

Trabajo Fin de Grado

CRISIS FINANCIERA Y POLÍTICA MONETARIA. LA ACTUACIÓN DEL BCE

Autora

Marta Monclús Tomás

Directora

Sara Barcenilla Visús

Facultad de Economía y Empresa

2014

Autora del trabajo: Marta Monclús Tomás

Directora del trabajo: Sara Barcenilla Visús

Título del trabajo: Crisis financiera y política monetaria. La actuación del BCE.

Titulación: Grado en Economía

RESUMEN

La reciente crisis financiera y la recesión subsiguiente han requerido la adopción de respuestas de política monetaria sin precedentes. El Banco Central Europeo (BCE) reaccionó con rapidez con objeto de inyectar la liquidez necesaria a la economía y mantener la estabilidad de precios, principal objetivo de la autoridad monetaria europea. Sin embargo, una vez que la inestabilidad se recrudece fue necesario recurrir a las denominadas medidas de política monetaria no convencional. La elección entre las diversas opciones es difícil y también arriesgada debido a sus ambiguas repercusiones. Por ello este trabajo presenta cuáles son las diversas alternativas desde un punto de vista teórico y cuál ha sido la elección del BCE en las diversas fases de la crisis económica y financiera. Conocidas éstas, se ofrece una reflexión sobre las lecciones aprendidas de esta experiencia y las directrices más probables de la política monetaria futura.

ABSTRACT

The recent global financial crisis and the subsequent economic downturn have required unprecedented policy responses by monetary authorities worldwide. At the beginning of the financial tensions of 2007, European monetary area the financial crisis that broke out in 2007 makes the project stagger. The European Central Bank (ECB) reacted quickly to frontload necessary liquidity to the economy and to maintain price stability over the medium term. Nevertheless, as soon as the instability intensified, non-conventional monetary policy had to be implemented. The election between different alternatives is not easy and also is risked due to their ambiguous consequences. This research explains in detail which are these alternatives form a theoretical point of view and what has been the election of the ECB at the various periods of the financial market tensions. Also we reflect on the principal lessons of the experience and the most probable monetary policy in the future.

ÍNDICE

1. Introducción	4
2. Política convencional: el periodo previo a la Gran Recesión.....	5
2.1. Objetivos e instrumentos convencionales	5
2.2. Canales de transmisión del BCE	8
2.3. Etapas del BCE.....	9
3. Crisis financiera y fragmentación de la zona euro	13
3.1. El estallido de la crisis de 2007	13
3.2. La repercusión en Ruropa. La trampa de liquidez.....	16
4. Política monetaria no convencional: las alternativas de los Bancos Centrales.....	19
4.1. Expansión cuantitativa.....	19
4.2. Forward Guidance	21
4.3. Facilidades de crédito	23
4.4. Alteración del objetivo	23
5. Actuación del BCE ante la crisis	24
6. Conclusiones	43
7. Bibliografía	47
ANEXO I.....	51

1. INTRODUCCIÓN

Durante la Gran Moderación, las economías desarrolladas se enfrentaron a un periodo de crecimiento estable e inflación baja que facilitó el consenso entre los economistas en torno a la eficacia de la política monetaria como herramienta de estabilización macroeconómica.

La crisis financiera iniciada con las turbulencias del mercado de hipotecas *subprime* y posteriormente por la quiebra del banco de inversión estadounidense Lehman Brothers, hace cuestionar el paradigma existente y obliga a los bancos centrales a reaccionar con contundencia e incluso ampliar su marco de actuación tradicional para adoptar medidas innovadoras y arriesgadas.

Este trabajo analiza las opciones que la política económica ofrece para hacer frente a una situación de trampa de liquidez y analiza pormenorizadamente la aplicación de las mismas por parte del BCE durante la crisis.

No obstante, la cabal comprensión de la actuación de la autoridad monetaria, exige una presentación previa del esquema y las realizaciones de la política monetaria. Por ello, en el primer epígrafe se recurre a fuentes originales para mostrar la estrategia de política convencional previa a la crisis. En él, se describe la estructura organizativa del Banco Central Europeo, su estrategia de política monetaria centrada en el control de la inflación como objetivo prioritario y los instrumentos que, en épocas de estabilidad macroeconómica, garantizaron su consecución. Además se analiza el mecanismo de transmisión de los impulsos monetarios hacia la economía real y los precios y se describen las distintas etapas que se advierten en la actuación del BCE previa a la crisis financiera.

El segundo epígrafe se detiene en el estallido de la crisis y describe la fragmentación vertical que se origina en la eurozona una vez que se rompe el canal de transmisión de la política monetaria y la fragmentación horizontal resultante de la crisis de deuda soberana, fiel reflejo de la heterogeneidad existente en la Eurozona cuando la crisis financiera internacional llega al momento más crítico.

Reconocida la ineficacia de la política monetaria convencional, el tercer epígrafe adopta una perspectiva teórica para presentar las alternativas de política monetaria aplicables en una situación de trampa de liquidez en la que los instrumentos convencionales pierden su capacidad de condicionar la actividad económica a corto plazo y la evolución de los precios.

Conocidas las opciones de política monetaria no convencional, en el cuarto epígrafe se lleva a cabo un análisis detallado del modo en que el BCE fue introduciendo diferentes versiones de estas medidas ante un intento de recuperar el entorno macroeconómico previo a la crisis.

El trabajo finaliza con unas conclusiones en las que se analiza y cuestiona la actuación del BCE y se compara con la de otros bancos centrales del mundo.

2. POLÍTICA CONVENCIONAL: EL PERIODO PREVIO A LA GRAN RECESIÓN.

2.1. OBJETIVOS E INSTRUMENTOS CONVENCIONALES

El Banco Central Europeo (BCE) es la institución independiente encargada desde 1999 de dirigir la política monetaria de la zona del euro, gestionar la moneda y trabajar por cumplir los objetivos establecidos.

Su estructura se compone de un Consejo de Gobierno, formado por los gobernadores de cada banco central nacional junto al Comité Ejecutivo¹ del BCE y de un Consejo General². Su labor primordial consiste en dictar la política monetaria a seguir para cada ciclo económico y establecer los tipos de interés al cual los bancos obtienen dinero del BCE.

Los Banco Centrales de las economías mundiales se plantean diversas tareas y metas³ que conseguir pero, finalmente, cada uno de ellos se imponen un objetivo principal. En el caso de la zona euro se acordó implantar como objetivo esencial la estabilidad de precios en el medio plazo. El BCE cuantificó este objetivo principal como un incremento interanual de los precios de consumo de la zona del euro inferior al 2%⁴ y su propósito era mantener un nivel de inflación inferior a esta cifra pero siempre próxima a ella. La elección del 2% se debió a que ofrecía un margen de seguridad frente a la deflación o inflación prolongada, al tiempo que no obstaculizaba la promoción del crecimiento económico y la generación de empleo.

El cumplimiento de este objetivo permitía que las inversiones de consumidores y empresas fueran eficientes y se incrementara el potencial de producción. Esto se alcanzaba por la inexistencia de fluctuaciones que perturbaran el nivel de precios.

¹ Está formado por 6 miembros: un Presidente, un Vicepresidente y otros cuatro miembros elegidos por los gobernantes de los países del área. Su función principal es controlar la gestión diaria y emitir instrucciones y recomendaciones para que se aplique la política monetaria definida por el Consejo de Gobierno.

² Formado por el Presidente y el Vicepresidente del Banco y los gobernadores 28 bancos centrales nacionales de la Unión Europea. La misión de esta institución es ayudar a los nuevos países a integrarse en el euro a los nuevos países y realizar los trabajos de consulta y revisión del BCE.

³ Véase la página web del BCE (<https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/html/index.es.html>).

⁴ Para analizar la evolución de los precios el BCE estudia la cesta de consumo de bienes y servicios de los ciudadanos de la zona del euro mediante el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC). Eurostat, la oficina estadística de la Unión Europea, es la encargada de calcular tal índice. Se basa en una cesta de precios donde las dos terceras partes son productos como alimentos, productos industriales y energía y el resto corresponde a servicios.

Además, si los precios se mantienen estables, los inversores reducen sus primas de riesgo por invertir en el país a largo plazo, no ven amenazados sus activos y crean un clima de confianza que puede atraer aún más capital. En definitiva, de este modo, el flujo monetario circula sin problemas por los mercados.

Los Bancos Centrales del mundo se fijan unos objetivos principales que no tiene por qué coincidir con el resto de sus homólogos. El organismo europeo mantiene su compromiso único en la estabilidad de precios, mientras que otras autoridades de grandes economías amplían su abanico de objetivos, preocupándose no solo por la inflación sino también por el crecimiento económico estable como hace la Reserva Federal. El Banco de Japón también se fijó la estabilidad de precios como objetivo prioritario pero sin una tasa concreta como el BCE. La fijación de uno u otro objetivo ha tenido una enorme trascendencia en la evolución a la crisis financiera, que cada uno ha sufrido de manera diferente.

En el caso de la eurozona, el BCE trata de alcanzar su meta de estabilidad de precios con la utilización de los tipos de interés como herramienta convencional. Su alteración provocará, a través, de un complejo mecanismo de transmisión, efectos a corto plazo en la economía real. Para conseguir este propósito emplea tres instrumentos convencionales:

- *Operaciones de mercado abierto (OMAS)*. Son los instrumentos más importantes de la política monetaria que permiten gestionar la liquidez del mercado a través de inyecciones y drenajes. Así, en situaciones de tensiones financieras puede tratar de relajar el mercado mediante una inyección controlada de liquidez y en caso contrario, en el que se observe un exceso de liquidez perjudicial para la zona, aplicar medidas de drenaje⁵. En estas operaciones podemos diferenciar entre operaciones principales de financiación que son la fuente prioritaria de financiación del sistema crediticio y operaciones de financiación a largo plazo así

⁵ Las operaciones temporales, operaciones simples, certificados de deuda, swaps de divisas y la captación de depósitos a plazo fijo son los medios a través de los cuales las OMAS realizan su labor. La primera consiste en comprar o vender activos de garantía mediante cesiones temporales, en la siguiente el Eurosistema compra o vende de manera simple activos con un fin estructural. Los certificados de deuda tratan de ajustar la posición estructural frente al sistema financiero y de esa manera modificar el déficit de liquidez del mercado. La línea de swaps se caracterizan por operaciones simultáneas al contado y a plazo de euros contra divisas. Por último, la captación de depósitos se propone absorber liquidez del mercado para realizar ajuste mediante la constitución de depósitos remunerados a plazo fijo en los bancos centrales del estado al que pertenecen las entidades.

se facilita financiación a un vencimiento más amplio. Estas dos son las más relevantes. Una tercera modalidad son las operaciones estructurales que permiten ajustar la posición estructural de los bancos centrales frente al sector financiero y, por último, las operaciones de ajuste que sirven para suavizar los efectos de las fluctuaciones de liquidez en los tipos de interés, gestionar tal liquidez del mercado y controlar los tipos, (Véase Anexo I).

- *Facilidades permanentes.* Son operaciones que el BCE realiza para permitir a las entidades cubrir sus necesidades o excesos de liquidez a un día. Mediante la facilidad marginal de crédito se logra que las entidades de crédito dispongan de liquidez a un día. Con la facilidad de depósito se posibilita la colocación de la liquidez excedente a un día en los bancos centrales de los estados. Los tipos de interés que se establecen en estas operaciones están determinados de antemano, y son los máximos y mínimos, respectivamente, del mercado a un día.
- *Reservas mínimas obligatorias o coeficientes de caja o reservas.* Consiste en mantener en depósito un tanto por ciento de la liquidez de las entidades en los bancos centrales nacionales de manera obligatoria. El objetivo de este instrumento es estabilizar los tipos de interés del mercado monetario y controlar la situación de liquidez estructural de los Bancos Centrales Nacionales. Actualmente, las entidades de crédito tienen como obligación mantener en sus bancos centrales al menos un 1% de ciertos pasivos a corto plazo como depósitos a la vista, depósitos a menos de 2 años o disposiciones con preaviso. El mantenimiento de estos pasivos en sus cuentas reporta a las entidades una remuneración a un tipo de interés de referencia.

Mediante estos tres instrumentos⁶ la política monetaria consigue, además gestionar la liquidez, señalar la política monetaria y controlar los tipos de interés. Es decir, el Consejo de Gobierno del BCE establece los tipos de interés oficiales, que corresponderán al tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación. La facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito crean unas bandas en torno al tipo mínimo. De este modo, la autoridad monetaria europea controla que los tipos de interés se mantengan dentro de las bandas establecidas. Esta tendencia garantiza por lo tanto la

⁶ Para más información véase Diario Oficial de la Unión Europea. *La aplicación de la política monetaria en la zona euro*, 2011.

estabilidad de los precios de la economía, siempre y cuando se mantenga entre los niveles preestablecidos.

2.2. CANALES DE TRANSMISIÓN DEL BCE

El BCE consigue incidir con su política monetaria en la economía real y principalmente en el nivel de precios a través de un complejo mecanismo de transmisión. Mediante este proceso trata de actuar sobre las acciones de los agentes económicos y de este modo introducir los estímulos pertinentes, pero este camino es difícil y suele prolongarse en el tiempo. Dentro de este mecanismo **el canal de tipos de interés** es el más influyente en la economía: una variación en el tipo de interés oficial modifica los costes de financiación de las entidades crediticias y, este cambio en las condiciones monetarias tendrá su impacto sobre la oferta y la demanda agregada y, por tanto, en los precios.

En primera instancia, la transmisión de la política monetaria incide sobre los mercados interbancarios⁷. En ellos las entidades bancarias gestionan sus excedentes de liquidez a largo plazo o sus necesidades de financiación mediante el intercambio de fondos y el cumplimiento de los niveles de reservas.

Ante una alteración de tipos de interés oficial, el mecanismo de transmisión convencional provoca variaciones en los tipos de interés del mercado interbancario a un día, como el EONIA y posteriormente, en tipos de interés a más largo plazo como el EURIBOR⁸.

Si el mecanismo de transmisión funciona correctamente, los efectos finales sobre los precios son previsibles. Así, por ejemplo, una reducción en el tipo de interés oficial reducirá los costes marginales de financiación de los bancos y por ende, los costes de crédito para los agentes económicos. Esto acarrea incrementos en el volumen de financiación de los agentes económico que estimulan el consumo, la inversión y por

⁷ Consisten en un mercado donde interviene un número de entidades bancarias y realizan préstamos y créditos entre ellas cediéndose depósitos y créditos. Más información sobre el funcionamiento de los mercados interbancarios puede verse en *La Política Monetaria del BCE*, 2011.

⁸ EONIA está establecida por el mercado y se calcula mediante la media ponderada de los depósitos no garantizados con la que las 50 entidades de crédito más importantes del mercado cierran sus operaciones. Por otro lado, el EURIBOR es el tipo de interés al que las entidades de crédito están dispuestas a prestarse dinero entre sí.

consiguiente a la demanda agregada. Finalmente, esta situación se reflejará en mayores incrementos en los precios.

Junto al canal de tipos de interés otros canales refuerzan esta tendencia: los canales de expectativas, de tipos de cambio, del dinero y crédito y de precios de activos⁹.

Por el contrario, en situaciones en las que existan tensiones inflacionistas los incrementos en el tipo de interés oficial derivarán en una contención de los precios siempre y cuando el mecanismo de transmisión opere correctamente algo que, como veremos, sólo ocurrió antes de la crisis.

2.3. ETAPAS DEL BCE

Desde 1999 el BCE tomó las riendas de la economía europea y desde entonces ha sufrido épocas tanto de bonanza como de inestabilidad. Estos escenarios han hecho trabajar arduamente al banco y en ocasiones salirse del marco inicialmente establecido. A partir de su comienzo y hasta el estallido de la crisis financiera con la quiebra de Lehman Brothers podemos distinguir cinco etapas destacadas.

- 1. Principios de 1999.** La primera etapa comienza con el establecimiento del BCE como el organismo competente que asume en exclusiva las competencias en materia de política monetaria de la zona del euro. El tipo de interés de las operaciones principales de financiación se fijó en el 3%, el tipo de la facilidad marginal del crédito se estableció en el 4,5 % y la facilidad de depósito en el 2 % (véase gráfico 2). El contexto que se vive en esta etapa es de una inflación reducida del 0,80%, mostrando así que existe un debilitamiento de la demanda externa por diversas crisis, lo que puede manifestarse en una desaceleración del crecimiento (véase gráfico 1). Al existir este riesgo y por tanto un posible desequilibrio en la estabilidad de precios el BCE en abril de 1999 decidió reducir 50 puntos básicos todos los tipos de interés.

⁹ Por ejemplo, en el caso de una reducción de tipos de interés se producirá un aumento de las expectativas de inflación y por tanto un incremento de los precios y salarios. Además, la caída en los tipos, lleva a una depreciación de la moneda provocando que las exportaciones suban y por el contrario las importaciones decrezcan. Por su parte, los precios de los activos tanto financieros como no financieros se elevarán ante el abaratamiento del crédito, lo que incrementará la riqueza de sus tenedores. Finalmente, la caída del tipo de interés reducirá la morosidad y elevará la concesión de créditos por parte de los bancos. En definitiva, todos los canales elevarán la demanda y los precios.

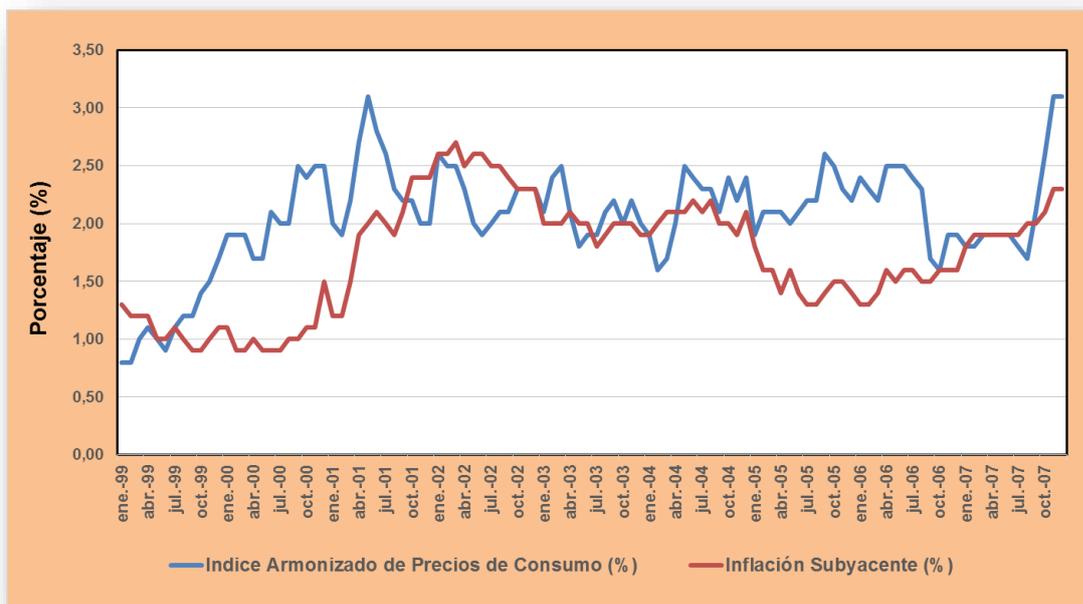
- 2. Mediados de 1999 hasta finales de 2000.** En la segunda etapa el entorno es un poco diferente. Estamos ante un crecimiento económico rápido, una progresiva acumulación de liquidez y un aumento de las presiones inflacionistas (véase gráfico 1 un incremento de más del 1% en este periodo, aunque si excluimos los precios volátiles de alimentos y energía la tensión disminuye). El Consejo de Gobierno europeo decidió elevar los tipos de interés 225 puntos básicos entre finales de 1999 y la segunda mitad de 2000, dejando el tipo de las operaciones principales de financiación al 4,75%, la facilidad de depósito en 3,75% y en 5,75% la facilidad marginal de crédito.
- 3. De 2001 hasta mediados de 2003.** En la tercera etapa el Consejo de Gobierno europeo cambió de parecer debido a modificaciones en la zona euro y en el contexto internacional. Las presiones inflacionistas estaban cayendo por las pésimas expectativas de crecimiento económico. También esta situación interna se apoyaba en la inestabilidad internacional causada por los atentados del 11 de septiembre de 2001 contra la Torres Gemelas de Nueva York. La incertidumbre y la caída de los niveles de confianza inundaron los mercados financieros de todo el mundo. Ante tal situación, las inversiones se desviaron a activos de corto plazo al ser más seguras y líquidas y por otro lado, los préstamos al sector privado se limitaron debido a la incertidumbre. La respuesta de la autoridad europea fue reducir los tipos oficiales, con lo que el tipo principal de financiación se estableció en el 2%, la facilidad marginal del crédito en el 3% y la facilidad de depósito al 1%.
- 4. Mediados de 2003 y finales de 2005** tiene lugar la cuarta etapa. Destaca por una recuperación de la actividad económica moderada con un buen ritmo de crecimiento de las exportaciones y unas mejores condiciones de financiación debido a la reducción de la incertidumbre y de la aversión al riesgo. Por otro lado, debido al mantenimiento de las presiones inflacionistas el BCE decidió mantener en el 2% los tipos de interés de operaciones principales de financiación y en el 1% y 3% la facilidad marginal de depósito y de crédito, respectivamente.
- 5. Finales de 2005 hasta mediados de 2008.** Durante estos años surge la última y quinta etapa previa a la crisis financiera mundial. Este periodo se caracterizó por un crecimiento económico consolidado, una oferta monetaria expansiva y una

libertad de crédito en el área importante. No obstante, el cumplimiento del principal objetivo del BCE estaba en riesgo debido a las tensiones al alza de los precios internacionales del petróleo y de los alimentos. Por tanto, la medida para aplacar esta tendencia fue elevar los tipos de interés, estableciendo el tipo principal de financiación en 4,25%, la facilidad marginal de crédito en 5,25% y la facilidad de depósito en 3,25%.

La política monetaria previa a la crisis funcionó de manera correcta. Las autoridades europeas pensaron que se tenía todo bajo control y se había conseguido dominar la política monetaria como instrumento para garantizar la estabilidad económica. Sin embargo, las perturbaciones iniciales de la gran crisis financiera pusieron de manifiesto sus vulnerabilidades como herramienta de la política económica.

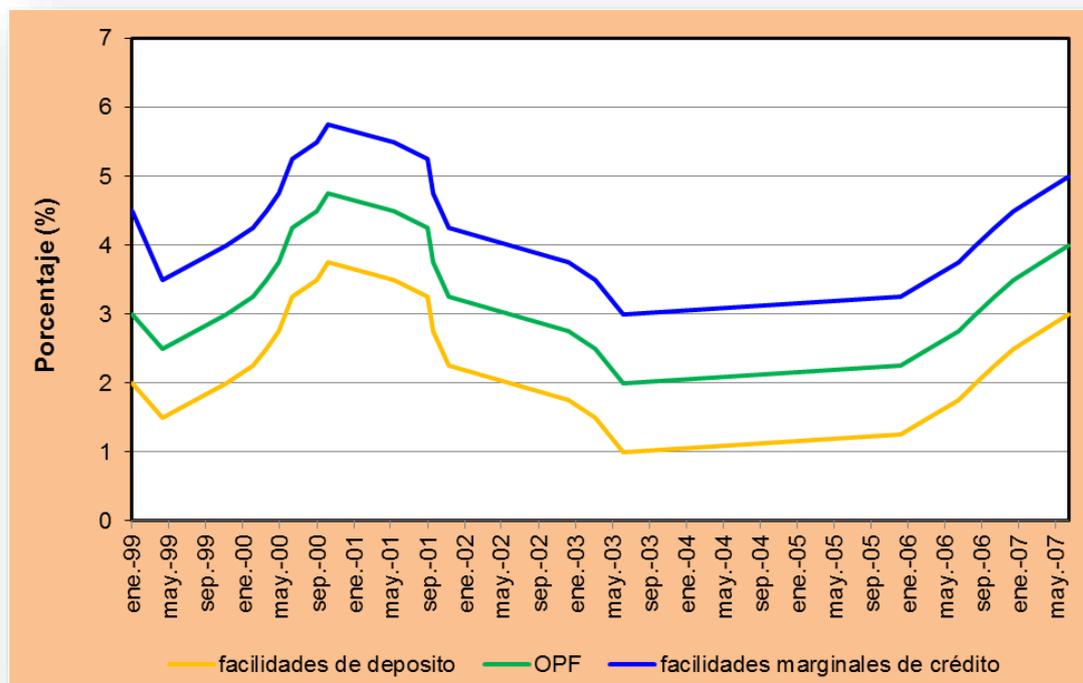
Con las primeras tensiones en los sistemas financieros internacionales en 2007, el BCE tuvo que hacer frente a un nuevo escenario y frenar las posibles perturbaciones en los mercados y en los indicadores del área. Realizó operaciones de ajuste para que las entidades financieras dispusieran de la liquidez adecuada, además, se establecieron acuerdos de divisas de carácter temporal para afrontar la presión de los mercados de financiación. Todo este utópico escenario se derrumbó con la quiebra de Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008, fecha de inicio de la peor crisis que ha vivido el BCE hasta el momento.

Gráfico 1. Inflación e Inflación Subyacente en la Eurozona (1999-2007)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España

Gráfico 2. Tipos de Interés Oficiales del BCE (1999-2007)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central Europeo.

3. CRISIS FINANCIERA Y FRAGMENTACIÓN DE LA ZONA EURO

El periodo de Gran Moderación que precedió a la crisis financiera internacional se caracterizó por un crecimiento sostenido y estable inflación. Durante esta periodo en el ámbito de la política monetaria se introdujo el término “*Consenso de Jackson Hole*” (Bean et. al, 2010) que establecía como objetivo principal la estabilidad de precios y adjudicaba la responsabilidad en su consecución al banco central. No obstante, tal actitud fue sufriendo variaciones y con el crecimiento de la burbuja cada banco central actuó según sus circunstancias internas.

Unos tipos de interés reducidos, una desregulación generalizada y una general permisividad en la supervisión de los mercados financieros reinaban en la economía mundial previa a la crisis. Esta situación causaba que el endeudamiento fuera barato y los niveles de este se incrementaran, reduciéndose por tanto el ahorro. Al reducirse los tipos de interés antes de la crisis, los bancos y otros intermediarios pidieron grandes préstamos a otros bancos para satisfacer la elevada demanda de créditos para vivienda y bienes de consumo duradero, lo que creó lazos de unión entre entidades de diferentes países. En Europa, principalmente, la demanda de crédito se realizaba por medio de intermediarios financieros, sobre todo bancos. Por ello, al declararse la crisis económica los bancos sufren graves problemas de solvencia y liquidez.

3.1.EL ESTALLIDO DE LA CRISIS DE 2007

Tras el atentado de las Torres Gemelas de Nueva York y la crisis de dotcom, en 2002 Estados Unidos adoptó medidas para incentivar la adquisición de una vivienda propia. Trató de interceder en los mercados de capitales para que facilitaran la financiación hipotecaria a personas con ingresos menores y así estimular el consumo. Esta propuesta se llevó a cabo mediante una reducción de los tipos de interés al 1% en apenas unos meses, lo que causó una acelerada expansión del crédito hipotecario.

Los bancos, en situaciones normales, adquieren préstamos a corto plazo de ahorradores y mercados financieros, a partir de ello pueden prestar créditos a mayor plazo a hogares y empresas. Con esta intermediación y transformación cubren las necesidades tanto de ahorradores como de demandantes. Sin embargo, tras las medidas llevadas a cabo

por el gobierno estadounidense los bancos comenzaron a entregar préstamos a personas con escasos recursos, originando así las conocidas hipotecas *subprime*, activos tóxicos con una alta probabilidad de impago. Muchas de estas familias comenzaron adquiriendo una vivienda para, más tarde, entrar en el juego de la especulación. Esta tendencia provocó que se acumulara un exceso de riesgo en el sector inmobiliario escondido tras la idea irracional de que los precios de las viviendas no podían desplomarse.

Las entidades por su parte, para satisfacer la gran demanda de créditos en lugar de aumentar su capital, decidieron pedir prestado incentivando así su propio apalancamiento. Además, vieron negocio en ello y comenzaron a vender estos activos tóxicos y nuevos productos derivados financieros de gran complejidad a bancos de inversión de todo el mundo sin informar realmente del riesgo que estaban transfiriendo.

Los compradores y autoridades económicas¹⁰ no asumieron que una significativa caída de los precios de la vivienda podría acarrear un impago de los créditos ofrecidos y un contagio entre los bancos debido a la interconexión entre ellos.

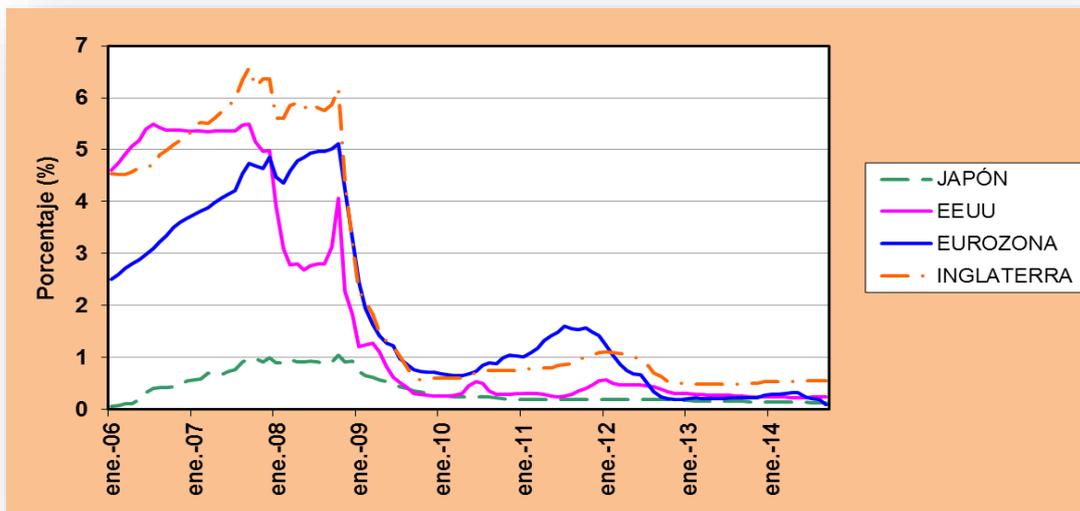
Por lo tanto, la falta de supervisión por parte de las autoridades, la desregulación progresiva, una política monetaria excesivamente laxa, la asimetría informativa y el fallo de los mercados eran algunos de los errores que precederían el estallido de la crisis.

De esta manera la economía, con unos tipos de interés oficiales reducidos en un entorno de desregulación financiera generalizada, se fue recalentando. Fue entonces, cuando el gobierno americano decidió atajar la situación mediante una subida de los tipos de interés.

La intención del gobierno de EEUU por contener la tensa situación hipotecaria fue en vano ya que comenzaron a producirse numerosos impagos de estas hipotecas *subprime*. El colapso financiero era inminente por la propagación de estos activos tóxicos hacia bancos de inversión internacionales. Señal de ello, es la tendencia creciente de los tipos de interés interbancarios de las economías principales mundiales en el periodo previo a la crisis que se advierte en el gráfico 3.

¹⁰ La mayoría de bancos centrales asumieron una actitud *benign neglect*, un papel pasivo.

Gráfico 3. Tipos de interés Interbancarios de Japón, EEUU, Eurozona e Inglaterra (2006-2014)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del BCE y el Banco de Inglaterra.

A principios de agosto de 2007 los tipos de interés que rigen en los mercados interbancarios aumentaron más fuertemente. A partir de entonces, los bancos dejaron de confiar unos en otros de modo que los mercados interbancarios detuvieron su normal funcionamiento. Desde ese momento, las entidades de crédito se encontraron antes muchas adversidades. Se vieron obligados a vender de manera precipitada activos provocando así una caída de precios. Limitaron fuertemente los créditos a hogares y empresas por el miedo a posibles impagos. Con estas actuaciones generaron incertidumbre en los mercados, dejaron de actuar como transmisores de estímulos monetarios lo provocó que la política monetaria ideada por los bancos centrales no llegara a las decisiones de gasto y a la actividad real. Esto, unido a la posterior quiebra de Lehman Brothers al año siguiente provocó que el panorama financiero global se desestabilizara.

Tal situación, dejó latente la interconexión financiera entre países y la débil estructura que conformaban algunas economías. De este modo, a partir del 15 de septiembre de 2008, las economías mundiales (desarrolladas, emergentes y en desarrollo) comenzaron a sufrir grandes dificultades debido a la fuerte reevaluación de los riesgos financieros. Con inicio de la inestabilidad económica los tipos interbancarios de la economía mundial sufren un importante derrumbe hasta situarse a niveles mínimos que

no superan el 1%. La posterior tendencia que los tipos siguieron fue similar, aunque con pequeños picos que no superaron el 1,6%.

3.2.LA REPERCUSIÓN EN EUROPA. LA TRAMPA DE LIQUIDEZ

La economía europea fue una de las grandes afectadas. La inflación desde mitad de 2007 evolucionó a un ritmo volátil, con oscilaciones crecientes y pocos estables, acompañadas posteriormente con descensos fuertes (véase gráfico 1). Ante ello, la autoridad monetaria decidió actuar sobre los tipos de interés oficiales con una pequeña subida inicial de 25 puntos básicos por miedo a posibles tensiones inflacionistas. Además, realizó fuertes inyecciones de liquidez¹¹ y amplió los vencimientos de operaciones de refinanciación semanales a 3 y 6 meses con la intención de controlar el pánico que podía surgir en los acreedores financieros. Sin embargo, estas primeras medidas mostraron una cierta dualidad de la política monetaria europea ya que, por un lado, facilitaba el pago de las operaciones con un mayor plazo pero por otro lado aumentaban la dificultad de obtener dinero.

Esta decisión desestabilizó el mercado financiero global provocando que los bancos fueran hostiles a prestarse dinero entre ellos y a los agentes económicos.

Con el estancamiento económico en 2008, el BCE decidió dar marcha atrás en su postura alcista en los tipos de interés y reducirlos de manera considerable, de este modo en mayo de 2009 se alcanza un mínimo histórico del 1%.

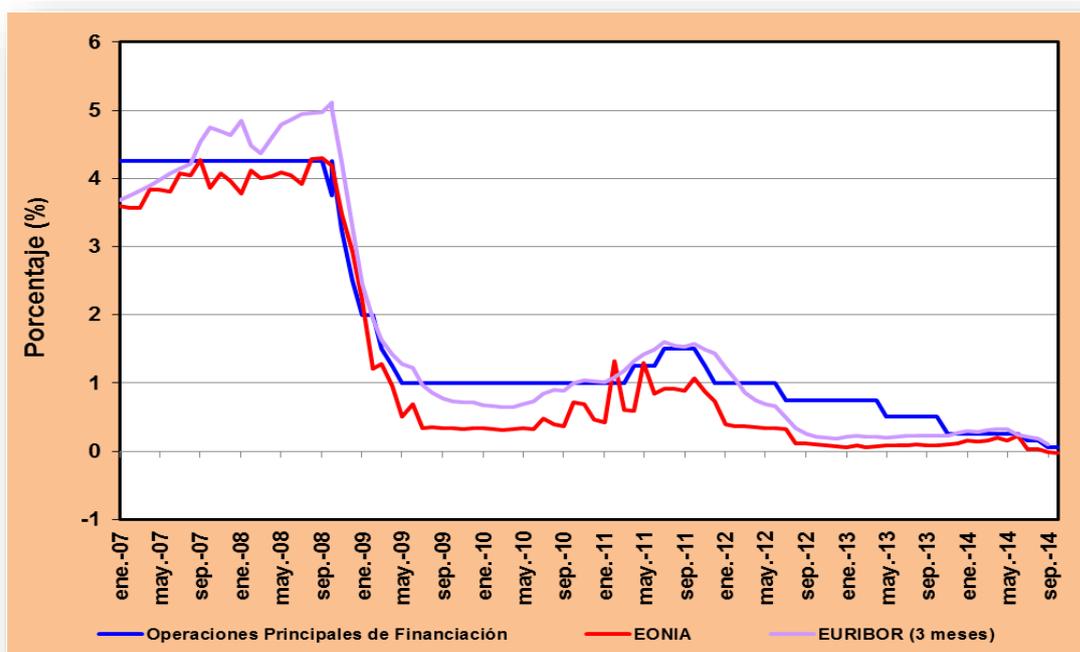
Sin embargo, el canal de transmisión principal del BCE, canal de los tipos de interés, se vio dañado por la inestabilidad financiera, lo que causó que no transmitiera de modo adecuado los estímulos a la economía real; se había generado una *fragmentación vertical* (Praet, P. et al., 2014). En una economía tan bancarizada como era la europea esta situación de turbulencias se contagió al mercado interbancario, que termina por paralizarse (Heider et al, 2009). La autoridad monetaria europea, en ese momento, deben tomar las riendas de la situación y actuar como intermediador ya que las entidades con capacidad de financiación escogen depositarlo en el BCE antes que asumir cualquier riesgo. Actúa con decisión y se posiciona como el principal prestamista de última

¹¹ Tras la postura pasiva ante el crecimiento de la burbuja, los bancos centrales siguieron la estrategia *mop up after*, inyectaron liquidez de manera decidida para mitigar los efectos del estallido de la burbuja. (Greenspan,2002; Blinder et al. 2005)

instancia (Millaruelo, 2009). Al suministrar liquidez ilimitadamente se consiguió reconducir las primas de riesgos de los países europeos en los mercados monetarios.

La ruptura del canal de transmisión, la desaparición del mercado interbancario, una inflación e inflación subyacente cayendo sin control y principalmente unos tipos de interés cercanos a cero¹² agrandan todavía más la magnitud de la crisis financiera y su duración. La economía se ve abocada a la *trampa de liquidez*. En ella, la política monetaria convencional pierde la posibilidad de influir en el ciclo económico debido a que su herramienta única, los tipos de interés, ya no pueden enviar estímulos a la economía con normalidad.

Gráfico 4. Tipos de interés Interbancarios (Eonia y Euribor) y tipo de interés de las Operaciones Principales de Financiación. (2007-2014)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central Europeo.

Esta situación de inestabilidad se contagió de manera heterogénea por el área del euro. Algunos estados sufrieron un elevado endeudamiento privado, vieron cómo sus

¹² La situación de tipos de interés oficiales próximos a cero son conocidos también como *Zero Lower Bound* privando a los bancos centrales de la instrumentación convencional.

sistemas bancarios se debilitaban y las cuentas públicas no se encontraban en un estado óptimo. No obstante, su gran dependencia al ahorro exterior¹³ fue la causa principal del deterioro de estas economías al comienzo de la crisis, ya que vieron como perdían competitividad y su crecimiento se aminoraba con el empeoramiento de la coyuntura internacional.

Con estas características iniciales, los objetivos primordiales del BCE fueron mantener la estabilidad financiera y reestablecer el crédito y la confianza en la economía y el sistema financiero. Pero no era tarea fácil. El área euro carecía de instrumentos adecuados y acuerdos que facilitaran la gestión conjunta de una crisis, por lo que la autoridad monetaria europea se encontraba ante unos desequilibrios macroeconómicos difíciles de atajar y resolver. Al mismo tiempo, la asimetría entre las economías de la zona se hacía cada vez más grande por la ausencia de una integración financiera que favoreciera los flujos de capital. Una nueva *fragmentación*, la *horizontal*, se hacía patente.

Esta heterogeneidad mostró dos grupos de países, uno con amplias posibilidades de autofinanciación debido a un exceso de ahorro previo, y por otro lado, otros que antes de la crisis ya se había endeudado considerablemente y que tras el estallido de la misma, se toparon con unos elevados costes y una limitación de recursos financieros. Los primeros países estaban localizados en el centro y norte del Eurosistema, como Alemania, Francia o Bélgica, mientras que los países con mayores turbulencias financieras eran los de la periferia europea, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España.

Este último grupo de países se caracterizaba un alto endeudamiento con el exterior, una falta de competitividad importante, un débil o nulo crecimiento y tasas de paro elevadas. El factor común fue la previa acumulación desequilibrios y la falta de disciplina financiera. Grecia, tenía un débil sistema fiscal, así como una baja productividad y competitividad, por lo que su financiación en los mercados era difícil y requirió ayuda de las autoridades. Irlanda con un sistema bancario inestable y unos elevados costes de recapitalización no suscitaba la confianza suficiente. Portugal, por su parte, arrastraba un pobre crecimiento, desviaciones fiscales y débiles cuentas públicas. Por último, los sistemas bancarios fueron la razón de desconfianza hacia España y Chipre

¹³ Los bajos tipos de interés hacían atractivo endeudarse debido a los bajos costes de la financiación. Por eso, ante unas condiciones muy laxas muchos países comenzaron a endeudarse con países de la zona y del exterior.

que solicitaron una recapitalización para sus economías (Boletín económico Banco de España, enero 2013).

El cúmulo de fuertes desequilibrios desembocó en una crisis soberana que destapó las debilidades de todos estos países. El ejecutivo reaccionó estableciendo mecanismos para resolver tales problemas financieros y canalizar la asistencia a países en dificultades. Los nuevos instrumentos introducidos fueron el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) y el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), encargados de llevar a cabo los mecanismos de actuación (González-Páramo, J.M., 2012)

De este modo, la fuerte fragmentación que había surgido en los países de la Eurozona, acompañados de los temores hacia la trampa de liquidez y la deuda soberana, ralentizó todavía más las opciones de recuperación económica, dificultó los esfuerzos del BCE por reactivar la economía europea y mantuvo los fantasmas de la insolvencia bancaria y la contracción del crédito.

Las autoridades tuvieron que reaccionar para controlar la economía e intervenir en los mercados de deuda pública a través de los mercados secundarios para así garantizar el impacto y la liquidez en los segmentos afectados.

4. POLÍTICA MONETARIA NO CONVENCIONAL: LAS ALTERNATIVAS DE LOS BANCOS CENTRALES

Las grandes potencias económicas trabajaron arduamente desde el inicio de la crisis con sus instrumentos habituales, pero el escenario al que se enfrentaban no era para nada usual. La debilidad económica, tipos de interés oficiales cercanos a cero, políticas monetarias poco efectivas,... persistieron en el tiempo por lo que solo cabía la opción de recurrir a otro tipo de herramientas menos convencionales para poder superar los obstáculos que limitan el crecimiento y que impedían la transmisión de la política monetaria a la economía real.

4.1. EXPANSIÓN CUANTITATIVA

Este programa también conocido como QE (Quantitative Easing), va dirigido a comprar unos determinados activos en los mercados públicos y privados según las

circunstancias u objetivos que se persiguen. Se caracteriza por unos periodos de vigencia y vencimientos variables lo que repercute a la composición del balance del banco central. Por tanto, se produce un cambio en la composición y el tamaño de este para así facilitar la liquidez y las condiciones del crédito, además de tratar de evitar la caída del consumo privado y de la actividad económica.

Con esta estrategia se pretende orientar a los inversores a unos activos concretos a través de cuatro canales principalmente, (Berganza et al., 2014). El *canal de la composición de la cartera de activos* provoca que los bancos centrales adquieran un tipo de activo lo que provoca que aumente su demanda, su precio y por ello su rendimiento decrece. Ante tal tesitura, los inversores buscan invertir en otros activos con mayor riesgo para obtener unos beneficios más elevados. De este modo los precios de estos aumentan, los costes de financiación disminuyen y así, se consigue incentivar tanto la demanda como el gasto. Por otro lado, mediante el *canal de señalización* se consigue influir en las expectativas de los tipos de interés de corto plazo y en la rentabilidad de los activos de largo plazo, dando un impulso a la demanda. Esto es posible gracias al impacto de la compra de activos que muestran la intención de mantener una política laxa durante un periodo largo. El *canal de duración* hace que las carteras de los inversores sean más seguras mediante la compra de numerosos activos con vencimiento de larga duración y por último el *canal de aseguramiento* estimula las expectativas de la inflación y reduce los tipos de interés reales. Con la reorientación del riesgo y mejora de las perspectivas de demanda y precios que se consigue con el anuncio de relajación de la política por parte del banco central se llega a realizar esos cambios.

Los resultados de utilizar este instrumento en una economía se ven reflejados en los tipos de interés nominales que descienden alcanzando así, una actividad más estable y además puede mitigar las posibles situaciones deflacionistas. También la adquisición de activos causa un aumento del balance de los bancos, es decir, se elevan las reservas no obligatorias de las instituciones financieras en los bancos centrales, lo que puede acarrear un aumento de la base monetaria según argumenta Bernanke (2009).

Para el buen funcionamiento de este instrumento Esteve, V y Prats M. (2011) recomiendan reunir una serie de condiciones: El efecto estimulante solo se mantendrá durante un periodo de tiempo corto, hay que informar a los agentes económicos de las razones de actuación para así mantener las expectativas inflacionistas, centrar la atención

en la expansión del balance y al finalizar la situación de inestabilidad reestablecer el balance de la manera más rápida posible.

Por otro lado, los efectos de esta expansión cuantitativa son difíciles de conocer y el uso de este programa de manera continuada en el tiempo puede ocasionar riesgos al alza en las expectativas de inflación siempre que la oferta de bienes y servicios de la economía sea superada por la oferta monetaria.

4.2. FORWARD GUIDANCE

Esta herramienta pretende informar sobre la política monetaria futura a los agentes económicos. De este modo, se incrementa la transparencia de la política monetaria y de las perspectivas económicas que el banco central posee, además de intentar combatir las dudas sobre las medidas tomadas para así hacer frente a la inestabilidad económica una vez que los tipos de interés se han aproximado a cero. Puede diferenciarse entre una orientación política futura contingente y no contingente, en el primer caso las autoridades determinan la evolución de una variable en función de otra, de esta manera se aseguran un margen de actuación y se consigue mantener la credibilidad. Mientras en el modo no contingente no va ligado a la tendencia de una variable, simplemente es un anuncio de las futuras actuaciones.

Los principales canales de transmisión de este programa son (López, S y del Río, P, 2013):

- Curva de tipo de interés, así un anuncio sobre esta variable repercutirá en los tipos de interés a largo plazo que afectan a las condiciones financieras de los agentes económicos. Esto es posible por la teoría temporal de los tipos de interés, es decir, las expectativas de los tipos de interés a corto plazo conforman los tipos a largo plazo.
- Reducción de incertidumbre de la política monetaria del futuro conlleva reducciones en la volatilidad y la prima de riesgo. Así, el modo de actuación de orientar la política futura del banco central condicionará el nivel de confianza y de transparencia de los agentes logrando un posible alivio de la incertidumbre.
- Reducción de los tipos de interés reales al estar los tipos de interés oficiales entorno a cero y mayores expectativas de inflación. Esto puede crear estímulos monetarios pero siempre que los agentes perciban, adicionalmente, una reacción

por parte del banco central. En caso de no ser así, pueden tener la percepción de que las perspectivas económicas no son esperanzadoras y afectar a su comportamiento. La forma de orientación de la política a través de este canal está dividida ya que no hay acuerdo en la cantidad de información a entregar. Autores como English et al, (2013) y Woodford (2013) se apoyan en que mostrando las perspectivas de los tipos de interés más allá del primer movimiento su efectividad es mayor. Mientras, Trichet (2013) defiende que tal actitud es imposible de mantener en el tiempo por su riesgo de predicción, lo que provocaría la desconfianza e incertidumbre de los agentes y la ineffectividad de la política.

Sin embargo, esta orientación cuantitativa resulta difícil de llevar a cabo por los bancos centrales. Los bancos tienen que proponer un objetivo creíble para así poder conseguir los efectos políticos preestablecidos y además contar con la flexibilidad adecuada para adaptarse a posibles nuevas condiciones económicas sin variar el compromiso principal.

Además, como dice Rajan (2013) la promesa de mantener cierta variable durante un tiempo determinado puede ocasionar un problema de inconsciencia temporal ya que si la condiciones económicas varían antes de lo previsto los bancos centrales tendrán incentivos a cambiar sus planes y por lo tanto, a incumplir el compromiso inicial. También hay que tener en cuenta que la prolongada posición de los tipos de interés oficiales a niveles bajos puede dar a los agentes económicos la sensación de una recuperación económica lenta y débil, causando el desvanecimiento de unas expectativas expansivas de estos (Woodford, 2012). Por otro lado, a la hora de proponer un compromiso a la economía, se debe hacer de una manera adecuada y transparente, sin numerosos tecnicismos ya que pueden llevar a malinterpretaciones por parte de los agentes y que las intenciones iniciales finalmente se perturben.

Por tanto, la orientación futura de la política monetaria no resulta tarea fácil ya que debe tener en cuenta muchos factores difíciles de manejar y que pueden afectar negativamente a las expectativas de los agentes y a las condiciones financieras ya que resulta complicado controlar la parte cíclica y estructural de la economía¹⁴. Los desafíos

¹⁴ Véase en Filardo y Hofmann (2014).

a los que se enfrenta el banco central con esta posible respuesta son importantes. Por un lado, se debe estudiar el grado del compromiso a anunciar para así no limitar la futura capacidad de actuación de la política. Ejemplo de ello es que si se establece un fuerte compromiso también lo será el impacto en las expectativas y el riesgo de poder perder credibilidad. Otro reto es la dificultad de tomar decisiones cuando existe un comité, pueden aparecer discrepancias, retrasar el acuerdo y por tanto crear incertidumbre en los mercados. También pueden aparecer desviaciones tanto de la tendencia de los tipos de interés como de los compromisos preestablecidos generando tensiones en la credibilidad y estabilidad de la economía. Por último, aunque menos estudiado es el posible efecto del uso de la forward guidance en otras economías. La toma de decisiones futuras puede ocasionar un impacto cruzado para otros mercados internacionales y por ende, alterar su evolución.

4.3. FACILIDADES DE CRÉDITO

La expansión cuantitativa y la orientación futura de la política son las respuestas más efectivas que pueden beneficiar a los bancos centrales. No obstante, este programa de facilidad de crédito al sector bancario tiene el propósito de promover un mayor dinamismo del crédito bancario. Los bancos centrales tratan de reactivar la actividad económica mediante la reducción de los costes de financiación e incentivar la oferta del crédito al sector real.

La idea principal es financiar fondos a largo plazo a las entidades y que éstos lo ofrezcan a hogares y empresas con la finalidad de incrementar el crecimiento económico y la productividad.

Pese a todo, este programa tiene cierto nivel de incertidumbre sobre el efecto que puede tener en los créditos bancarios y su responsabilidad en posibles mejoras económicas ya que es difícil desagregarlo de otros factores.

4.4. ALTERACIÓN DEL OBJETIVO

Otra posible respuesta para hacer frente a la inestabilidad económica es el cambio de orientación del objetivo de la política monetaria. Sin embargo, esta posible medida es

de las más complicadas de introducir porque requiere un estudio profundo y un arduo trabajo.

Se propone dejar apartado momentáneamente el objetivo para establecer como objetivo un nivel de crecimiento del PIB nominal. De esta manera, sin hacer distinciones entre inflación y PIB real, se podría conseguir una desviación temporal de la inflación que permitiera llevar a cabo una política monetaria expansiva y así suavizar las fluctuaciones macroeconómicas que surgen de la inestabilidad¹⁵.

No obstante, muchos no están de acuerdo con esta respuesta de cambio radical y abogan por una modificación del objetivo prioritario. Esto consistiría en aumentar los valores de referencia y así, tener más maniobra de actuación y poder modificar los tipos si fuera necesario (Blanchard et al. 2010). Por ejemplo, Ball (2013) realiza un estudio de esta posible medida. Si el objetivo de inflación se elevara al 4% proporcionaría una mayor reducción de los tipos de interés nominales, pero esta actitud dificultaría el mantenimiento estable de la inflación y de sus expectativas, que se dispararían y ocasionaría un daño en la imagen de la economía.

Así pues, las opciones que los Bancos Centrales del mundo tienen a su disposición son variadas. Para poder enfrentarse a la inestabilidad financiera cada uno eligió aquellos programas que más se adaptaban a su estilo de política y coyuntura económica, pero todos con el objetivo común de reestablecer la normalidad macroeconómica.

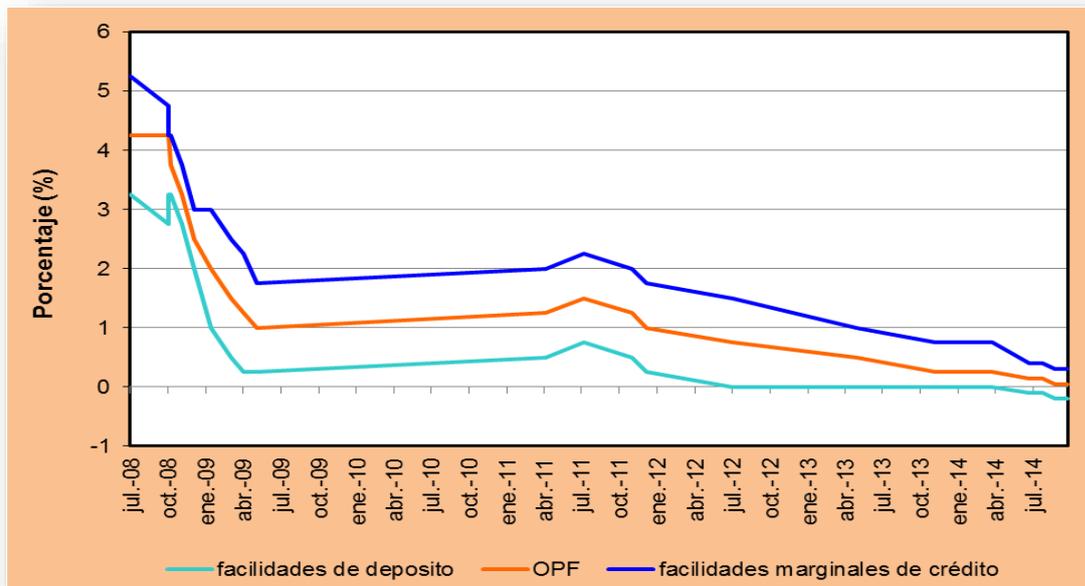
5. ACTUACIÓN DEL BCE ANTE LA CRISIS

El escenario económico desde 2007 no ha sido favorable para alcanzar todos los objetivos que el BCE tenía previsto cuando comenzó su andadura en 1998. El estallido de la crisis financiera, sumió a la zona euro en una terrible situación de incertidumbre económica. El BCE se encontró ante un escenario sin precedentes y con un marco de actuación limitado. Cada banco central se adaptó a sus características y actuó con independencia del resto, por ello, el BCE, centró, primeramente, su atención en reestablecer la transmisión de la política monetaria y suministrar la suficiente liquidez (Ayuso y Malo de Molina, 2011).

¹⁵ Véase Gual, J. (2013) y Montoriol-Garriga, J. (2013).

Las respuestas de la autoridad europea fueron primeramente convencionales, para así tratar de atajar el problema y poder sostener la economía bajo control mediante sus herramientas habituales. No obstante, esto no fue posible, por lo que entró en acción la política monetaria no convencional que opera mediante cambios en los tipos de interés a largo plazo, cuyo valor depende del de una media de los tipos de interés a corto plazo, la prima de riesgo y las expectativas de inflación. Una orientación futura de la política o la señalización y duración de la compra de activos pueden afectar a una o varias de estas variables, lo que altera los tipos de interés a largo plazo y, por lo tanto, la evolución de la demanda y los precios.

Gráfico 5. *Tipos de Interés Oficiales del BCE (2008-2014)*



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central Europeo.

2007. EL INICIO DE LA GRAN CRISIS. PROVISIÓN DE LIQUIDEZ.

La inestabilidad provocada por las hipotecas *subprime* en EEUU, que se propagó al resto de los mercados financieros, acompañado del débil crecimiento económico y las tensiones inflacionistas hicieron sentir los primeros síntomas de la gran crisis mundial que estaba a punto de llegar.

El 9 de agosto de 2007, los bancos centrales mundiales ya comenzaron a introducir las primeras medidas para hacer frente a las señales de crisis. La reacción del BCE fue una fuerte **inyección de liquidez** para las entidades que lo necesitaran y así, poder garantizar el buen funcionamiento del mercado, luchando contra la aversión al riesgo y la desconfianza entre los intermediarios financieros. Este primer movimiento se calcula que fue de 95 mil millones de euros a un tipo oficial de un 4%, reflejando así la magnitud de la incertidumbre que asolaba la economía.

Los **tipos de interés**, un instrumento convencional de la política monetaria, no se modificaron primeramente para así mantener las expectativas de la inflación que en una situación de perturbaciones negativas en el lado de la oferta, podían verse presionadas.

Complementariamente, el BCE llevó a cabo unas **operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML)** para gestionar el mercado de liquidez y controlar la volatilidad del sistema financiero, otorgando así, mayores plazos de vencimiento a tres y seis meses.

Por otro lado, las tensiones en los mercados internacionales hacían tambalear los mercados de divisas lo que hizo que el BCE creara una **línea de swap temporal** con la Reserva Federal, para garantizar la disponibilidad de dólares en el mercado europeo.

Estas primeras medidas no supusieron una gran repercusión ni en el balance ni en la política monetaria del BCE debido a que las inyecciones realizadas se drenaban mediante la facilidad de depósito, es decir, los depósitos que realizaban en el banco central las entidades reacias a prestar su exceso de liquidez al mercado.

Cuadro 1. Medidas de Política Monetaria de 2007

2007
AGOSTO
- Inyección ilimitada de liquidez. 95 mil millones de euros al 4%.
- Ampliación del vencimiento de las OFPML a tres meses. Ejecución de la primera operación. 40 mil millones de euros.
SEPTIEMBRE
- Nueva OFPML a tres meses por valor de 75 mil millones de euros
NOVIEMBRE
- OFPML complementaria de 60 mil millones de euros
DICIEMBRE
- Dos líneas de <i>swap</i> temporales en dólares estadounidenses. 20 mil millones

Fuente: Elaboración propia a partir del Informe Anual del Banco Central Europeo, 2007.

2008. INTRODUCCIÓN DE NUEVAS MEDIDAS.

La incertidumbre financiera internacional se acentúa este año, tras la quiebra del banco estadounidense Lehman Brothers. Así, la ejecución de las políticas monetarias mundiales luchó por hacer frente a estas tensiones financieras de los mercados monetarios internacionales. El BCE destacó por su rápida provisión de liquidez, modificación del sistema de subasta y ampliación de lista de colaterales.

El Consejo de Gobierno del BCE decidió actuar sobre los **tipos de interés**. En julio llevó a cabo un incremento de 25 puntos básicos situándolo para la operación de financiación principal en el 4,25%, la facilidad de depósito en el 3,25% y la facilidad marginal de crédito en 5,25%. Esta medida se tomó para poder hacer frente a las tensiones inflacionistas que se percibían, sin embargo, fue criticado posteriormente debido al rumbo que siguió la economía. Los acontecimientos económicos no dejaban de surgir y en septiembre de 2008 tuvo lugar la quiebra de uno de los grandes bancos de interés estadounidenses, Lehman Brothers.

Con una economía mundial sumida en la inestabilidad y la aversión al riesgo, el BCE decide cambiar su estrategia a seguir en los tipos de interés y realiza tres rectificaciones en los meses posteriores. Esta primera reacción de la autoridad monetaria europea trataba de reactivar una economía frenada por los desequilibrios en los mercados

financieros, la alta percepción de riesgo y un cambio de tendencia de la inflación que incrementaba la probabilidad de deflación en el futuro.

Además, con el clima económico del momento, se escogió modificar el **procedimiento de subasta de liquidez** mediante la implantación de un tipo de interés fijo con adjudicación plena y la ampliación de la **lista de activos de garantía**. Así se facilitó el que las entidades pudieran deshacerse de un mayor número de activos que el sector privado no aceptaba y garantizar la financiación que fuera necesaria.

Las operaciones de financiación no cesaron y el BCE en marzo continuó realizando **OFPM** a tres meses por un importe de 50 mil millones de euros, sin embargo, por otro lado, decidió establecer otras dos operaciones complementarias con un plazo más amplio, a seis meses, de 25 mil millones cada una. Esto respondía al compromiso que el BCE tenía con el sistema financiero y tal ayuda sirvió para aliviar las tensiones monetarias de la economía lo que redujo de manera general el EONIA (véase gráfico 4).

La financiación en dólares también se hizo importante en este año por la intensificación de las tensiones del mercado internacional, lo que provocó que el BCE y la Reserva Federal renovaran una nueva **línea de swap** para así facilitar la provisión de dólares norteamericanos necesaria. Estas subastas tenían un importe fijado pero debido al endurecimiento de las condiciones económicas se tuvieron que elevar y el saldo de esta financiación de divisas se elevó a 50 mil millones de dólares.

Con el recrudecimiento de la crisis económica mundial se hizo presente la necesidad de financiación en francos suizo para los bancos de la zona euro, por lo que el Banco Nacional Suizo y el BCE establecieron una **línea de swap**. De este modo, se mejoró la liquidez del mercado monetario en la moneda suiza y se proporcionó tal divisa a las entidades de contrapartida.

El ambiente económico del momento destapó la posibilidad de caer en la *trampa de liquidez*. Con una economía apalancada y tipos de interés cercanos a cero, se limitaba el poder de actuación de las autoridades monetarias por lo que la política más óptima que podían ejercer era una que actuara sobre las expectativas de la inflación. Muchos expertos como Lars E.O. Svenson (2003) defienden esta postura de utilizar una herramienta teórica innovadora fuera de su programa preestablecido (véase página 21). La estrategia consistiría en poder convencer al sector privado de que la futura inflación se incrementaría y el tipo de interés sería menor, para así incentivar el gasto y espantar los fantasmas de la deflación. Esta prueba de credibilidad sería dura y requiere de otras medidas concretas,

transparentes para así poder seguir en la senda del compromiso adquirido. Este movimiento enseguida lo adaptaron algunas economías mundiales como la estadounidense mientras el BCE fue más reticente a instaurarla y no sería hasta cinco años después cuando comenzara a trabajar con ella.

Cuadro 2. Medidas de Política Monetaria de 2008

2008
MARZO
- Línea de <i>swap</i> temporales en dólares estadounidenses. 50 mil millones.
- OFPML a tres meses por valor de 50 mil millones de euros
ABRIL
- Nueva OFPML a seis meses por valor de 25 mil millones de euros
JULIO
- OFPML a seis meses por valor de 25 mil millones de euros
- Modificación de los tipos de interés oficiales con incremento 25 puntos básicos. OPF en 4,25%, facilidad de depósito en 3,25% y facilidad marginal de crédito en 5,25%.
OCTUBRE
- Nueva línea de <i>swap</i> temporales en francos suizos. 20 mil millones
- Ampliación lista de activos de garantía
- Establecimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.
- Reducción de los tipos de interés de la facilidad de depósito y la facilidad marginal de crédito en 50 pb. Situándolos en 2,75% y 4,75% respectivamente. El día 15, se rectifica esta modificación y se reduce a 3,75% el tipo de las operaciones principales de financiación.
NOVIEMBRE
- Nueva reducción de los tipos de interés de 50 pb. Siendo el tipo de las operaciones principales de financiación de 3,25, el de la facilidad de depósito de 2,75% y el de la facilidad marginal de crédito de 3,75%
DICIEMBRE
- Descenso de 75 pb de los tipos de interés oficiales. 2,50% las operaciones principales de financiación, 2,00% la facilidad de depósito y 3,00% la facilidad marginal de crédito.

Fuente: Elaboración propia a partir del Informe Anual del Banco Central Europeo, 2008.

2009. APOYO A LA FACILIDAD DE CRÉDITO.

En este nuevo año las medidas convencionales y no convencionales continuaron pero se centraron en garantizar, fundamentalmente, el apoyo al crédito para así conseguir que la liquidez fluyera en la economía. A finales de este año todo el esfuerzo invertido dará cierta esperanza por la mejora en las condiciones financieras europeas.

Los **tipos de interés oficiales** del BCE fueron modificados nuevamente, en cuatro ocasiones en el primer semestre. La reducción fue gradual, y en mayo la facilidad marginal de crédito, las operaciones principales de financiación y la facilidad de depósito se situaron en el 1,75%, 1% y el 0,25% respectivamente. La persistencia de esta medida, año tras año, se debió a los esfuerzos de la zona euro por hacer frente a las continuadas presiones monetarias que asolaban la economía mundial.

Por otro lado, también permanecieron las **OFPML**, con los diversos plazos establecidos. No obstante, en 2009, se amplía esta variedad y ofrecen una operación de financiación a un vencimiento aún mayor, a doce meses. Esta decisión no tenía otro objetivo más que seguir distribuyendo liquidez a las entidades solventes previa presentación de los activos de garantía oportunos, y así, continuar con los esfuerzos de reflotar el mercado monetario. Esta nueva oportunidad de financiación se presentó en tres ocasiones en su primer año, mediante el sistema de subastas a tipos de interés fijos con una adjudicación plena, como se implantó el año anterior. La ampliación de plazos de estas operaciones surtió mucho efecto, tanto es así, que con el tiempo se observó que el número de entidades que requerían de esta ayuda de liquidez descendió. Poco a poco, las entidades necesitadas de financiación iban solventando sus problemas y reestableciendo su situación en el mercado.

Dos años después del inicio de la inestabilidad financiera el BCE inicia la andadura en la política no convencional con la primera compra de activos. Estableció el **Programa de Adquisición de Bonos Garantizados**¹⁶ (CBPP¹⁷) con una duración de un año. Apoyada en la teoría de la facilidad de crédito (véase página 21) su función principal era recomponer y dinamizar el mercado hipotecario, sector que fue un importante suministrador de fondos para bancos europeos y que resultó gravemente tocado tras la crisis. Por ello, el BCE se comprometió a adquirir 60 mil millones de euros en unos determinados bonos de la zona. Esta operación resultó de gran ayuda para dinamizar el mercado primario de este tipo de bonos y garantizar así la disponibilidad de valores adecuados para las operaciones de préstamo.

¹⁶ Forma de titulización por la cual los activos subyacentes permanecen de forma habitual en el balance del emisor y los compradores pueden recurrir contra el emisor y ejecutar esta garantía. Después de los bonos públicos son los más frecuentes en el mercado de renta fija.

¹⁷ Covered Bond Purchase Program

Cuadro 3. Medidas de Política Monetaria de 2009

2009
ENERO
- Reducción de 100 pb en el tipo de interés de la facilidad de depósito y una reducción de 50 pb en el tipo de interés de las operaciones principales de financiación.
MARZO
- Reducción de 50 pb en los tipos de interés oficiales. Colocando el tipo de la facilidad de depósito en 0,50%, el de las operaciones principales de financiación en 1,50% y la facilidad marginal de crédito en 2,50%.
ABRIL
- Modificación de los tipos de interés oficiales con descenso de 25 pb. Siendo el tipo de las operaciones principales de financiación de 1,25%, facilidad de depósito en 0,25% y la facilidad marginal de crédito de 2,25%.
MAYO
- Ampliación del vencimiento de las OFPML a doce meses.
- Establecimiento del Programa de Adquisición de Bonos Garantizados (CBPP) por un valor de 60 mil millones de euros.
- Reducción de los tipos de interés de las operaciones principales de financiación y la facilidad marginal de crédito en 25 y 50 pb respectivamente. Situándolos en 1,00 %, 2,25% y permaneciendo estable el tipo de la facilidad de depósito.
JUNIO
- Ejecución de la primera OFPML a doce meses.
OCTUBRE
- Ejecución de la segunda OFPML a doce meses. Siendo el importe total de las dos de 442 mil millones de euros.

Fuente: Elaboración propia a partir del Informe Anual del Banco Central Europeo, 2009.

2010. RETORNO A LA INESTABILIDAD. DEUDA SOBERANA.

2010 fue un año de contrastes. Al principio, la normalidad parecía haber vuelto a la escena de la economía internacional, sin embargo, a mitad de año las turbulencias financieras volvieron a hacerse presentes. Comenzó a surgir desconfianza sobre las finanzas públicas de determinados países europeos, los periféricos.

Por un lado, debido a los primeros síntomas de recuperación, la herramienta fundamental de la autoridad monetaria europea, **los tipos de interés**, permanecieron inalterados, por lo que siguieron estando el tipo la facilidad marginal de crédito en el 1,75,

el tipo de las operaciones principales de financiación en el 1% y el tipo de la facilidad de depósito en el 0,25%. No obstante, cabe destacar que en el momento en el que la inestabilidad retorna a los mercados, no se vio necesario alterar nuevamente estos tipos de interés.

Otra de las medidas ya habituales del BCE desde el inicio de la crisis, las OFPML, se fueron retirando poco a poco debido a las buenas sensaciones que vivía la economía. Se suspendieron las OFPML a tres, seis y doce meses y se retornó al sistema de subasta con tipo de interés variable en este tipo de operaciones. Sin embargo, esta tranquilidad solo fue aparente y en mayo de 2010 se tomó la decisión de volver a establecer la estrategia de subasta a tipo de interés fijo y realizar OFPML con vencimiento a seis meses¹⁸.

Un ejemplo de posible recuperación económica de la zona, fue la no renovación de las **inyecciones de liquidez en divisas** que en enero se daban por acabadas, dos años después de su implantación. A pesar de ello, esto fue una utopía, y en mayo se vuelve a firmar una línea de *swap* en dólares estadounidenses para así paliar las tensiones que habían aparecido en determinadas economías de la eurozona y evitar el contagio al resto de integrantes. Además, también se vio la necesidad de crear una nueva línea temporal de *swap* con el Banco de Inglaterra en una cantidad de 10 mil millones de libras esterlinas, para así poder hacer frente a las necesidades de financiación en dicha divisa.

Por motivos de la inestabilidad surgida en determinadas economías europeas debido al saldo de sus cuentas públicas, surgió una crisis de deuda soberana en la eurozona. Ante tal tesitura, el BCE vio oportuno crear una nueva política monetaria no convencional, la segunda que se establece en el transcurso de la crisis. Fue un **Programa para los Mercados de Valores (SMP¹⁹)**. Esta nueva estrategia consistía en una expansión cuantitativa, aunque no completa ya que no afecta al balance del banco central, que trataba de garantizar la transmisión correcta de la política monetaria y evitar el contagio de la inestabilidad al resto de países de la zona. Su funcionamiento consistió en actuar tanto en mercados secundarios y primarios. En el primero, su labor era compra deuda pública que previamente los Estados habían emitido. Y por otro lado, en ambos mercados los bancos centrales adquirieron valores de renta fija. Inicialmente, este

¹⁸ Estas pujas se realizaron en abril con un tipo mínimo del 1% y un importe de 15 mil millones de euros. El BCE pudo cubrir todas las necesidades de financiación ya que solo se pujó por 4,8 mil millones. (Véase Informe Anual BCE, 2010)

¹⁹ Securities Market Program

programa, que trataba de solucionar el mal funcionamiento de algunos mercados, estableció el importe de compra en 16,5 mil millones de euros, pero posteriormente se ampliaría. Estas inyecciones de liquidez no permanecían en la economía sino que luego eran reabsorbidas por el propio BCE mediante captación de depósitos a plazo fijo en una cantidad igual a la prestada. De este modo, este programa es similar a una expansión cuantitativa (véase página 21) con la compra de activos determinados y el objetivo de reestructurar el mercado soberano pero sin alterar el balance del banco central ni la base monetaria.

Cuadro 4. Medidas de Política Monetaria de 2010

2010
MAYO
- Nueva línea de <i>swap</i> temporal en dólares estadounidenses por valor de 10 mil millones
- Establecimiento del Programa para los Mercados de Valores (SMP)
DICIEMBRE
- Nueva línea de <i>swap</i> temporal en libras esterlinas por valor de 10 mil millones

Fuente: Elaboración propia a partir del Informe Anual del Banco Central Europeo, 2010.

2011. RETORNO A LA INNOVACIÓN MONETARIA

La estabilidad económica no se hacía presente todavía, las tensiones financieras se intensificaron al igual que la crisis soberana bancaria y las pésimas perspectivas de crecimiento para este año.

Tras un año sin alteraciones en los **tipos de interés oficiales**, en 2011 se realizan nuevas modificaciones en ambos sentidos. Primeramente, en abril y julio se elevan los tipos 25 puntos básicos en cada mes, sin embargo, en noviembre y diciembre se decide rebajar en los mismos puntos básicos que previamente se habían incrementado. De esta manera, la situación de los tipos de interés oficiales a finales de este año se sitúa igual que antes de las modificaciones, es decir, las operaciones principales de financiación en el 1%, la facilidad de depósito en el 0,25% y la facilidad marginal de crédito en el 1,75%.

Tantos cambios siempre se debieron a la misma razón, la misma que en los otros periodos, contrarrestar los efectos de las turbulencias económicas que asolaban la eurozona.

La intención de reestablecer la buena transmisión de la política monetaria a la economía continuaba y con ello la ejecución del programa **SMP** que a final de año acumulaba una compra de valores por un importe de 218 mil millones de euros.

Respecto al mercado de divisas, el Eurosistema prorrogó en dos ocasiones la línea de *swap* en dólares de EEUU, por la demanda de financiación de dicha divisas, no obstante, esto no quedó ahí, y se estableció una estrecha colaboración entre los principales bancos centrales europeos. Los bancos de Inglaterra, Canadá, Japón, EEUU y Europa crearon una línea temporal de swap entre sus monedas para así proporcionar liquidez en las divisas demandadas y tratar de mitigar las tensiones financieras que asolaban dichas economías y que asfixiaban la actividad económica.

Una de las novedades que el BCE introduce en la economía europea es el aumento de los vencimientos de las **OFPM** a tres años con un volumen de 489,2 mil millones de euros la primera, y una posterior que incrementaría el valor total hasta algo más de un billón de euros. La intención era la misma que las anteriores operaciones de financiación pero se pretendía dar la oportunidad de disponer de un plazo más holgado de devolución y así evitar la necesidad de refinanciación.

Otra nueva iniciativa del ejecutivo europeo fue llevar a cabo la tercera política no convencional que se establece desde el estallido de la crisis. Se adoptó un nuevo **programa de Adquisición de Bonos Garantizados (CPBB2)**, al igual que el primer programa, se trataba de una compra de activos con el fin de mejorar la financiación a las entidades y así, estas mejoras se transmitieran mediante créditos a los agentes económicos. El valor de esta estrategia se estimó en 40 mil millones de euros y se podía realizar en mercados secundarios, siempre cumpliendo unas condiciones ya preestablecidas. Las dimensiones de estos dos programas de adquisición se hicieron visibles en el balance del banco que se incrementó de manera considerable, pero sin esta reacción el efecto de las reducciones de tipos de interés no se habría transmitido a la economía real.

Un cambio nuevo y relevante que el Consejo de Gobierno decidió llevar a cabo fue la reducción del **coeficiente de reservas** hasta el 1%, de esta manera los bancos tenían que depositar de manera obligatoria un porcentaje menor de dinero en depósito. Por

último, también se decidió, como ya se había hecho previamente, **ampliar la lista de activos de garantía admitidos** para sus operaciones de crédito. Estas medidas tomadas a final de año eran una respuesta a la falta de dinamismo de la liquidez que el BCE inyectaba mediante otros programas y que dificultaba la facilidad de crédito bancario. Las intenciones eran reactivar todo ese dinero en la economía y que pasara de las entidades de crédito a la economía real.

Cabe reseñar que a partir de este año, la inflación se tornará a la baja, seguirá una tendencia volátil pero que terminará decreciendo poco a poco y sumándose a la lista de desequilibrios.

Cuadro 5. Medidas de Política Monetaria de 2011

2011
ABRIL
- Modificación de los tipos de interés oficiales con un incremento de 25 puntos básicos en la OPF en 1,25%, facilidad de depósito en 0,50% y la facilidad marginal de crédito en 2,00%.
JULIO
- Vuelven a incrementarse los tipos de interés oficiales en 25 pb. Situándose la facilidad de depósito, las operaciones principales de financiación y la facilidad marginal de crédito en 0,75%, 1,50% y 2,25%, respectivamente.
OCTUBRE
- Establecimiento del segundo Programa de Adquisición de Bonos Garantizados (CBPP2) por un valor de 40mil millones de euros.
NOVIEMBRE
- Reducción de los tipos de interés oficiales en 25 pb. Siendo el tipo de las operaciones principales de financiación de 1,25%, la facilidad marginal de crédito de 2,00% y la facilidad de depósito de 0,50%.
- Acuerdo entre los Bancos Centrales de Canadá, Japón, Inglaterra, EEUU y Europa de crear una línea de swap temporal para mitigar las tensiones.
DICIEMBRE
- Ampliación del vencimiento de las OFPML a tres años. Estimando el importe en 489,2 mil millones.
- Ejecución del programa SMP alcanzando un valor de 218 mil millones.
- Modificación del coeficiente de reserva del 2% al 1% para así relajar las exigencias de depósito.
- Ampliación de la lista de activos de garantía admitidos.
- Modificación de los tipos de interés oficiales con un descenso de 25 puntos básicos. Estableciéndose la OPF en 1,00%, facilidad de depósito en 0,25% y la facilidad marginal de crédito en 1,75%.

Fuente: Elaboración propia a partir del Informe Anual del Banco Central Europeo, 2011.

2012. OBJETIVO: CONTROL DE LA DEUDA SOBERANA

Los esfuerzos tras cinco años de crisis relajan suavemente la situación, pero las tensiones en los mercados de deuda soberana ralentizaron los beneficios de tales medidas. La fragmentación horizontal que asola la economía europea se intensifica este año con nuevos países con necesidad de asistencia, por ello, el BCE tiene que volver a reaccionar con contundencia.

Primeramente, **los tipos de interés oficiales** volvieron a modificarse, aunque esta vez solo una única vez. En julio de 2012 los tipos de la facilidad marginal de crédito, las operaciones principales de financiación y la facilidad de depósito se redujeron en 25 puntos básicos, por lo que acabaron siendo de 1,50%, 0,75% y 0%, respectivamente. Esta decisión tuvo su repercusión en el aumento del exceso de reservas de las entidades de crédito ya que reduciendo los tipos de la facilidad de depósito, las entidades se mostraban indiferentes al depositar su exceso de liquidez en el BCE o guardarlo en sus cuentas corrientes.

El Eurosistema se mantuvo constante en su intención de hacer frente a las tensiones financieras que algunos segmentos de los mercados sufrían, por lo que estableció dos inyecciones de liquidez a través de **OFPMML a tres años** por un valor de 1 billón de euros.

El Programa para los Mercados de Valores se quedó obsoleto tras la implantación de un nuevo programa llamado **Operación Monetaria de Compraventa (OMC)**. Este instrumento fue la cuarta estrategia no convencional que se adoptó desde 2007. Su objetivo era el mismo que el resto de programas, reestablecer y garantizar el funcionamiento efectivo del canal de transmisión de la política monetaria para así lograr el objetivo prioritario de la zona euro, siempre bajo unos estrictos requisitos²⁰. Entre estos se ve necesario que la compra se realice en el mercado secundario ya que el BCE y los BCN tienen el acceso restringido al mercado primario. Además de que no puede utilizarse para eludir los objetivos primordiales de estabilidad de precios, de independencia del banco central y de mantener la disciplina fiscal. También, los bonos públicos adquiridos tendrán un vencimiento, acordado con anterioridad, de entre uno y tres años. Estas condiciones estrictas irán unidas al Fondo Europeo de Estabilidad Financiero y el

²⁰ Para conocer las características más técnicas discurso del 6 de septiembre de 2012 del presidente del BCE (<http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2012/html/is120906.en.html>)

Mecanismo Europeo de Estabilidad para alcanzar los ajustes macroeconómicos necesarios. Por tanto estos compromisos y plazos previos deben ser adoptados para llevar a cabo el programa y cumplir los objetivos.

Cuadro 6. Medidas de Política Monetaria de 2012

2012
FEBRERO
- Ejecución de una segunda OFPML a tres años por un valor de 529,5 mil millones de euros.
JULIO
- Reducción de los tipos de interés oficiales en 25 pb. Situándose la facilidad de depósito, las operaciones principales de financiación y la facilidad marginal de crédito en 0,00%, 0,75% y 1,50%, respectivamente.
SEPTIEMBRE
- Establecimiento del programa Operación Monetaria de Compraventa (OMC) por un valor de 219,5 mil millones de euros.

Fuente: Elaboración propia a partir del Informe Anual del Banco Central Europeo, 2012.

2013. AÑO DE OPTIMISMO

Este nuevo año trajo un aire renovado de optimismo para los mercados financieros, incluso se reabrieron hacia los países periféricos de la Eurozona. Esta nueva actitud se apoyó en la confianza que los agentes tenían en la superación de los problemas y en las expectativas alcistas de los indicadores. Las acciones del BCE destacaron en este periodo por su tono expansivo e innovador que buscaron estabilizar las economías débiles y reunificarlas con el resto.

El BCE continuó con el uso de su herramienta fundamental para poder estimular la actividad económica, de este modo, redujo los **tipos de interés** en dos ocasiones en el año 2013. El cambio no fue igual que en otras ocasiones ya que mantuvo intacto los tipos de interés de la facilidad de depósito en el 0%. Solamente actuó en los tipos de interés de las operaciones principales de financiación y en la facilidad marginal de crédito en mayo y diciembre. Primeramente los redujo en 25 y 50 puntos básicos respectivamente y luego, ambos en 25 puntos básicos. De esta manera los tipos de interés oficiales se quedaron en

0,25% y 0,75%. Con esta tendencia en torno a cero, poco a poco, el BCE iba limitando su capacidad de actuación con esta herramienta, lo que llevará a tener que idear medidas más innovadoras y revolucionarias.

Con el instrumento por excelencia cercano a cero las posibilidades convencionales de actuar se limitan por lo que llega la hora de incluir una nueva medida y fijar el quinto programa no convencional. Se comienza a jugar con las expectativas de los indicadores para poder influir en la de los agentes. Se inicia un programa de **Forward Guidance** (véase página 21), influyendo en los tipos de interés a largo plazo y así estimular el gasto y el consumo de ciertos activos por parte de los agentes económicos. Por lo tanto, el BCE se comprometió a mantener los tipos de interés oficiales o incluso a reducirlos por un periodo prolongado de tiempo. No obstante, este instrumento se ha usado de manera vaga en comparación con otros bancos centrales, que por ejemplo, establecían su mantenimiento en función del cumplimiento de un umbral preestablecido. La zona del euro se ha caracterizado principalmente por actuar de manera no contingente, mediante anuncios del Consejo de Gobierno y del mismo presidente del banco central, Mario Draghi, sobre la futura evolución de las variables primordiales y de las medidas de ajuste. El miedo al posible abandono del euro por parte de algunos países²¹ dio lugar a la frase más transcendental hasta el momento de Mario Draghi, “el BCE está preparado para **hacer lo que sea necesario** para preservar el euro. Y créanme, será suficiente”. Estas palabras sirvieron para controlar la espiral alcista de los diferenciales de la deuda periférica (Ubide, A. 2014). Además posteriormente, se declaró el mantenimiento de los tipos de interés durante un tiempo prolongado pero sin informar sobre las medidas o normas que se establecerían, de esta manera se muestra que gran parte del éxito de este programa se debe a la confianza en la economía y en las decisiones de sus dirigentes.

²¹ Este hecho es conocido como “Riesgo de redenominación”.

Cuadro 7. Medidas de Política Monetaria de 2013

2013
MAYO
- Modificación de los tipos de interés oficiales. Las operaciones principales de financiación se reducen a 0,50% y la facilidad marginal de crédito se sitúa en el 1,00%. Mientras la facilidad de depósito se mantiene en el 0,00%.
JULIO
- Ejecución de la medida no convencional <i>Forward Guidance</i> , relacionada con la influencia en las expectativas futuras.
NOVIEMBRE
- Reducción de los tipos de interés oficiales en 25 pb. Siendo el tipo de las operaciones principales de financiación de 0,25% y la facilidad marginal de crédito de 0,75%. La facilidad de depósito continúa estable en 0,00%.

Fuente: Elaboración propia a partir del Informe Anual del Banco Central Europeo, 2013.

2014, LA ACTUALIDAD

El presente año muestra la continuidad de la divergencia en el proceso de crecimiento económico en las distintas regiones de la zona euro, unido que propicia ralentización del mismo y dificulta la recuperación. Con esta tendencia se muestra la posible ineficiencia de las reformas que han llevado a cabo los gobiernos y la continuidad de la heterogeneidad interna. Por otro lado, la inflación continúa una senda decreciente preocupante que termina debilitando la demanda.

Por un lado, en la primera mitad del año se decide mantener los **tipos de interés**, pero en julio ya se produce una nueva reducción de estos, la facilidad marginal de crédito se establece en el 0,40%, las operaciones de financiación principal en 0,15% y la facilidad de depósito se tornó en niveles negativos con un $-0,10\%$. Esta última decisión del BCE de establecer un tipo de interés negativo implica “la obligación de pago del depositante al banco central pertinente del Eurosistema y el derecho de este banco a hacer el cargo correspondiente en la cuenta de la entidad de contrapartida”, (Diario Oficial de la Unión Europea, BCE/2014/23). Sin embargo, dos meses después, se intensifica la reducción y los tipos de interés se sitúan en 10 puntos básicos menos. Este escenario, de tipos de interés casi en cifras nulas anula el margen de maniobra de la política monetaria europea al no poder actuar de manera convencional, lo que obligará a establecer nuevas medidas innovadoras que pueden crear cierto nivel de incertidumbre en la economía.

Por otro lado, continuaron ejecutándose **OFFPML** a un plazo de tres meses pero también a un vencimiento mayor, a tres años. Esta inyección de liquidez se estimó en 48 mil millones de euros. De este modo, se mantiene la financiación adicional que el BCE ha realizado desde el inicio de la crisis con vencimientos más largos para así facilitar su devolución y dar oxígeno al sistema financiero.

El programa *Forward Guidance*, que había comenzado de manera dubitativa ya es una estrategia de peso para continuar la reconstrucción de la transmisión de la política monetaria mediante la influencia en las expectativas de los agentes económicos.

Además, en junio de 2014, se cancelan las **operaciones de ajuste semanal de absorción de liquidez** que se habían establecido por el programa para el Mercado de Valores, SMP, debido a las tensiones aparecidas en los tipos del mercado monetario por la limitación del exceso de liquidez. La repercusión de esta medida fue el aumento del de este exceso y la inmovilización de las fluctuaciones de los tipos de interés de los mercados con la finalidad de controlar las inyecciones de liquidez realizadas a través de operaciones de financiación.

El mes de septiembre destacó, aparte de por la nueva reducción de los tipos de interés oficiales nombrada anteriormente, por la implantación de la sexta respuesta innovadora. El BCE decide responder a la inestabilidad económica con la medida no convencional de expansión cuantitativa (véase página 21), pero no sería una expansión completa, la zona euro llevaría a cabo una QE “a la europea”, intercediendo y comprando bonos solamente en el mercado privado. Así, el **programa de compra de bonos respaldados por activos (ABS) llamado ABSPP**, se trata de la compra de activos no financieros del sector privado, que posteriormente intenta venderlos a inversores para aligerar el balance del banco. De esta manera, se facilita nuevamente la financiación directa a empresas y familias, es decir, desbloquea el flujo del crédito a la economía real. Esta nueva QE “a la europea” se estima podría valorarse en un billón de euros.

Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno europeo lanza un nuevo programa no convencional consistente en la compra de activos que ya sería la séptima medida desde el inicio de la gran recesión. Se adopta la **compra de bonos garantizados (CBPP3)** para continuar intentando reestablecer la transmisión de la política monetaria. Las estrictas condiciones se mantienen y se establece una calificación mínima para la aceptación de los bonos. Pese a ello, estas medidas pueden repercutir en el balance del banco central

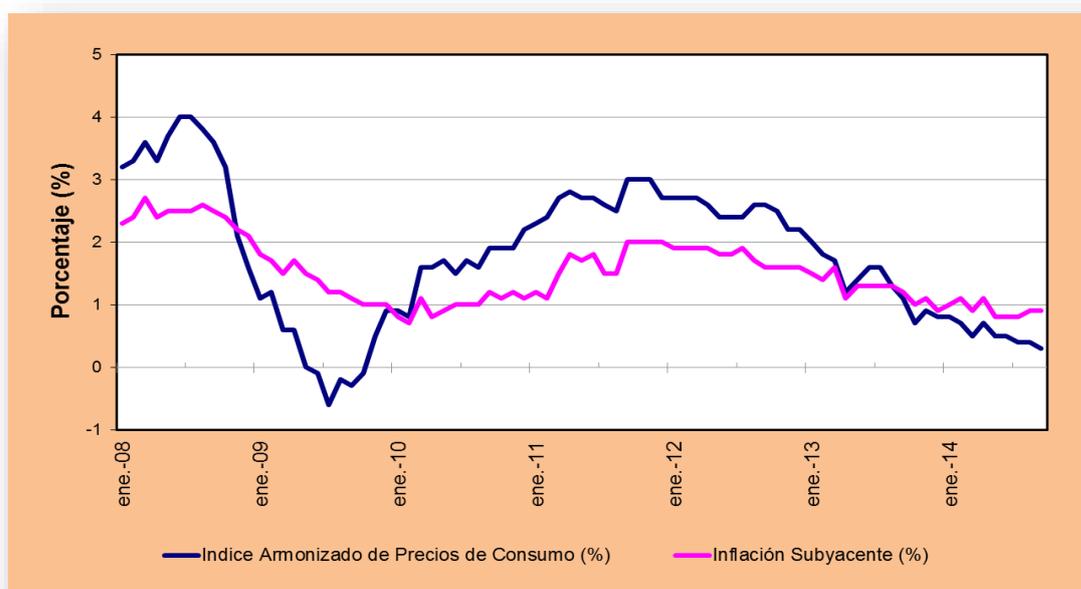
según anunció Mario Draghi, presidente del BCE, en su conferencia mensual de septiembre, al no poder colocar todos los bonos privados en los mercados. Pero por otro lado, también beneficiará al pilar principal de la Eurozona, podrá contribuir a combatir la deflación y situar a la inflación a los niveles acordados inicialmente.

Cuadro 8. Medidas de Política Monetaria de 2014

2014
JUNIO
- Cancelación de la operación de absorción de liquidez relacionado con el programa SMP.
-Ampliación del vencimiento de las OFPML a cuatro años por un valor de 400 mil millones de euros. Ejecución de una OFPML a tres años por un importe de 48 mil millones de euros.
JULIO
- Reducción de los tipos de interés oficiales en 10 pb. Siendo el tipo de las operaciones principales de financiación de 0,15% y la facilidad marginal de crédito de 0,40% . El tipo de la facilidad de depósito se volvió negativo -0,10%.
SEPTIEMBRE
- Establecimiento del programa de Compra de bonos respaldados por activos (ABSPP), similar a una QE pero solo orientada para el sector privado.
- Nueva reducción de los tipos de interés oficiales en 10 pb. Siendo el tipo de las operaciones principales de financiación de 0,05% y la facilidad marginal de crédito de 0,30% . La facilidad de depósito continua negativa en - 0,20%. Los tipos se mantendrán así el siguiente mes de octubre.
- Ejecución del tercer programa de Compra de Bonos Garantizados (CBPP3)

Fuente: Elaboración propia a partir del Informe Anual del Banco Central Europeo, 2014.

Gráfico 6. *Inflación e Inflación Subyacente en la Eurozona (2008-2014)*



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central Europeo.

Después de siete años de inestabilidad económica, las circunstancias llevaron a una inflación baja en el conjunto del área euro que pone en riesgo la consecución del principal objetivo del BCE.

Como se advierte en el gráfico 6, desde finales de 2011 la inflación ha seguido una senda decreciente de manera continuada al igual que la inflación subyacente aunque no de manera tan pronunciada. Lo más característico del Eurosistema es que la heterogeneidad existente se extiende a este ámbito, los países periféricos sufrieron altas tasas de inflación en el periodo previo de la crisis y durante ella, sin embargo, a partir de 2013 el sentido fue totalmente opuesto y se situó por debajo al resto²².

La continuidad de este escenario de inflación baja es peligrosa pues cuestiona la sostenibilidad de los niveles de deuda pública y privada, acarrea necesidad de un ajuste en los precios relativos entre el centro y la periferia y exige una reestructuración del sistema bancario y la inversión pública. Por tanto, según como dice el tratado de creación

²² La caída tardía de la inflación en los países periféricos se debió a la subida de impuestos que implantaron y que causó un incremento de la inflación temporal.

del BCE, este tiene que mantener la estabilidad de precios cueste lo que cueste pero evidentemente debe evitar políticas oscuras que puedan afectar este cometido.

Sin embargo, son varios los instrumentos que el BCE ha establecido y todavía puede aplicar para contrarrestar esta tendencia deflacionista y alzar las expectativas. Los tipos de interés de depósito en el BCE negativos, dar por finalizada la esterilización del programa SMP, establecer operaciones de financiación a más largo plazo y la compra de valores respaldados por activos son las medidas que la autoridad europea ha fijado para poder enfrentarse a esta realidad. En una situación extrema, existen todavía más respuestas relacionadas con esta tarea como reducir las operaciones de financiación a tipo de interés cero, comprar deuda europea, soberana y comprar activos en moneda extranjera (Claeys, G. et al. 2014).

6. CONCLUSIONES

Tras casi una década de eficaz aplicación del esquema convencional de política monetaria, el estallido y desarrollo de la crisis financiera obligó al BCE y otros bancos centrales a actuar inicialmente de manera conjunta con importantes inyecciones de liquidez y reducciones continuadas de los tipos de interés oficiales como apoyo a la recuperación y fluidez del crédito. Posteriormente, los problemas económicos se ampliaron y con ellos las medidas de actuación. Las políticas monetarias no convencionales entraron a escena con el fin de hacer frente a la inestabilidad financiera, las presiones deflacionistas y restaurar el funcionamiento de los mercados; en ese momento los bancos centrales mundiales tomaron sendas diferentes.

En el caso europeo, una vez que el canal de transmisión quedó inhabilitado y que la concesión de crédito era limitada, la autoridad monetaria europea tuvo que comenzar a introducir medidas no convencionales adaptándose a la evolución de la crisis financiera en la Eurozona y a sus características internas.

Entre las opciones de política monetaria no convencional que plantea la literatura académica, la más utilizada por el BCE ha sido la denominada “facilidades de crédito”. La flexibilización de los instrumentos convencionales, mediante la convocatoria de subastas a tipo fijo y adjudicación plena, la ampliación del plazo de vencimiento de las operaciones de financiación a plazo más largo, la aceptación de un mayor número de

activos de garantía admitidos como colateral o de contrapartes admitidas en la subasta, pueden considerarse intentos de recuperar la fluidez del crédito y la normal operativa bancaria. Por otro lado, con las sucesivas reducciones de los tipos de interés oficiales, con los programas de compras de bonos garantizados y con los programas de ayuda al sistema bancario de cada banco central nacional también se ha buscado estimular la circulación del crédito y con ello otorgar esa liquidez a los agentes económicos para reactivar la economía real. El BCE en este ámbito ha tenido mayor limitación ya que su marco de actuación no le daba legitimidad para actuar de manera directa. No obstante, después de programas con estrictas medidas de ajuste los sistemas bancarios de los integrantes de la Eurozona poco a poco se van reestableciendo. Otras economías mundiales como el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón implantaron programas concretos para estimular el aumento de la oferta del crédito pero su efectividad inmediata aún está en duda ya que las mejoras también se pueden deber al entorno financiero internacional.

La expansión cuantitativa, QE, un programa de los más arriesgados ya que tiene su efecto en la composición del balance de los bancos centrales fue adoptada por algunas economías como EEUU, Japón, Inglaterra o Canadá. De esta manera se consigue inyectar liquidez y promover los créditos a la economía real, comprar activos que no podían ser colocados y estabilizar el objetivo de inflación. En Europa no ha sido hasta la actualidad, en una situación casi extrema, cuando El BCE ha decidido adoptar esta medida aunque con ciertas cautelas. Plantea realizar una expansión cuantitativa centrada en activos no financieros del sector privado sin entrometerse en el ámbito público y tratando de sanear posteriormente su balance mediante la venta de activos. Su misión es tratar de reactivar la circulación del crédito y crear estímulos en los niveles de precios para poder salir de la tendencia deflacionista que en los últimos meses la economía europea está sumida. Esta actitud de nuevo refleja la conocida prudencia de la autoridad monetaria europea a la hora de aplicar medidas arriesgadas por el miedo a afectar otras variables económicas y perder credibilidad.

Respecto a la orientación futura de la política monetaria, los bancos centrales de EEUU o Inglaterra asumieron una *forward guidance* más concreta, donde se comprometían a mantener los tipos de interés a niveles realmente bajos hasta que se consiguiera alcanzar un umbral determinado en ciertas variables como el desempleo o la inflación estableciendo incluso una fecha concreta. Mientras tanto, el BCE logró estabilizar los tipos de interés, mediante anuncios de futuras acciones tratando de mostrar

un alto grado de claridad y transparencia. Esta reacción consiguió paralizar el agravamiento pero no que estableciera el adecuado funcionamiento del mecanismo de transmisión. Sin embargo, hace apenas un año que las autoridades europeas han comenzado a trabajar con este programa, mostrando así que aún hay cierto margen de actuación para reaccionar con más contundencia como lo han hecho otras economías y además, mostrarse como una institución transparente con unas metas futuras claras.

En relación a la opción de cambiar el objetivo prioritario del banco central es una de las respuestas más complicadas de adoptar. El BCE no se ha planteado esta opción debido a la dificultad de su implantación y porque, por ahora, no lo ha visto necesario. Mientras tanto, otros bancos como por ejemplo la Reserva Federal sí que han decidido aplazar su objetivo primordial, y centrarse en este periodo inusual en otras variables como el empleo o el crecimiento económico.

En definitiva, la actitud mostrada por el BCE durante estos años críticos puede calificarse, sin temor a equivocarnos, como extremadamente prudente cuando se comprara con la trayectoria de otros bancos centrales de países desarrollados. A su favor, podríamos defender el rigor que ha mostrado en el respeto a su objetivo y estatutos, lo que sin duda le confirió un grado elevado de credibilidad. Además, las medidas adoptadas por el BCE han conseguido, sin salirse del marco de actuación establecido en 1998, evitar un colapso del sistema financiero y esquivar obstáculos que desajustaran la economía real. Finalmente, cabe señalar que el balance de los análisis realizados para evaluar los costes y beneficios de la política monetaria no convencional parece inclinarse hacia una menor ganancia marginal y un mayor coste potencial de la prolongación del conjunto de medidas no convencionales aplicadas por los bancos centrales más decididos. Algunos, como la Reserva Federal o el Banco de Inglaterra, se enfrentan a la actualidad a la complicada labor de diseñar la estrategia de salida. (Berganza et al, 2014).

No obstante, muchos autores piensan que la reacción europea ha sido muy lenta, poco efectiva e insuficiente. De hecho, la política acomodaticia del BCE no ha conseguido reestablecer el mecanismo de transmisión y garantizar el crédito a la pequeña y mediana empresa. Además, las expectativas de inflación a medio plazo han caído, pues los mercados prevén un largo periodo de inflación inferior a la prevista, lo que resulta especialmente peligroso teniendo en cuenta los elevados niveles de deuda pública y privada vigentes en varios países de la zona euro. Por todo ello, llegados a este punto, con

diversas economías europeas en situación deflacionista, el cambio de actitud mostrado en el último semestre por el BCE resultaba inaplazable.

Entre las enseñanzas que se extraen de esta revisión de la experiencia reciente en materia de política monetaria destacan: la importancia del banco central como prestamista de última instancia en situaciones de turbulencias financieras, el incremento del peso de la política de comunicación del banco central, la posibilidad de que parte de las medidas no convencionales acaben integrándose como parte de los instrumentos regulares utilizados por las autoridades monetarias y la importancia de contar con las instituciones que impidan que la política fiscal y los riesgos financieros interfieran en el logro de los objetivos de la política monetaria. Por decidida que sea, la actuación del BCE deberá ir acompañada de otras actuaciones: una reforma estructural e institucional, una mayor regulación y supervisión bancaria y mayor coordinación en el ámbito fiscal son algunas de las labores que debe compaginar a la vez que adopta nuevas políticas no convencionales. La progresiva implantación de estos programas muestra que el área euro todavía tiene un margen de actuación ante posibles turbulencias futuras y que además trabaja para hacerlo en un entorno más favorable, homogéneo y estable.

7. BIBLIOGRAFÍA

Andreu, J., Molina, C. y Sardá, S. (2011): “Análisis de la efectividad de las actuaciones del BCE en el mercado interbancario durante el período 2007-2010”. *Boletín Económico del ICE*. N°3020, 15-26.

Ball, L. (2013): “The case for four percent inflation”. Mimeo, John Hopkins University.

Banco de España (2012): “La crisis del área euro”. *Informe Anual*, 2012, 37-59.

Banco de España (2013): “La fragmentación financiera en la zona del euro durante la crisis”. *Boletín económico*, Diciembre 2013, 41-51.

Banco de España (2013): “La respuesta del Banco Central Europeo a la crisis”. *Boletín económico*. Julio-Agosto. 115-124.

Banco de España (2013): “Las medidas de política monetaria no convencionales del BCE a lo largo de la crisis”. *Boletín Económico* enero 2013. Bde. 89-99.

Banco de España (2013): “Las medidas de política monetaria no convencional del BCE a lo largo de la crisis”. *Boletín económico*. Enero 2013. 89-99

BCE (2007): “Operaciones de política monetaria, operaciones en divisas y actividades de inversión”. *Informe Anual*. 108-199.

BCE (2008): “Operaciones de política monetaria, operaciones en divisas y actividades de inversión”. *Informe Anual*. 116-131.

BCE (2009): “La aplicación de la política monetaria desde agosto del 2007”. *Boletín mensual*, Julio 2009. 83-98.

BCE (2009): “Operaciones de política monetaria, operaciones en divisas y actividades de inversión”. *Informe Anual*. 112-123.

BCE (2010): “La respuesta del BCE a la crisis financiera”. *Boletín mensual*. Octubre 2010. 63-79.

BCE (2010): “Operaciones de política monetaria, operaciones en divisas y actividades de inversión”. *Informe Anual*. 104-116.

BCE (2011): “La aplicación de la política monetaria en la zona del euro”. *Diario Oficial de la Unión Europea*, Septiembre 2011.

BCE (2011): “Las medidas no convencionales del BCE: impacto y retirada gradual”. *Boletín mensual*. Julio 2011. 59-74.

BCE (2011): “Operaciones de política monetaria, operaciones en divisas y actividades de inversión”. *Informe Anual*. 90-101.

BCE (2012): “La aplicación de la política monetaria en la zona del euro”. *Diario Oficial de la Unión Europea*, Septiembre 2012.

BCE (2012): “Operaciones de política monetaria, operaciones en divisas y actividades de inversión”. *Informe Anual*. 89-100.

- BCE (2013): “Operaciones de política monetaria, operaciones en divisas y actividades de inversión”. *Informe Anual*. 93-105.
- BCE (2014). Boletín Mensual del BCE. Septiembre 2014
- Berganza, J.C., Hernando, I. y Vallés, J. (2014): “Los desafíos para la política monetaria en las economías avanzadas tras la gran recesión”. *Papeles de Economía Española*. La Política monetaria tras la Gran Recesión, N°140, 84-111.
- Bernanke, B. (2009): “The crisis and the policy response”. discurso en el Stamp Lecturer, London School of Economics, Londres, 13 enero.
- Bernanke, B. y Reinhart, V. (2004): “Conducting monetary policy at very low short-term interest rates”. *American Economic Review*, 94(2). 85-90.
- Blanchard, O., Dell’ariccia, G., y Mauro, P. (2010): “Rethinking macroeconomic policy”. IMF Staff Position Note 2010/03.
- Blinder, A.S., y Reis, R. (2005): “Economic performance in the Greenspan Era: The evolution of events and ideas”. Federal Reserve Bank of Kansas City Annual Conference, Jackson Hole, Wyoming.
- Caixa Research (2014): “Mercados interbancarios de la eurozona: buscando la normalidad por vías inusuales”. *FOCUS. Mercados financieros*, octubre 2014
- Caruana, J., Filardo, A. y Hofmann, B. (2014): “La política monetaria tras la crisis: balance de riesgos”. *Papeles de Economía Española*. La Política monetaria tras la Gran Recesión, N°140, 140-156.
- Claeys, G., Darvas, Z., Meler, S. y Wolff, G.B. (2014): “Enfrentándose a la baja inflación: las opciones del BCE”. *Papeles de Economía Española*. La Política monetaria tras la Gran Recesión, N°140, 199-221.
- English, W., López-Salido, J.D. y Tetlow, R. J. (2013): “The Federal Reserve’s framework for monetary policy – recent changes and new questions”. *Finance and Economics Discussion Series*. Federal Reserve Board, N.º 2013-76.
- 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),
- Esteve, V. y Prats, M.A. (2013): “Fragmentación financiera y ruptura de la transmisión de la política monetaria en la eurozona”. *Cuadernos de la información económica* n° 238 Enero/Febrero. 87-102.
- Filardo, A y Hofmann, B (2014). “Forward guidance at the zero lower bound”. *BIS Quarterly Review*, Marzo, 37-53.
- González-Páramo, J.M. (2012). “La gestión del Banco Central Europeo ante la crisis”. *Revista de Economía Mundial*, 30, 2012, 83-102.

González-Páramo, J.M. (2010). “Basilea III y el nuevo marco macroprudencial”. *Apuntes de actualidad*, Conferencias Intereconomía, Madrid, 19 de noviembre de 2010.

Greenspan, A. (2002): “Opening remarks”. Federal Reserve Bank of Kansas City Annual Conference, Jackson Hole, Wyoming.

Gual, J. (2011). “La crisis del euro: causas últimas y soluciones duraderas”. Diciembre 2011. *Documento de trabajo 10/11*. Caixa Research. 1-7.

Heider, F.; Hoerova, M., y Holthausen, C. (2009), “Liquidity hoarding y interbank market spreads: The role of counterparty risk”. *Documento de trabajo del BCE*, nº 1126.

López, S y del Río, P. (2013): “El uso de la orientación de expectativa o forward guidance”. *Boletín Económico del Banco de España*. Diciembre 2013.

Luis Gámir (dir.) Javier Casares y Carlos Velasco (coods) (2008): *Política económica de España*”. 9º edición. Alianza Editorial. Madrid.

Millaruelo, A. (2009). “La instrumentación de la política monetaria del Eurosistema y la crisis financiera”. *Boletín Económico*, junio, Banco de España.

Montoriol-Garriga, J (2013). “Nuevos objetivos de política monetaria”. *Informe Mensual Febrero 2013*. Caixa Research, nº 365, 48-49.

Novales, A. (2010). “Política monetaria antes y después de la crisis financiera”. *Claves de la Economía Mundial*, ICEX-UCM, volumen 10, 2010, p. 29-41.

Página web oficial de la Comisión Europea. http://ec.europa.eu/index_es.html

Página web oficial del Banco Central europeo. <http://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>

Pill, H. (2014): “Políticas no convencionales virtuales”. *Papeles de Economía Española*. La Política monetaria tras la Gran Recesión, Nº140, 188-197.

Praet, P., Cour-Thimann, P. y Heider, F. (2014): “Garantizar la transmisión de las señales de política: una revisión de la política monetaria del BCE desde el 2007 hasta 2013”. *Papeles de Economía Española*. La Política monetaria tras la Gran Recesión, Nº140, 2-18.

Rajan, R. (2013). “A step in the dark: unconventional monetary policy after the crisis”. Andrew Crockett Memorial Lecture.

Svensson, Lars E.O. (2003): “Escaping from Liquidity Trap and Deflation: The foolproof Way and Others” *Journal of Economic Perspectives*, 17(4): 145-166

Trichet, J. C. (2013): “Central banking in the crisis - Conceptual convergence and open questions on unconventional monetary policy”. Per Jacobsson Lecture, 12 de octubre.

Ubide, A. (2014): “Política monetaria no convencionales: experiencias recientes, impacto y lecciones”. *Papeles de Economía Española*. La Política monetaria tras la Gran Recesión, N°140, 112-137.

Woodford, M. (2012): “Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound”. Federal Reserve Bank of Kansas City, Annual Conference, Jackson Hole, Wyoming.

Woodford, M. (2013): “Forward policy guidance at the Federal Reserve”, en W. den Haan (ed.), *Forward guidance: Perspectives from central bankers, scholars and market participants*, a voxEU.org eBook, CEPR.

ANEXOS

ANEXO I

Cuadro 1. Operaciones de Política Monetaria

OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA					
	Tipo de operación		Vencimiento	Periodicidad	Procedimiento
	Inyección	Absorción			
OMAS					
<i>Operaciones Principales de Financiación</i>	Operaciones temporales	-	Una semana	Semanal	Subasta Estándar
<i>Operaciones de Financiación a más largo plazo</i>	Operaciones temporales	-	3 meses	Mensual	Subasta Estándar
<i>Operaciones de Ajuste</i>	Operaciones temporales Swap de divisas	Operaciones temporales	No Normalizado	Sin Periodicidad	Subasta Rápida Procedimiento Bilateral
		Depósitos a plazo fijo			
		Swap de divisas			
<i>Operaciones Estructurales</i>	Operaciones temporales	Emisión de Certificados de deuda del BCE	Normalizado y No Normalizado	Con y Sin Periodicidad	Subasta Estándar
	Compras Simples	Ventas Rápidas	-	Sin Periodicidad	Procedimiento Bilateral
Facilidades Permanentes					
<i>Facilidad Marginal de Crédito</i>	Operaciones temporales	-	Un día	Acceso a discreción de las entidades de contrapartida	
<i>Facilidad de Depósito</i>	-	Depósitos	Un día	Acceso a discreción de las entidades de contrapartida	

En las operaciones de mercado abierto podemos diferenciar entre:

- *Las operaciones principales de financiación* cumple los tres objetivos de las operaciones de mercado abierto. Son ejecutadas por los BCN, tras la autorización del BCE, a través de operaciones temporales para inyectar liquidez. Tienen una periodicidad y vencimiento de una semana. El procedimiento a seguir es una subasta estándar²³. Además se realizan a un tipo de interés característicamente bajo.

²³ Entre el anuncio de la subasta y la notificación de la adjudicación hay un plazo máximo de 24 horas.

- *las operaciones de financiación a largo plazo* son similares a las anteriores pero conceden liquidez a más largo plazo con la intención de proporcionar financiación adicional. No actúa para enviar señales al mercado, por lo que se trabaja con un tipo de interés variable. Son realizadas a través de operaciones temporales para inyectar liquidez en el sistema. Con anterioridad, el BCE anuncia el volumen que se adjudicará mediante subastas estándares mensuales donde el vencimiento no es fijo, puede oscilar entre los 3 meses y los 36 para así tranquilizar a las entidades.
- *Las operaciones estructurales*, tratan de modificar la posición estructural de liquidez de la zona frente al sistema financiero mediante operaciones temporales (para inyectar liquidez), operaciones simples (para inyectar y drenar) o con la emisión de certificados de deuda del BCE (para drenar). Se caracterizan por ser ambigua en su periodicidad y vencimiento, es decir, pueden ser o no periódicas y estar o no normalizadas. Su ejecución se realiza a través de subasta estándar.

Las operaciones de ajuste se centran en gestionar la situación de liquidez del mercado y controlar los tipos de interés para así atenuar posibles fluctuaciones de liquidez. Estas operaciones se pueden ejecutar a través de swaps, operaciones temporales (para drenar e inyectar) y captación de depósitos a plazo fijo (solo para drenar). No se establecen periodicidades ni vencimientos y se realizan mediante subastas rápidas o procedimientos bilaterales de forma excepcional²⁴.

²⁴ Las subastas rápidas se realizan 90 minutos tras el anuncio de la subasta. Los procedimientos bilaterales son transacciones con una o varias entidades de contrapartida sin que medie una subasta.