de la Eurozona, ni la sequía de liquidez que sufría el sector privado.

|   |
|---|
| Segunda ampliación de la lista de activos admitidos como garantía |
|---|

Junto con la implantación de las dos inyecciones de liquidez con vencimiento a tres años, en su reunión del 8 de diciembre de 2011, el BCE, tal como explica su informe anual de 2012, decidió aumentar la disponibilidad de activos de garantía, reduciendo el umbral de calificación crediticia requerido para determinados valores respaldados por activos (ABS) y permitiendo, como solución temporal, que los bancos centrales nacionales aceptaran como activos de garantía préstamos al corriente de pago adicionales que cumplieran determinados criterios de selección.

Este segundo programa compartía con el primero el objetivo de aliviar las condiciones de financiación, y alentar a las entidades de crédito a mantener o ampliar la concesión de créditos a empresas o familias, con la finalidad de aumentar la liquidez disponible para estimular el consumo, la inversión y la demanda agregada.

Pero de nuevo volvió a surgir el problema de no transmisión de la política monetaria a la economía real. A pesar de las constantes inyecciones de liquidez realizadas por el BCE y de las facilidades prestadas a los bancos para conceder más crédito, el gran riesgo se encontraba en que dichas entidades financieras, una vez que obtenían el dinero, en vez de prestarlo, lo guardaban para cumplir con el nivel de reservas mínimo o bien lo depositaban en el BCE, de manera que lo que tenía que intentar la autoridad monetaria era convencer a los bancos de que el mejor camino para salir de los problemas financieros, era aumentar esa oferta de crédito que tantos agentes privados estaban esperando.

|  |
|--|
| Modificación del coeficiente de reservas mínimas |
|--|

Otra de las decisiones aprobadas por el Consejo de Gobierno en su reunión del 8 de diciembre de 2011, fue la modificación a la baja el coeficiente de reservas mínimas, siendo uno de los instrumentos convencionales que no habían sido modificados hasta el momento desde el comienzo de la crisis. La reducción del coeficiente del 2% al 1%,

llevó consigo una inyección de liquidez a las entidades financieras que estaban sometidas a dicho coeficiente por el importe de la reducción de la exigencia<sup>37</sup>. Pasaron de un importe de 208 mil millones de euros en el año 2011 a 106 mil millones de euros en 2012 (datos del BCE). Con esta medida, se pretendía fomentar de nuevo el crédito y que las entidades dejaran de retenerlo en sus cuentas para prestarlo a los agentes. Sin embargo, fue obvio que este instrumento había perdido importancia desde el comienzo de la crisis. Si su principal objetivo era estabilizar los tipos de interés del mercado monetario a un día, y se había perdido la transmisión monetaria a través del canal de los tipos de interés, carecía de sentido seguir manteniendo dicho coeficiente, ya que lo más acertado hubiera sido situarlo en el 0% o suprimirlo (como ya había hecho el Banco de Inglaterra desde el comienzo de la crisis).

Todas las medidas adoptadas hasta este momento contribuyeron a relajar las tensiones en los mercados. Sin embargo, la fragmentación financiera originada en la zona euro a raíz de la crisis de deuda soberana continuó aumentando con fuerza, de manera que se intensificaron las salidas de capitales de los países con dificultades como España, Grecia o Portugal, pero en otros como Alemania, aumentaron las entradas.

De nuevo volvió a surgir la presión sobre las primas de riesgo de los países con mayores dificultades y con ello las dudas sobre la estabilidad de la moneda única.

|   |
|---|
| Operaciones monetarias de compraventa (OMC) |
|---|

Para poder evitar posibles escenarios demasiado desfavorables para la unión, el BCE se vio obligado a tener que tomar nuevas medidas no convencionales para poder acabar con los peligros de un agravamiento de la fragmentación financiera en la zona euro. Tras su reunión del 6 de septiembre de 2012, el BCE anunció la realización de operaciones monetarias de compraventa (OMC u OMT) en los mercados secundarios de deuda soberana, destinadas a salvaguardar la adecuada transmisión de la política monetaria y el carácter único de dicha política. Con la implantación de estas nuevas operaciones, Draghi daba por finalizado el Programa para el Mercado de Valores (SMP). Su objetivo principal era preservar los mecanismos de transmisión de la política monetaria de la zona euro, de manera que se mantuviera la estabilidad de precios y que no surgiera ningún desajuste importante que la pudiera poner en peligro. El programa

---

<sup>37</sup> Prats M.A. (2012).

contenía varios puntos clave que lo diferenciaban claramente del Programa para el Mercado de Valores, que eran<sup>38</sup>:

- Compras simples en los mercados de bonos soberanos centradas en los vencimientos entre uno y tres años.
- No se establecen límites predefinidos.
- Condicionalidad estricta y efectiva de que el estado miembro afectado, haya solicitado previamente ayuda del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) o el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE)<sup>39</sup>, con la posibilidad de que realicen compras en el mercado primario de valores.
- El Consejo de Gobierno decidirá sobre el comienzo, la continuación y la suspensión de las OMC a su discreción y actuando de conformidad con su mandato de mantener la estabilidad de precios.
- Esterilización íntegra de la liquidez generada mediante las OMC.

Para asegurar la eficiencia del programa, se estableció que el volumen de las intervenciones sería, en principio, ilimitado. El anuncio de estas operaciones contribuyó a relajar las tensiones de los mercados financieros y a reducir la gran incertidumbre existente en dichos mercados, que tanto ha lastrado la confianza y el clima económico. Además, y a pesar de no haberse implantado hasta ahora (2014), marcaron un punto de inflexión en la evolución de las primas de riesgo de los países con dificultades, generando el comienzo de un nuevo ciclo de sucesivas bajadas de las mismas (Ver gráfico 1.2. en la página 13).

|                  |
|------------------|
| Forward Guidance |
|------------------|

El 4 de julio de 2013 el BCE decidió adoptar una nueva medida no convencional, basada en una nueva política de comunicación, conocida como la estrategia “*Forward Guidance*”. Según Hubert y Labondance (2013) esta estrategia consistía en anunciar no sólo las decisiones que la autoridad monetaria tomaba en cada momento, sino las que esperaba adoptar en los meses siguientes, tanto en lo referido al tipo de interés como a otros instrumentos como las compras de activos o el tipo de interés de depósito. Con dicha medida, pretendía que los tipos de interés de la zona euro permanecieran en los niveles presentes en aquel momento o más bajos por un periodo

<sup>38</sup> Para más detalle, véase el programa de política monetaria en la página web del BCE.

<sup>39</sup> Dispositivo provisional de asistencia financiera creado por los Estados Miembros y el FMI.

extenso. Lo que se intentaba conseguir con esta política era clarificar la visión de la situación económica y reafirmar el compromiso con la estrategia monetaria expansiva. De esta manera, se pretendía afectar, vía expectativas, a la estructura temporal de los tipos de interés, para llegar a los tipos a largo plazo ya que son los que realmente influyen en las decisiones de consumo e inversión de los agentes de la economía<sup>40</sup>.

Draghi afirmó que la estrategia estaba teniendo éxito desde el momento en que se puso en marcha ya que había contribuido a la reducción de la volatilidad de los tipos de interés del mercado monetario y de la sensibilidad de éstos a noticias que no suponen un gran cambio.

|                                      |
|--------------------------------------|
| Ampliación de las rondas de liquidez |
|--------------------------------------|

En la actualidad, las tensiones en los mercados continúan y siguen existiendo problemas con la oferta de crédito por parte de las entidades financieras. Como consecuencia de esto, el BCE decidió en su última reunión del 5 de junio de 2014, que realizaría una nueva operación a plazo más largo en la que prestaría el dinero con un tipo de interés fijo de 0,1 puntos porcentuales por encima del tipo oficial, que en esa misma reunión se redujo al 0,15%, y con un vencimiento de cuatro años.

Los bancos podrán solicitar inicialmente la cantidad total de 400.000 millones de euros (datos del BCE). El dinero sólo se prestará en caso de que se destine a préstamos a empresas y familias (excluyendo hipotecas). Si una vez que el dinero ha sido concedido, no se utiliza con la finalidad adecuada, tendrá que ser devuelto en un plazo menor de tiempo, y si por el contrario, se destina a familias y empresas, las magnitudes futuras prestadas por parte del BCE se determinarán en base a su capacidad para aumentar el crédito a las empresas. Pero el principal problema de esta medida se encuentra en la posibilidad de poder analizar si las entidades de crédito destinan el dinero que se les ha sido prestado a empresas y familias. Es un proceso difícil ya que sería necesario realizar un análisis a los bancos para poder comprobar si están cumpliendo con su palabra, y se sabe perfectamente, que cuanto más complicada sea una medida, menos se aplicará en la práctica. Por tanto, es necesario, y las entidades financieras lo están esperando, que Mario Draghi aclare el verdadero proceso que se llevará a cabo para realizar este seguimiento, y que el dinero acabe llegando a la economía real.

---

<sup>40</sup> Boletín BCE (Julio 2013).



## Un suave QE estadounidense a la europea

Otra de las medidas no convencionales que el presidente del BCE anunció en su reunión del 5 de junio de 2014, fue que se han comenzado los trabajos para preparar el terreno de la compra de los llamados activos respaldados con deuda a empresas (ABS<sup>41</sup>). Lo que significa que el BCE comprará paquetes de préstamos a empresas, permitiendo así que los bancos den esos créditos sin engordar en exceso su balance ni incurrir en grandes riesgos<sup>42</sup>. Se lleva mucho tiempo hablando de la posibilidad de que el BCE lleve a cabo una política monetaria similar a la que el banco de los Estados Unidos, la FED, ha realizado en los últimos años, el llamado *Quantitative Easing* (QE). Además, todos sus homólogos, tanto el japonés, británico como el norteamericano, ya han aplicado políticas monetarias de este tipo, inyectando ingentes cantidades de dinero a cambio de la compra de diferentes variedades de activos, tanto públicos como privados. Por eso, según varios analistas, podríamos estar ante “un primer paso” de la aplicación de un QE a la europea, a pesar de que faltan muchos datos por conocer aún sobre esta nueva política aplicada por Draghi.

TABLA 3.3. Principales operaciones realizadas en la tercera fase (2011-2014).

| Operación            | Moneda | Fecha de realización | Vencimiento | Importe (millones de €) |
|----------------------|--------|----------------------|-------------|-------------------------|
| OFPML complementaria | Euros  | 21/12/2011           | 3 años      | 489.190,75              |
| OFPML complementaria | Euros  | 29/02/2012           | 3 años      | 529.530,81              |
| OFPML complementaria | Euros  | Sep-Dic/2014         | 4 años      | 400.000                 |
| <b>TOTAL</b>         |        |                      |             | <b>1.418.722</b>        |

FUENTE: Elaboración propia con datos del BCE.

En definitiva, la aplicación de estas medidas no convencionales por parte del BCE ha tenido varias consecuencias, entre las que destacan:

1. La relajación del “principio de separación” entre la formulación y la ejecución de la política monetaria.
2. La mayor estabilización del sector financiero.
3. El papel más destacado del BCE como intermediario entre las instituciones financieras de la Eurozona.

<sup>41</sup>En inglés *Asset Backed Securities*

<sup>42</sup> Consultar Barley R. (2014)

## **4. EL RETO PARA AFRONTAR Y SUPERAR LA CRISIS. EXPECTATIVAS DE FUTURO**

El sistema económico de la Eurozona lleva casi seis años sufriendo una crisis, la que posiblemente haya sido la más dura de su historia. A lo largo de este periodo de tiempo, han sucedido muchos acontecimientos que han hecho que el BCE haya tenido que cambiar la orientación de su política monetaria en numerosas ocasiones.

### **4.1. PERSPECTIVA DE LA SITUACIÓN ACTUAL**

A pesar de todo lo ocurrido, y de todas las medidas (convencionales y no convencionales) que se han ido tomando, nos encontramos aún inmersos, aunque no tan profundamente, en la segunda “Gran Recesión” que ha provocado que la economía mundial se tambalee. Sin embargo, desde el segundo semestre de 2013, parece que la economía europea está empezando a repuntar, las condiciones monetarias son ahora más propicias que en años anteriores, lo que ha provocado que aumente la confianza en los mercados, y con ello la demanda interna reflejada sobretudo en un aumento del consumo por parte de los hogares y más levemente en un aumento de la inversión. No obstante este leve repunte de la demanda no es suficiente para empujar el crecimiento, debido a que siguen existiendo grandes lastres en la economía europea como la fragmentación financiera, la escasez de crédito y la elevada carga de la deuda empresarial.

En cuanto a términos de inflación, cabe destacar que en la zona euro, se ha visto reducida desde finales de 2011 por debajo del 1% (datos del FMI) hasta llegar a los niveles tan bajos de mayo de 2014 (0,5%), sin olvidar que la evolución de dicha variable, ha sido acompañada de un período prolongado de tasas de interés situadas en niveles muy bajos y de una política monetaria acomodaticia<sup>43</sup>. Todos estos factores ponen de manifiesto que siguen existiendo una serie de debilidades que hacen que la recuperación de la Eurozona se retrase.

Los riesgos a la baja para el crecimiento de la zona euro siguen existiendo, y debido a esto, se necesitan más medidas de política para acabar con esta situación. Una

---

<sup>43</sup> Es una política aplicada para estimular la economía, aumentando la oferta de dinero, y por tanto, la cantidad de dinero disponible para que presten los bancos. Esto es debido a las bajadas de los tipos de interés, haciendo más barato el dinero, y siendo más atractivo para los prestatarios ya que al endeudarse menos, gastan más. (Rankia, comunidad financiera).

de las preocupaciones más importantes en este momento, es si el saneamiento y la reforma del sector bancario que se pretende, serán suficientes para llegar a solucionar la reciente fragmentación financiera y restablecer la confianza en los mercados financieros. Otro de los problemas que la economía de la zona euro está sufriendo en estos momentos, es la baja tasa de inflación, acompañada por los riesgos de una posible deflación en caso de que se produzcan shocks adversos de la actividad. Si la inflación se sigue manteniendo en los niveles tan reducidos como hasta ahora, esto puede provocar una reducción de las expectativas inflacionarias de los agentes a más largo plazo, lo que provocaría un alza de las tasas de interés reales, se agravaría la carga de la deuda soberana y el consumo se vería reducido. Por eso, la principal preocupación de la Eurozona es que puede llegar un momento en el que la política monetaria se vea limitada a la hora de reducir más los tipos de interés para poder evitar la posible deflación.

En mayo de 2014, la inflación en la zona euro se situó en torno al 0,5%, y a pesar de tratarse de niveles tan bajos, los precios siguen creciendo poco, pero lo siguen haciendo. Además, las empresas siguen compitiendo y manteniendo precios porque saben que aunque la demanda esté baja, tienen que intentar mantener a los clientes (entrevista personal de *El Mundo* a Simon Tilford, del Centre for European Reform, 17 de noviembre de 2013). Ya sabemos, que la inflación europea es muy dependiente de los precios de la energía, y entre ellos de los precios del petróleo. La caída de los precios del crudo, acompañado por la caída de precios de otras materias primas, favorece el surgimiento de la deflación. Si a esto le añadimos, la caída del valor de las monedas de muchos países a los que exportamos, debido a la política monetaria aplicada por la Reserva Federal, provoca que los productos importados sean más baratos y se favorezca de nuevo dicho fenómeno. A pesar de todo esto, a lo largo del primer trimestre de este año (2014), se produjo un tímido crecimiento del PIB de la eurozona del 0,2%, lo que puede provocar de nuevo un aumento de la demanda de bienes básicos de consumo, manteniendo los niveles de precios y evitando el riesgo de deflación.

En caso de que entráramos en una situación de deflación, se plantearía un escenario bastante complicado. Las empresas lucharían por vender en un ambiente de poca demanda, y bajarían los precios para poder facturar más. De esta manera, las bajadas en precios, repercutirían en los costes, incluidos los laborales, lo que provocaría

una caída de los mismos y de los salarios. Dicha caída, generaría una menor demanda de consumo dando lugar a un círculo vicioso del que sería muy complicado salir.

Pero además, en este escenario, y a pesar de que las empresas bajarían precios, sus deudas seguirían siendo las mismas generando unos menores ingresos para los mismos gastos. Los bancos también se verían afectados, debido a que las empresas no les devolverían el dinero de los créditos prestados y empezarían a tener graves problemas.

## **4.2. POSIBLES SOLUCIONES**

Hasta ahora han sido muchas las medidas aplicadas por el BCE que han conseguido mejorar el curso de ciertas variables macroeconómicas, sin embargo, la situación actual sigue siendo preocupante. Si queremos que la economía europea vuelva a repuntar y tengamos un ritmo de crecimiento elevado, el BCE tiene que actuar dejando de lado la postura conservadora que siempre ha adoptado y empezar a tomar medidas más arriesgadas.

Debido a que nos encontramos inmersos en la trampa de la liquidez, una nueva bajada de los tipos de interés oficiales desde el actual 0,15% hasta aproximadamente un 0,10% no ayudaría a animar más el crédito por parte de los bancos hacia el sector privado de la economía, ya que los efectos de la política monetaria ya no llegan a la economía real. Sin embargo, una de las medidas acordadas en su última reunión del 5 de junio de 2014 de realizar inyecciones de liquidez masiva a las entidades financieras a través de dos subastas con vencimiento de cuatro años, exigiéndoles unos controles adicionales, para asegurarse de que el crédito que reciben es para prestarlo al sector privado, podría conseguir que el dinero prestado llegara hasta las empresas y hogares, de manera que se estimule el crecimiento auto sostenido de la economía.

Como muchos analistas esperaban, en el mes de mayo de este año, se produjo una caída de la inflación de la zona euro desde el 0,7% que había alcanzado en el mes de abril, hasta el 0,5% en mayo (datos del BCE). Según anunció el presidente, un QE en Europa sería aplicable en caso de que la inflación siguiera registrando caídas, de manera que en su reunión más reciente celebrada el 5 de junio de 2014, se acordó empezar a realizar un “suave QE”. El principal problema de esta medida, es que esta política ni será de la misma magnitud como la aplicada por la FED, ni tendrá los

mismos efectos, ya que la compra de valores respaldados por activos (ABS) engordará aun más el balance del BCE, sin que se mejore la creación de empleo ni el crecimiento.

Por otra parte, considero que la reducción del coeficiente de reservas mínimas, que actualmente se encuentra en el 1%, debería ser rebajado al 0%, ya que constituye otra ayuda para estimular el crédito porque parte del dinero que reciben los bancos del BCE lo destinan principalmente a cubrir con sus exigencias mínimas de reservas, que por pequeñas que sean, provocan que una parte del dinero que podría ser prestado a empresas y familias, se guarde en los cajones de los bancos para cumplir con dicho requisito, y de esta manera no llegue a la economía real.

De manera que si el BCE realmente quiere salir de esta crisis y sacar a la economía adelante, debe, desde mi punto de vista, seguir aplicando operaciones de inyección de liquidez a los bancos, controlando que ese dinero se destine al crédito de empresas y familias para que los canales de transmisión de la política monetaria empiecen a funcionar de nuevo. Además, debe de continuar con las bajadas del tipo de interés oficial si su finalidad es afectar al tipo de cambio y depreciar el euro, ya que sabemos que dichas caídas no estimulan la inversión debido a la “trampa de la liquidez”. En definitiva, para poder superar la actual crisis, la autoridad monetaria tiene que saber sopesar cual es el verdadero problema que afecta a la zona euro, y no centrarse solamente, como hasta ahora lo ha hecho, en su objetivo principal que es la estabilidad de precios, sino que tiene que tener en cuenta si el crecimiento de la economía está en peligro.

## 5. CONCLUSIONES

Las economías europeas llevan sufriendo una crisis desde el año 2007, provocada por el estallido de la burbuja inmobiliaria estadounidense, que ha repercutido en el funcionamiento de las principales variables macroeconómicas, produciendo una caída del PIB y afectando tanto a la producción industrial de las empresas como a las economías familiares.

Tras la quiebra del principal banco de inversión estadounidense Lehman Brothers en septiembre de 2008, el BCE se vio obligado a tomar medidas de alcance superior para mitigar las tensiones que se produjeron en los mercados monetarios, basadas principalmente en modificaciones de las ya existentes. La aplicación de dichas medidas no ha supuesto un aumento sustancial de la liquidez en la economía real, y la autoridad monetaria ha pasado a desempeñar el papel de intermediador como consecuencia del aumento de la aversión al riesgo por parte de las entidades financieras. De manera que las políticas aplicadas por el BCE no llegan a tener efectos importantes en la economía real, ya que se les inyecta liquidez a los bancos a través de subastas y operaciones a plazo más largo, pero éstos tienen que destinar parte de este dinero a cumplir con la exigencia de reservas mínimas y otra parte la colocan en las facilidades de depósito del BCE. Como consecuencia, las medidas tomadas no llegan a tener nunca el efecto esperado en el crédito, de forma que ni empresas ni familias se ven beneficiadas.

En la actualidad, existe riesgo de deflación en la Eurozona, lo que preocupa en gran medida a la autoridad monetaria y a los mercados. Por este motivo, las últimas medidas tomadas por el BCE han ido destinadas a paliar este problema. Se ha aplicado una nueva reducción de los tipos de interés oficiales situándolos en el 0,15%, y se han introducido nuevas operaciones de inyección de liquidez. Sin embargo, los problemas en la zona euro siguen existiendo. Tras haber aplicado numerosas medidas para estimular el crédito y controlar la inflación en niveles positivos y cercanos al 2%, el BCE no ha conseguido que los efectos esperados lleguen totalmente a la economía debido a la actuación de las entidades financieras desde el comienzo de la crisis.

Si seguimos aplicando medidas no convencionales de este tipo, pero no conseguimos que los bancos cambien su postura de no prestar a los agentes y depositar el dinero en las arcas del BCE, nunca vamos a poder reactivar la economía. Dos de las

últimas medidas adoptadas han sido la de realizar una inyección de liquidez a las entidades financieras a través de una operación a plazo más largo con vencimiento a cuatro años, pero con el compromiso por parte de las entidades de destinar ese dinero a préstamos de empresas y familias y la segunda bajar los tipos de interés de las facilidades de depósito al -0,10%. Estas decisiones puede ser un primer paso hacia la recuperación, consiguiendo con ello que tanto bancos como agentes privados vean satisfechas sus necesidades, de manera que la economía europea abandone finalmente la fragmentación financiera para adentrarse en la senda del crecimiento auto sostenido.

## 6. BIBLIOGRAFÍA

- Alexeenko, G., Collen, S. y Davidson, C. (2012). Las líneas swap refuerzan el rol mundial del dólar. *EconSouth*, 14(1), 1-6.
- Andreu, J., Molina, M.C., y Sardá, S. (2011). Análisis de la efectividad de las actuaciones del BCE en el mercado interbancario durante el periodo 2007-2010. *Revista ICE*, 3020, 15-26.
- Barley, R. (2014). Limited Credit for ECB Loan Plan. *The Wall Street Journal*, 6 de junio.
- Bayoumi, T. y Melander, O. (2008). Credit Matters: Empirical Evidence on U.S. Macro-Financial Linkages. IMF Working Paper WP/08/169.
- Bernanke B., Gertler M. y Gilchrist S. (1999). The financial accelerator in a quantitative business cycle framework. En J.B. Taylor y M. Woodford (Eds.), *Handbook of Macroeconomics* (pp. 1341-1393). Elsevier.
- Boletín económico. Banco de España. 2009, Núm. 6. Madrid: Banco de España, Servicio de Publicaciones.
- Boletín económico. Banco de España. 2009, Núm. 7. Madrid: Banco de España, Servicio de Publicaciones.
- De la Torre, I. (2012). “La crisis bancaria irlandesa”. En F. Fernández Méndez de Andés, *La crisis en Europa: ¿un problema de deuda soberana o una crisis del euro?* (pp. 119-130). Madrid.
- ECB (1999): Annual Report of the ECB. Frankfurt: European Central Bank.
- ECB (2000): Annual Report of the ECB. Frankfurt: European Central Bank.
- ECB (2008): Annual Report of the ECB. Frankfurt: European Central Bank.
- ECB (2011): Annual Report of the ECB. Frankfurt: European Central Bank.
- ECB (2012): Annual Report of the ECB. Frankfurt: European Central Bank.
- ECB (2009): “The implementation of monetary policy since August 2007”, *Monthly Bulletin of the ECB* (July), 75-89. Frankfurt: European Central Bank.



- ECB (2013): “The governing council’s forward guidance on the key ECB interest rates”, Monthly Bulletin of the ECB (July), 7-9. Frankfurt: European Central Bank.
- Esteve, V. (2012). “¿Funciona correctamente el mecanismo de transmisión monetaria de la zona euro?”. Viaje al Fondo de las Finanzas Internacionales, de <http://vicenteesteve.blogspot.com.es>
- Esteve, V. y Prats, M.A. (2011). “La utilización de medidas de política monetaria no convencional frente a la crisis financiera internacional”. *Principios*, 19 (2011), 5-34.
- Hernando, I., Llopis J. y Vallés J (2012). “Los retos para la política económica en un entorno de tipos de interés próximos a cero”. *Banco de España*, nº 1207.
- Hubert, P. y Labondance F. (2013). “The chiaroscuro of the ECB’s forward guidance”. French Economic Observatory, de <http://www.ofce.sciences-po.fr/blog/>
- Machinea, J.L. (2009). “La crisis financiera internacional: su naturaleza y los desafíos de política económica”. *Revista CEPAL*, (97), 33-56.
- Martínez, J.L. (2012). “La crisis de Portugal”. En F. Fernández Méndez de Andés, La crisis en Europa: ¿un problema de deuda soberana o una crisis del euro? (pp. 131-142). Madrid.
- Menezes, V. y Rodil, O. (2012): “La crisis financiera global en perspectiva: génesis y factores determinantes”, *Revista de Economía Mundial*, 31 (2012), 199-226.
- Miranda, S. y Salgado M.C. (2011). “Crisis de deuda soberana en Europa y sus implicaciones”. *Revista trimestral de análisis de coyuntura económica*, 4(4), 11-13.
- Montava, R. (2013). El desapalancamiento crediticio y sus consecuencias, *El País*, 10 de febrero.
- Prats, M.A. (2012). “Cambios en la orientación de la política monetaria no convencional del BCE: inyecciones masivas de liquidez y sus efectos”. Asociación Libre de Economía, de <http://blogaldeaglobal.com>
- Reinhart, C. y Rogoff, K. (2011). Esta vez es distinto: Ocho siglos de necesidad financiera. Madrid: Fondo de cultura económica de España.

Serrano, J.M. (2012). “El euro, el árbol que crece torcido”. Conferencia en la Universidad de La Rioja, 21 de noviembre de 2012.

Sirvent, G. (2012). “Nuevo análisis sobre la crisis de la deuda en Europa”. *Instituto español de estudios estratégicos, organismo del Ministerio de Defensa de España*, 10 (2012), 1-17.

## ANEXOS

### ANEXO I

Cronología sobre las medidas tomadas por el BCE desde el comienzo de la crisis (agosto 2007- junio 2014).

| 2007       |   |
|------------|---|
| Agosto     | <b>23:</b> El BCE inyectó liquidez extraordinaria, a través de una OFPML con vencimiento a 3 meses por un importe de 40 mil millones de euros.  |
| Septiembre | <b>12:</b> De nuevo, realizó una OFPML con vencimiento a tres meses por un importe de 75 mil millones de euros.   |
| Octubre    | <b>4:</b> Reunión del Consejo en la que se decidió mantener el tipo de interés oficial al 4%, la facilidad de depósito al 3% y la de crédito al 5% y no aplicar nuevas medidas no convencionales.   |
| Noviembre  | <b>8:</b> Reunión del Consejo de Gobierno.  |
|            | <b>23:</b> Se decidió una nueva OFPML complementaria a tres meses con importe de 60 mil millones de euros.  |
| Diciembre  | <b>12:</b> Nueva OFPML igual que la anterior.   |
|            | <b>17:</b> El BCE acordó con la FED una línea de swaps en dólares por importe de 20 mil millones con duración de 6 meses.   |
| 2008       |   |
| Abril      | <b>2:</b> El BCE decidió aplicar una OFPML complementaria con vencimiento a 6 meses por importe de 25 mil millones de euros.  |
| Julio      | <b>9:</b> Otra nueva OFPML para inyectar más liquidez al mercado interbancario de nuevo por importe de 25 mil millones.   |
| Septiembre | <b>29:</b> Se acordó reactivar la línea de swaps con la FED para mejorar de nuevo las condiciones de liquidez de dólares en los mercados.   |
| Octubre    | <b>8:</b> Reunión del Consejo de Gobierno, en la que se decidió cambiar el tipo de subasta y aplicar a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Además, se acordó ampliar la lista de activos admitidos como garantía.  |
|            | <b>15:</b> Se abrió una nueva línea de swaps con el Banco de Suiza. Se empezó a aplicar el nuevo tipo de subasta.   |
| 2009       |   |
| Mayo       | <b>7:</b> Se acordó iniciar la ejecución del programa de adquisición de bonos garantizados, que se empezaría a aplicar en Julio. Se rebajó el tipo de interés oficial en 325 puntos básicos hasta el 1%.  |
| Junio      | <b>25:</b> Primera operación OFPML con vencimiento a 12 meses por importe de 442.240 millones de euros.   |
| 2010       |   |
| Mayo       | <p><b>10:</b> La FED decidió reabrir la línea de swap en dólares con la Unión Europea para aliviar las tensiones de financiación.</p> <p>Además de la medida anterior, se creó el Programa para el Mercado de Valores (SMP), con carácter temporal y limitado.</p> <p>Por otra parte, decidió que el tipo de interés oficial, el de la facilidad de crédito y de depósito se mantengan en 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente.</p> |
| Octubre    | <b>7:</b> El BCE acordó implementar un segundo programa de adquisición de bonos garantizados (CBPP2) con un volumen de 40 mil millones de euros, que se llevaría a cabo entre noviembre de 2011 y octubre de 2012.  |

| <b>2011</b> |   |
|-------------|---|
| Julio       | <b>7:</b> Se decidió reactivar el Programa para el Mercado de Valores (SMP) con el fin de realizar intervenciones de mayor envergadura que las del 2010.  |
| Diciembre   | <b>8:</b> Se realizó la segunda ampliación de la lista de activos admitidos como garantía, reduciendo el umbral de calificación crediticia requerido para los ABS. Otra de las decisiones que se tomó fue la de reducir el coeficiente de reservas mínimas del 2% al 1% para inyectar más liquidez a las entidades financieras y reducir la exigencia.  |
|             | <b>21:</b> Se llevó a cabo la primera operación de liquidez con vencimiento a tres años por un importe de 489.190,75 millones de euros, con vencimiento el 29 de enero de 2015.   |
| <b>2012</b> |   |
| Febrero     | <b>29:</b> El BCE realizó la segunda operación de inyección de liquidez con vencimiento el 26 de febrero de 2015, en la que se adjudicaron 529.530,81 millones de euros.  |
| Julio       | <b>11:</b> La autoridad monetaria decidió rebajar el tipo de interés oficial del 1% al 0,75%, la facilidad de depósito del 0,25% al 0% y la de crédito al 1,50%.  |
| Septiembre  | <b>6:</b> Se anunció la realización de operaciones monetarias de compraventa (OMC) en el mercado secundario de deuda soberana. Con la implantación de esta medida se daba por finalizado el Programa para el Mercado de Valores (SMP).  |
| <b>2013</b> |   |
| Mayo        | <b>8:</b> El BCE rebajó el tipo de interés oficial al 0,50% (respecto al 0,75% anterior), manteniendo la facilidad de depósito al 0%, y reduciendo la facilidad de crédito al 1%. Con el anuncio de esta medida, la distancia entre los tipos de interés, empezó a acortarse pasando a ser del 0,5%.  |
| Julio       | <b>4:</b> Se comunicó la realización de una nueva medida llamada "Forward Guidance" consistente en una estrategia de comunicación para anunciar no sólo las decisiones actuales del BCE, sino también las futuras.  |
| <b>2014</b> |   |
| Junio       | <b>5:</b> Se anunció la realización de una nueva operación a plazo más largo con vencimiento a cuatro años por un importe inicial de 400.000 millones de euros. Otra de las medidas adoptadas fue la realización de compras de activos respaldados con deuda (ABS), dando lugar al conocido "suave QE estadounidense". La más sorprendente de todas fue la bajada del tipo de interés oficial al 0,15%, del tipo de la facilidad de depósito al -0,10% y de la facilidad de crédito al 0,40%. |