



UNIVERSITAT
POLITÈCNICA
DE VALÈNCIA



LA POLÍTICA MONETARIA ANTE LA CRISIS: ANÁLISIS Y COMPARACIÓN DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO Y LA RESERVA FEDERAL

AUTOR: ÁLVARO BARBA SÁEZ
DIRECTOR DEL TFG: JOSEP DOMÈNECH I DE SÒRIA
València, septiembre de 2017

*«Una lección que vale la pena extraer de esto
(la crisis financiera de 2007-2009) es que la
política monetaria es una herramienta poderosa,
pero no puede resolver todos los problemas.»*

Conferencia de Ben S. Bernanke expresidente de la Reserva Federal (2006-2014) en la
Universidad George Washington Marzo, 2012

AGRADECIMIENTOS

A mi familia, sin ellos habría sido realizar este esfuerzo que, aunque ha durado más de lo esperado, pero por fin con este trabajo concluye una etapa importante de mi vida, la familia presente y la que se ha quedado por el camino, por ellos muchas gracias.

A mis amigos, Aitor y David, desde aquellos partidos de la liga universitaria de primero de carrera, hasta las actuales cenas ya todos terminando nuestros trabajos de fin de grado y máster, habéis estado ahí cuando ha hecho falta.

A mis amigas y compañeras de clase Saray y Andrea, con vosotras la carrera ha sido mucho más amena, pese a que nuestros caminos se fueran separando conforme unos suspendíamos asignaturas y los otros aprobaran, o unos tenían unas asignaturas y otros otras, pero siempre ir a clase con vosotras fue mucho más ameno.

A Josep, moltes gràcies per ajudar-me amb el treball, encara que ho haja presentat molt més tard del que tocava però has tingut paciència amb mi i t'ho agraiisc de veritat.

A los profesores que he tenido en la universidad, con todos ellos he aprendido algo que me llevo en mi experiencia, pese que hayan pasado unos años desde que acabé la carrera y ahora me encuentre trabajando, pero las clases no se olvida, de todos me llevo un pedacito y recuerdo y añoro las clases y la facultad de ADE de la UPV.

Índice de Contenidos

1	INTRODUCCIÓN.....	9
1.1	Resumen.....	10
1.2	Objetivos	10
1.3	Estructura	10
2	POLÍTICA ECONÓMICA Y MONETARIA	12
2.1	Instrumentos de política monetaria.....	13
2.1.1	Operaciones de mercado abierto.....	14
2.1.2	Facilidades permanentes	18
2.1.3	Reservas mínimas.....	19
3	BANCOS CENTRALES NACIONALES Y SUPRANACIONALES	21
3.1	EL BANCO CENTRAL EUROPEO (BCE)	22
3.1.1	Objetivos del BCE	22
3.1.2	Historia del BCE	23
3.1.3	Estructura y gobierno del BCE.....	25
3.1.4	Distribución del capital del BCE.....	26
3.2	SISTEMA DE LA RESERVA FEDERAL (FED)	28
3.2.1	Objetivos de la Fed	28
3.2.2	Composición de la Fed	29
3.2.3	Historia de la Fed.....	30
4	EVOLUCIÓN DE LA CRISIS FINANCIERA.....	37
4.1	Evolución de la crisis financiera desde el punto de vista europeo	37
4.1.1	Crisis de la burbuja inmobiliaria (2007-2009)	38
4.1.2	Crisis de la deuda soberana europea (2010-2013)	41
4.2	Evolución de la crisis financiera desde el punto de vista de los Estados Unidos.....	47
5	POLÍTICA MONETARIA APLICADA POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO	53
5.1	Medidas convencionales durante la crisis financiera y de la deuda soberana del BCE	54
5.1.1	Operaciones de mercado abierto durante las crisis de burbuja inmobiliaria y de la deuda soberana	54
5.1.2	Facilidades permanentes durante las crisis de burbuja inmobiliaria y de la deuda soberana	57
5.1.3	Reservas mínimas durante las crisis de burbuja inmobiliaria y de la deuda soberana	59

5.2	Medidas No convencionales durante la crisis financiera y de la deuda soberana del BCE	60
5.2.1	Medidas de apoyo al crédito	61
6	LA POLÍTICA MONETARIA APLICADA POR LA RESERVA FEDERAL	65
6.1	Operaciones de mercado abierto	65
6.1.1	Tipos de interés (Federal funds rate)	65
6.1.2	Swaps de Moneda extranjera	66
6.2	Facilidades Permanentes	66
6.2.1	Ventanas de descuento	66
6.3	Políticas monetarias no convencionales	67
6.3.1	Compras de activos a gran escala	67
7	COMPARACIÓN ENTRE POLÍTICAS MONETARIAS DEL BCE Y DE LA FED	70
7.1	Comparativa relativa a las operaciones de mercado abierto	70
7.2	Comparativa relativa a las facilidades permanentes	71
7.3	Comparativa relativa a las reservas mínimas	72
8	CONCLUSIONES	74
	Bibliografía	77

Índice de Gráficos

Gráfico 1 Evolución del tipo de interés de la facilidad marginal de crédito 1999-2017 (Fuente: BCE)	18
Gráfico 2 Evolución del mercado de Wall Street octubre 1928-1930 (Wikipedia, 2017)	33
Gráfico 3 Exportaciones de la UE a países fuera de la UE (miles de millones de euros) (Fuente: Export Tradesk European comission).....	39
Gráfico 4 Diferencia entre PIB Estimado y real de los PIGS, UE y Eurozona (Fuente: BCE)	40
Gráfico 5 Interés pagado por el bono a 10 años de los PIIGS (Fuente: Market Daily Briefing)..	42
Gráfico 6 Porcentaje de endeudamiento sobre el PIB anual 2005-2016 fuente: (Fuente: BCE)	44
Gráfico 7 Ayudas financieras a los bancos para la recapitalización (Fuente: Banco de España)	47
Gráfico 8 Evolución del precio medio de la vivienda en EEUU 1988-2009 (Fuente: United States Census Bureau).....	51
Gráfico 9 Viviendas vendidas en los Estados Unidos 2001-2016 (Fuente; United States Census Bureau)	51
Gráfico 10 Evolución gráfica de los tipos de interés de las OPF del BCE (BCE,2017).....	56
Gráfico 11 Precio Barril de Brent (Nasdaq, 2017)	57
Gráfico 12 Facilidad marginal de depósito BCE (Fuente: BCE).....	58
Gráfico 13 Coeficiente de Caja del BCE (Fuente: BCE)	59
Gráfico 14 Cronología de medidas no convencionales del eurosistema 2007-2012 (Banco de España, 2013).....	61
Gráfico 15 Adquisiciones del programa para el mercado de valores 2010-2013 (Banco de España, 2013).....	63
Gráfico 16 Evolución del tipo de interés de la Reserva Federal 2000-2017 (Federal Reserve, 2017)	65
Gráfico 17 Activos del balance de la Reserva Federal en el período 2007-2011 (Fuente: Bernanke,2014)	68
Gráfico 18 Comparación tipos de interés del Banco de Inglaterra, el Banco de Japón, la Fed y el BCE (Fuente: Reuters)	70
Gráfico 19 Tipo de interés de ventana de descuento 2007-2017 (Fuente: Federal Reserve Discount Window).....	72

Índice de Imágenes

Imagen 1 Sede del BCE en Fráncfort del Meno (Fuente: BCE)	22
Imagen 2 Mapa de la Unión Europea y la Zona Euro (Wikipedia, 2017)	24
Imagen 3 Eccles Building (edificio de las oficinas centrales del Board of Governors de la Fed (Wikipedia, 2017)	29
Imagen 4 Configuración bancos centrales Federales. (Federal Reserve, 2017)	30
Imagen 5 Evolución de los tipos de interés de la Fed desde 1979 (Bob Rich, 2016)	35

Índice de Tablas

Tabla 1 Objetivos de la política monetaria (Jordán Galduf, 2009).....	12
Tabla 2 Datos de la OPF referencia 20170061 (Fuente: BCE)	16
Tabla 3 Datos de tres OPFMLP (Fuente: BCE)	16
Tabla 4 Contribución al BCE de los Banco Centrales Nacionales pertenecientes y no pertenecientes a la Eurozona (Fuente: BCE).....	27
Tabla 5 Tipo de interés fijo de las OPF del BCE 2008-2016 (Fuente: BCE).....	55
Tabla 6 Facilidad marginal de depósito BCE (Fuente: BCE).....	58
Tabla 7 Requerimiento reservas mínimas Reserva Federal en 2017 (Fuente: Federal Reserve)	73

Glosario de acrónimos

BCE o ECB	Banco Central Europeo
Fed	Reserva Federal de los Estados Unidos de América
EEUU	Estados Unidos de América
UE	Unión Europea
OPF	Operaciones Principales de Financiación
OPFMLP	Operaciones Principales de Financiación a Muy Largo Plazo
CDS	Credit Default Swap (Permuta de incumplimiento crediticio)
BdE	Banco de España
SEBC	Sistema Europeo de Bancos Centrales
BoG	Board of Governors
FOMC	Federal Open Market Committee
FMI	Fondo Monetario Internacional

1 INTRODUCCIÓN

La crisis económica y financiera que tuvo inicio el año 2007 ha tenido unos efectos devastadores en la economía mundial. Debido al mercado de economía global que existe en la actualidad, esta crisis ha tenido un efecto mucho más expansivo que anteriores crisis como por ejemplo la del año 2001 de las puntocom que mayoritariamente afectó a EEUU.

Este trabajo trata sobre el estudio de las políticas monetarias llevadas a cabo durante los años de la crisis financiera global, por el Banco Central Europeo y la Reserva Federal de los Estados Unidos de América, con la finalidad de corregir las desigualdades macroeconómicas generadas por los efectos de la crisis, en tanto en cuanto fueron capaces de realizar para calmar los efectos de la crisis económica estos organismos.

Esta crisis financiera temporalmente se suele dividir de diferentes maneras. En general, se acepta que el periodo real de crisis financiera en Europa tuvo lugar desde el año 2008 al 2013. En cuanto a Estados Unidos fue solo durante los años 2007 a 2009, empezó antes porque allí tuvo su inicio la gran crisis financiera, relacionado sobre todo como se comentará más adelante por la burbuja inmobiliaria y la desregulación bancaria entre otros.

A nivel europeo la crisis se divide en dos partes: la crisis del año 2008 al año 2009, también como en Estados Unidos, esta crisis era básicamente por el boom inmobiliario y España fue uno de los países a los que más afectó el impacto de la crisis.

La segunda crisis europea fue durante los años 2010-2012 y a esta crisis se le puso el nombre de crisis del euro o de la deuda soberana. Esta recesión tuvo lugar porque después del pinchazo de la burbuja inmobiliaria, se descubrió la situación económica real de algunos países de la Eurozona y de algunas entidades financieras de la misma. Ni los estados ni las entidades eran tal y como expresaban sus números. Por último, esta crisis europea tuvo un componente gubernamental y político, porque ciertos países se vieron muy afectados por el aumento de su prima de riesgo y cada vez debían pagar más intereses a sus acreedores por la compra de su deuda soberana.

Con este trabajo se pretende evaluar las diferencias que versan entre los dos organismos principales de dos de las potencias económicas macroeconómicas más importantes a nivel global: Estados Unidos como país y la Unión Europea como conjunto de países o macro país.

No se entrará en el tema de quién lo ha hecho mejor o peor, simplemente comparar los dos puntos de vista de ambas entidades. Por ejemplo, en Europa, el sistema del BCE es más complejo, ya que puede haber ciertos gobiernos nacionales de diferentes ideologías políticas con más o menos poder dentro de la Unión Europea, que presionen al presidente del BCE, o que sus vocales dentro del organismo, sean más representativos de las políticas de su país que los que no están presentes o bien no tienen tanta incidencia como otros en el organismo.

1.1 Resumen

La forma en la que las autoridades monetarias de la eurozona y de los Estados Unidos han hecho frente a las distintas fases de la crisis actual ha sido distinta en muchas ocasiones. En este trabajo se pretende analizar y comparar las actuaciones de ambos organismos. Para ello, se partirá del análisis del marco institucional, así como de los instrumentos disponibles para cada uno de ellos. A continuación, se recopilarán y analizarán las distintas decisiones que ambas autoridades han tomado desde el inicio de la crisis.

1.2 Objetivos

El objetivo general de este trabajo es comparar la actuación de los dos bancos centrales tanto de la Unión Europea como los Estados Unidos, y analizar que herramientas de política monetaria han usado para frenar los efectos de la crisis.

Como objetivos específicos se plantean:

- Revisar los conceptos básicos de la política monetaria y los principales instrumentos
- Analizar la estructura y la forma de gobierno de los bancos centrales objeto de estudio en este trabajo (Banco Central Europeo y Reserva Federal de los Estados Unidos de América)
- Estudiar la evolución de la crisis financiera global a nivel europeo y de los EEUU

1.3 Estructura

En el capítulo 2 el trabajo se centrará en definir la política económica, así como la política monetaria y los instrumentos convencionales que tiene esta para tratar de ejercer su poder.

En el capítulo 3 se hablará de los bancos centrales BCE y Fed, donde se mencionará como están organizados, como funcionan, y una breve descripción de su historia y sus antecedentes.

En el capítulo 4 se describe la evolución de la crisis tanto a nivel americano donde se inició con mayor potencia, como en Europa, donde se expandió, y continuó con la crisis de la deuda soberana.

Los capítulos 5 y 6, se centran en el estudio de las políticas monetarias llevadas a cabo por el BCE y la Fed respectivamente.

Seguidamente, en el capítulo 7 entraremos en la comparación de las políticas monetarias tomadas por ambas entidades, el objetivo principal de este trabajo.

Finalmente, en el capítulo 8 se expondrán las conclusiones sobre el trabajo el cual ha sido objeto de estudio.

2 POLÍTICA ECONÓMICA Y MONETARIA

Según Jordán Galduf (2009) “La política económica es, así, la intervención deliberada del Gobierno en la actividad económica con el objeto de conseguir ciertos fines u objetivos mediante la utilización de determinados medios o instrumentos. Se trata de un proceso de elaboración de decisiones en el ámbito económico, cuyas categorías o elementos fundamentales son los siguientes: unos sujetos de actuación (los poderes públicos o policy-makers), unos fines u objetivos y unos medios o instrumentos (que incluyen también cambios institucionales).”

Política económica tiene un sustantivo en política, y un adjetivo en económica, por lo que el adjetivo necesita al sustantivo para darle sentido, tanto como la economía necesita el apoyo del gobierno para llevar a cabo sus acciones. Debido a que los mercados no son perfectos existe la política económica, para corregir los desajustes creados por el mismo mercado, y que no afecten gravemente al conjunto de los ciudadanos del territorio que representan. Desde los gobiernos locales, pasando por los regionales, los nacionales y los supranacionales, todos ellos pueden tomar acciones en mayor o menor medida para apaciguar los efectos de los fallos del sistema económico.

HORIZONTE TEMPORAL DE LOS OBJETIVOS DE POLÍTICA ECONÓMICA	
CORTO PLAZO (POLÍTICA COYUNTURAL)	LARGO PLAZO (POLÍTICA ESTRUCTURAL)
Aumento del empleo (o reducción del paro)	Crecimiento económico
Estabilidad de precios	Mejora en la distribución de renta y riqueza
Estabilidad presupuestaria	Reducción de las disparidades regionales
Mejora de la balanza de pagos	Desarrollo sostenible

Tabla 1 Objetivos de la política monetaria (Jordán Galduf, 2009)

En cuanto a política monetaria según Díaz (2009) “Por política monetaria entendemos la intervención de las autoridades monetarias con el objetivo de estabilizar la moneda, es decir, contribuir al mantenimiento del valor del dinero de la economía. Estabilización interna se refiere a la estabilidad de los precios interiores y estabilidad externa se refiere al mantenimiento del valor del dinero con relación a las divisas, es decir la estabilidad del tipo de

cambio; por lo que planteamos el análisis del tipo de cambio imbricado con la política monetaria”.

El autor prosigue comentando que es imposible controlar directamente la evolución de los precios de bienes y servicios, el porcentaje de la inflación varía dependiendo de la actuación, las expectativas, y más características de los agentes económicos. Mediante los instrumentos que posee, la política monetaria tiene la finalidad de mantener la inflación controlada de manera indirecta. Los instrumentos desean controlar la evolución de algún agregado monetario (mediante la cantidad), del tipo de interés (mediante el precio) o conducta del sistema financiero (mediante señales, indicaciones, o sanciones).

La finalidad que busca la política monetaria es similar a los de la política económica (crecimiento económico, descenso de la tasa de paro e incremento del bienestar social). La diferencia entre la política económica y monetaria es que esta última trata de alcanzar los objetivos desde la influencia en la evolución del sector financiero. La cantidad de dinero en circulación en el mercado influye en el hecho de cuál es la tasa de inflación a medio plazo y el tipo de cambio de la moneda (por ejemplo, si se imprime demasiada moneda daría lugar a una devaluación de la misma). También el tipo de interés que impone el banco central condiciona las decisiones de los agentes económicos por ejemplo entre invertir y ahorrar.

Para concluir, Díaz comenta que “El análisis del proceso de transmisión de la política monetaria consiste precisamente en detectar el grado de influencia que el control de las variables monetarias tiene sobre el sector real de la economía. Aunque el banco central tiene asignada en los países occidentales la estabilidad de precios como su objetivo principal, también se le solicita que coordine su actividad con la del gobierno y que apoye su política económica; si bien su elevada independencia respecto del poder político puede plantear discrepancias, no siempre de fácil resolución.

2.1 Instrumentos de política monetaria

En este apartado se hablará más de los instrumentos de política monetaria del Banco Central Europeo, ya que la mayoría de bancos centrales nacionales o supranacionales disponen de las mismas herramientas para efectuar la política monetaria. Los principales instrumentos convencionales de política monetaria son: Operaciones de mercado abierto, Facilidades

permanentes y reservas mínimas. Por otro lado, y durante un contexto de emergencia como fue la crisis económica reciente se tomaron medidas llamadas medidas no convencionales para paliar los efectos de la crisis rápidamente.

Los instrumentos de política monetaria se definen como el conjunto de mecanismos que se han de ejecutar para llevar a cabo una estrategia anteriormente creada. Según el Banco de España (BdE) “la instrumentación abarca el conjunto de procedimientos, técnicas e instrumentos que un banco central usa para alcanzar el grado de restricción monetaria que se considera adecuado para la consecución de la estabilidad de precios”. Se debe aplicar igualmente para todas las instituciones crediticias de la zona euro. El sistema TARGET (sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real), facilita la transferencia de recursos financieros en la Unión sin un gran coste y rápidamente.

El inicio del mecanismo de transmisión al sector real de la política monetaria es la distribución de liquidez y el control de los tipos de interés en este caso a corto plazo por el Banco Central. El mercado monetario, debido a que pertenece al financiero, desempeña un papel importante en la transmisión, es quién se ve dañado primeramente por las modificaciones de política monetaria. Un mercado monetario desarrollado e integrado se necesita para una política monetaria que funcione eficientemente, en tanto en cuanto que asegura la igualdad de la distribución de la liquidez del banco central y del nivel de los tipos de interés a corto plazo de toda la zona de la moneda única.

Los instrumentos que dispone el SEBC para conseguir los objetivos son: operaciones de mercado abierto, facilidades permanentes y exigencia de reservas mínimas.

2.1.1 Operaciones de mercado abierto

Las operaciones de mercado abierto (en inglés *open market*), son usadas por el banco central para modificar la liquidez de las instituciones de crédito, usando la herramienta de la compraventa de bonos, letras, títulos y otros instrumentos financieros, a diferentes plazos. El objetivo principal es expandir o eliminar la cantidad de reservas del sistema bancario, con el fin de influir en la evolución de la oferta monetaria.

Cuando la autoridad monetaria interviene en las operaciones de mercado abierto, tiene la intención del control de los tipos de interés y el seguimiento a muy corto plazo de la liquidez en el mercado monetario, un ejemplo podría ser con la venta de fondos públicos de renta fija,

descenderían las cotizaciones de los mismos y se elevarían los tipos de interés y a la inversa ocurre cuando el que compra es la autoridad monetaria. Los dos tipos de efectos sobre liquidez y sobre el tipo de interés, van hacia la misma dirección, si por ejemplo es objeto de deseo una política de tipo restrictiva, la venta de títulos en el mercado abierto por parte del banco central provocaría una reducción de la liquidez de las instituciones crediticias acompañada del alza en los tipos de interés. Justo, al contrario, sería la política expansiva, se lograría inyectar a la vez liquidez en el sistema bancario y reducir los tipos de interés mediante las operaciones de mercado abierto de compra de títulos por parte del banco central.

A esto, en el esquema actual de la política monetaria del BCE se añade una señalización de hacia donde se desea diseñar cada política. Estas operaciones son iniciadas por el BCE, decide que instrumento va a usar y las condiciones de su ejecución.

Para que se realicen las operaciones de mercado abierto, el Eurosistema dispone de cinco tipos de instrumentos: operaciones temporales, operaciones en firme, emisión de certificados de deuda, captación de depósitos a plazo fijo y swaps de divisas.

- Operaciones temporales: aplicables sobre la base de repos (ventas con pacto de recompra o cesiones temporales) o de préstamos garantizados. Son muy importantes en el sistema. El uso de repos está generalizado en la eurozona como mecanismo de financiación y reducción de riesgos, están siempre garantizados por activos financieros. El BCE compra o vende activos de garantía mediante repo o realiza operaciones de crédito exigiendo activos de garantía. Estas operaciones temporales se pueden diferenciar según sus objetivos, regularidad y procedimientos en 4 tipos.
 - Operaciones principales de financiación (OPF): Inyectan regularmente liquidez al sistema financiero, teniendo lugar semanalmente y vencimiento al inicio era de dos semanas y ahora es de una semana. Son la principal medida del sistema crediticio, el Eurosistema inyecta la mayor parte de la liquidez del sistema financiero mediante este tipo de operaciones. En la tabla 2 podemos encontrar los datos de una de los OPF realizadas este año.

Referencia	Tipo	Fecha de liquidación	Fecha de vencimiento	Días	Cantidad asignada
20170061	OPF	28/06/2017	05/07/2017	7	11,64 billones

Tabla 2 Datos de la OPF referencia 20170061 (Fuente: BCE)

- Operaciones de financiación a más largo plazo (OPFMLP): Son similares a las anteriores pero su frecuencia es mensual y vencen a los tres meses. La forma de ejecución también es igual, y son complementarias de las anteriores ya que aportan una financiación adicional a largo plazo, aunque no se usarán para filtrar información al mercado, el BCE acepta el tipo resultante de la subasta a tipo variable según las pujas de solicitudes de entidades de crédito hasta cubrir el volumen de fondos anunciado anteriormente que se va a adjudicar.

En la tabla 3 podemos ver los datos de tres OPFMLP.

Referencia	Tipo	Fecha de liquidación	Fecha de vencimiento	Días	Cantidad asignada
20170062	OPFMLP	29/06/2017	28/09/2017	91	2,67 billones
20170051	OPFMLP	01/06/2017	31/08/2017	91	3,05 billones
20170040	OPFMLP	27/04/2017	27/07/2017	91	1,47 billones

Tabla 3 Datos de tres OPFMLP (Fuente: BCE)

- Operaciones de five-tuning: operaciones de ajuste dirigidas fundamentalmente a controlar los tipos de interés, intentan suavizar las oscilaciones fuertes de los mismos causadas por las fluctuaciones inesperadas de la liquidez del mercado.
- Operaciones estructurales: realizadas por SEBC tratan de ajustar su posición neta estructural frente al sistema bancario, en un periodo más largo que las operaciones anteriormente mencionadas. Pretenden inyectar liquidez, no tienen vencimiento normalizado a priori y se ejecutan mediante subastas estándar. Los bancos centrales las ejecutan de forma descentralizada.
- Operaciones de mercado abierto en firme: el SEBC compra o vende activos a vencimiento en el mercado, su finalidad es ajustar la liquidez más que la financiación del sistema financiero. Su frecuencia no es regular y tienen lugar a través de procedimientos bilaterales.
- Certificados de deuda: Obligación del BCE frente al tenedor, se emiten al descuento. Su meta es modificar la posición del SEBC ante el sector financiero, absorbiendo

liquidez del mercado. Tienen que tener un plazo de amortización inferior a doce meses y emitirse mediante subastas estándar, con un tipo de interés variable.

- Obtención de depósitos a plazo fijo: efectuados por las instituciones crediticias obliga al Banco Central Europeo y los distintos Bancos Centrales Nacionales a remunerarlos a un tipo fijo. Su propósito es reducir la liquidez del sistema crediticio en situaciones que requieren un ajuste estructural de la misma. A cambio de estos depósitos no hay garantía.
- Swaps de divisas: operaciones donde la autoridad monetaria compra o vende euros al contado contra una moneda extranjera y a la vez los vende o compra en una fecha de compra especificada. Parecidos a las repos, pero con divisas, se sustituye el tipo de interés por el tipo de cambio de cotización del euro en el periodo.

Las operaciones de mercado abierto del SEBC normalmente tienen lugar mediante subasta, con una regularidad semanal o mensualmente, y con ciertas características destacables. Las etapas operativas de los procedimientos de subasta suponen el anuncio de la misma mediante procedimientos electrónicos de información, preparación y envío de las pujas por parte de las entidades, adjudicación de subasta y certificación de resultados individuales de la adjudicación y liquidación de transacciones.

Dependiendo del tiempo y el rango de entidades que actúan en contrapartida, se clasifican las subastas en estándar y rápidas. Las primeras tienen lugar en las 24 horas desde el anuncio de la subasta hasta la certificación de los resultados de la adjudicación. Las rápidas se ejecutan normalmente en el plazo de una hora entre las dos etapas. Las operaciones de ajuste y las estructurales realizadas en firme son las únicas que usan el método de subasta rápida. El resto de operaciones siempre se hacen mediante subastas estándar.

Se establece una diferencia entre las subastas a tipo fijo y variable, según que las entidades de contrapartida pujen por la cantidad de dinero con la que desean operar al tipo de interés que marca el Banco Central Europeo, o pujen por los tipos de interés a los que desean acceder a una cantidad de liquidez marcada anteriormente. Las dos se aplican a las subastas de swaps de divisas. En las subastas a tipo variable se hace la adjudicación al mismo tipo marginal para todas las ofertas (holandesa) o a tipos múltiples (americana).

Normalmente las operaciones financieras de financiación tienen lugar cada martes, y las que son a más largo plazo suelen ser el primer miércoles de cada periodo de mantenimiento del coeficiente de caja.

2.1.2 Facilidades permanentes

Tienen tres objetivos: regular la liquidez a un día, el control de los tipos de interés del mercado a un día y marcar la orientación de la política monetaria. Para dar liquidez se usa la facilidad marginal de crédito, y para retirar liquidez la facilidad de depósito. Estas operaciones siempre tienen vencimiento a un día.

Las entidades de contrapartida pueden usar la facilidad marginal de crédito para obtener liquidez de los BCN contra activos de garantía. El fin de esta facilidad es satisfacer las necesidades transitorias de liquidez de las entidades. Las condiciones de la facilidad marginal de crédito son iguales para la toda la Eurozona. Los BCN pueden proporcionar liquidez con la facilidad de crédito en:

- **concesiones temporales:** la propiedad del activo se transfiere al acreedor, y las partes acuerdan efectuar la operación inversa, por medio de la reventa de activo al deudor, al siguiente día hábil.
- **préstamos a un día garantizados:** se realiza una garantía susceptible de ejecución sobre los activos, el deudor conserva la propiedad del activo siempre que cumpla su obligación principal.

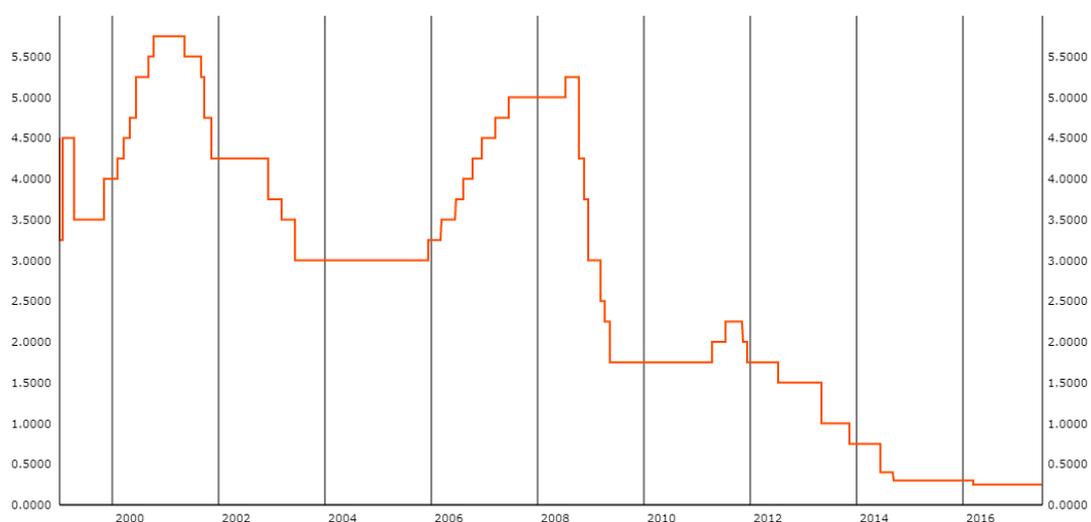


Gráfico 1 Evolución del tipo de interés de la facilidad marginal de crédito 1999-2017 (Fuente: BCE)

También puede ser usada la facilidad de depósito por quienes lo reciben con la finalidad de realizar depósitos a un día a los BCN, que se remuneran a un tipo de interés preestablecido. No se les ofrece a las entidades ningún activo de garantía a cambio. Para poder acceder a esta

herramienta, la entidad de contrapartida debe enviar una solicitud al banco central nacional del estado miembro en que la entidad esté establecida. No hay límite de cantidad para estas facilidades, administradas por los bancos centrales nacionales. Los tipos de interés los marca el Consejo de Gobierno del BCE.

Los tipos de interés del mercado interbancario a un día están en el intervalo: máximo (facilidad marginal de crédito del BCE que da liquidez) mínimo: fijado por el tipo de interés que se aplica todos los días en la facilidad que quita liquidez. El BCE no exige por decreto las limitaciones, sino que al dar posibilidad de rendimiento al exceso de liquidez de entidades de crédito a través del tipo de la entidad marginal de depósito no se entendería que el depósito fuera a otra entidad bancaria a un tipo inferior. Si el banco necesita liquidez y el BCE le concede un crédito a un tipo determinado por la otra facilidad permanente, no se entendería que pidiera el crédito a otra entidad bancaria a un tipo de interés superior. Los tipos de interés de las facilidades permanentes tienen un techo y un suelo a los tipos de interés a un día entre los bancos, y pueden usarse como expectativas a medio plazo de la política monetaria. En el gráfico 1 se puede ver la evolución del tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en el BCE durante el periodo 1999-2017.

En el apartado de análisis de política monetaria de las dos entidades se comentará más ampliamente las actuaciones que han tomado en cuanto a uso de la herramienta de las facilidades permanentes para frenar el impacto de la crisis.

2.1.3 Reservas mínimas

El consejo de gobierno del BCE, en julio de 1998 tomó la decisión de introducir un coeficiente de caja, que se aplique a todas las entidades de crédito, desde el inicio de la tercera fase de la unión monetaria. El coeficiente mencionado fue un 2% de los pasivos computables de las entidades financieras (depósitos, deuda emitida y papel comercial emitido en el mercado monetario), e introduciendo una franquicia de 100.000 € deducida de los activos de caja exigidos a cada entidad. Actualmente ese coeficiente de caja se encuentra en el 1% desde el día 18 de enero de 2012. También se decidió la remuneración de las reservas obligatorias al tipo de interés ponderado de las operaciones principales de financiación.

La finalidad del tipo de coeficiente tan inferior es que sea técnico, no tiene la intención de controlar la evolución monetaria, sino asegurar el funcionamiento del sistema de pagos, obligando a las entidades de crédito a mantener unos saldos líquidos mínimos.

La manera de determinar el cumplimiento del coeficiente de caja se hace sobre la media de los activos de caja que día a día tienen las instituciones financieras, contando con un periodo de mantenimiento de un mes (del 24 del mes en curso al 23 del siguiente). Con esto se intenta que los tipos de interés se mantengan estables, ya que es un incentivo para tratar de suavizar los efectos de las fluctuaciones temporales de liquidez. Así, una de las misiones más importantes del sistema de reservas mínimas es la estabilización de los tipos de interés en los mercados monetarios.

También hay una tensión en la liquidez relativa del sistema que permite incrementar la eficiencia del SEBC, y también aumenta la elasticidad de la demanda de dinero respecto a los tipos de interés, permitiendo controlar con mayor atención el proceso de expansión monetaria.

Las entidades con presencia en varios países de la Unión Monetaria tienen que cumplir con el coeficiente de caja en cada uno de los países que desarrollan su actividad, sin hacer un cálculo global de pasivos computables y activos de caja para toda la zona euro.

Si se produce un incumplimiento del coeficiente se aplica un régimen sancionador para las entidades de crédito que no lo cumplan, o mantengan parcialmente los depósitos obligatorios que se exigen. Las sanciones que el BCE puede imponer están reguladas en su reglamento, pueden ser bien: tipos de interés superiores a las operaciones normales, supresión de acceso a facilidades permanentes y operaciones de mercado abierto, exigencia de cumplimiento diario de coeficiente de caja, sin poder usar el mecanismo de promediación.

3 BANCOS CENTRALES NACIONALES Y SUPRANACIONALES

Tal y como lo define el Banco Central Europeo en su página web BCE (2015) “Un banco central es una institución pública que gestiona la moneda de un país o grupo de países y controla la oferta monetaria, la cantidad de dinero en circulación.” El objetivo principal de la mayor parte de estos bancos centrales es la estabilidad de precios, aunque en algunos países por obligación legislativa deben de ayudar el pleno empleo.

Tal y como se indica en el capítulo 2, los bancos centrales disponen de instrumentos para modificar la política monetaria. Los bancos centrales no son como los bancos comerciales donde se pueden abrir cuentas de ahorro, invertir o pedir hipotecas o préstamos, en tanto y cuanto son entidades públicas nacidas sin ánimo de lucro.

Eso sí, para los bancos comerciales sí que trabaja como un banco y sus actuaciones tienen influencia en el flujo de dinero y crédito con la finalidad como se ha comentado anteriormente de mantener la estabilidad de precios mediante las herramientas que dispone. La manera más habitual de trabajo entre los bancos comerciales y el banco central es que el primero pide prestado dinero a muy corto plazo, a cambio se deben presentar unos avales (como puedan ser bonos públicos o valores de renta fija privada, con un valor para garantizar que el dinero será devuelto). Los bancos en general viven de los préstamos a largo plazo y de los depósitos a corto, por ello sí pueden tener falta de liquidez, debido a que hay dinero para pagar una deuda, pero no la realidad de convertirlo en efectivo tan rápido como se necesita. Cuando suceden estos acontecimientos los bancos centrales pueden actuar como prestamistas de última instancia, ayudando a mantener la estabilidad del sistema financiero, así consiguiendo que no falle una de las patas que ellos pueden controlar de la economía.

Los bancos centrales también son los encargados de emitir billetes y monedas, controlar el funcionamiento de los sistemas de pago para los bancos e instrumentos financieros negociados, supervisan los productos de los bancos comerciales para que no tengan riesgos excesivos en los productos que ofrecen a los clientes, lo cual ayuda a la estabilidad del sistema financiero. También conservan reservas en moneda diferente a la que acuña el banco central, por si la suya propia sufre una devaluación y finalmente otra de sus funciones es la de ser los encargados de informar a los ciudadanos de su territorio del estado de la economía.

3.1 EL BANCO CENTRAL EUROPEO (BCE)

El Banco Central Europeo (en adelante BCE), se creó en el año 1999, junto con la creación de la moneda única europea, el Euro. El nacimiento de este órgano es la tercera y última fase de la Unión Económica y Monetaria de la Unión Europea (UEM). Su sede está en Fráncfort del Meno, Alemania.

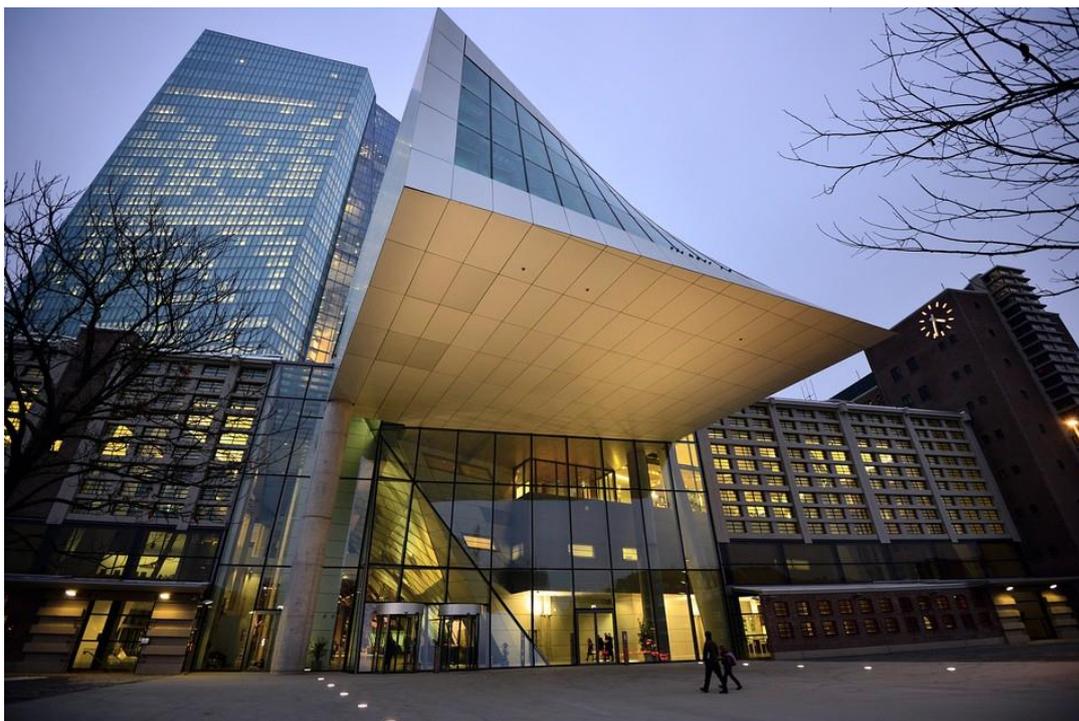


Imagen 1 Sede del BCE en Fráncfort del Meno (Fuente: BCE)

3.1.1 Objetivos del BCE

A diferencia de otros bancos centrales, como comentaremos más tarde con la Reserva Federal, el BCE tiene un objetivo principal, según el apartado 1 del artículo 127 del tratado de funcionamiento de la Unión Europea “El objetivo principal del sistema europeo de bancos centrales, denominado en lo sucesivo “SEBC” será mantener la estabilidad de precios”. Por mantener la estabilidad de precios en la zona euro, se entiende tener una inflación controlada que sea igual o inferior al 2%. El artículo 127 sigue mencionando “Sin perjuicio de este objetivo, el SEBC apoyará las políticas económicas generales de la Unión con el fin de contribuir a la realización de los objetivos de la Unión establecidos en el artículo 3 del Tratado de la Unión Europea”, este artículo 3 menciona objetivos tales como basar un crecimiento

económico equilibrado y estabilidad de precios en una economía social, competitiva tendente al pleno empleo y progreso social.

En el tratado, hace mención al SEBC, ya que en principio se asumió que todos los estados miembros de la UE tendrían el euro como moneda tarde o temprano. El Eurosistema se compone del BCE, los BCN de los estados miembros que cuentan con el euro como moneda. El SEBC integra el BCE y los BCN de todos los estados miembros de la UE, tengan o no el euro como moneda en su país.

3.1.2 Historia del BCE

Primera fase (1990-1993)

La primera fase (1990-1993), ratificada el año 1992 en el tratado de Maastricht, incluyó la supresión de la moneda de cada país y definía los criterios de convergencia (criterios de Maastricht) necesarios para formar parte de la unión monetaria:

- Tasa de inflación no superior a un 1,5 % respecto a la media de los tres estados de la Eurozona con la inflación más baja, dejando fuera los países con deflación. (España: inflación 1,8%, valor máximo de referencia 2,7%).
- Déficit presupuestario de las administraciones públicas no puede ser superior a un 3% del año anterior (España 1998 2,6 %).
- La moneda nacional no puede ser devaluada durante los dos años precedentes a la incorporación al euro y debe permanecer dentro del margen de fluctuación indicado por el Sistema Monetario Europeo.
- El tipo de interés nominal a largo plazo no puede ser superior 2% a la media de los tres estados de la Eurozona con la inflación más baja, durante el año 1997: (España año 1997: interés 6,3%, valor máximo de referencia 7,8%).

Segunda fase (1994-1998)

En la segunda fase de la UEM (1994-1998), se acuerda crear el Instituto Monetario Europeo en el año 1994. La finalidad de este órgano era comprobar si los países interesados en entrar en la Eurozona cumplen con los criterios de convergencia anteriormente mencionados. El 2 de mayo de 1998 se aprueban los 11 países que van a formar parte de la nueva moneda única, el Euro: estos países fueron: Alemania, Austria, Bélgica, España, Francia, Finlandia, Irlanda, Italia,

Luxemburgo, Países Bajos y Portugal. Este organismo solo funciona durante el periodo 1994-1998, fue el antecesor del Banco Central Europeo.

Tercera fase (1999-actualidad)

Finalmente, en la tercera fase de la UEM (1999-actualmente), como hemos mencionado anteriormente, se crea el Banco Central Europeo, también se fijan los tipos de cambio de cada moneda nacional con el Euro. Desde 1999 hasta 2001 el Euro solo era una unidad de cotización y cambio en los mercados financieros, a partir del 1 de enero del 2002 empieza a circular la nueva moneda y los nuevos billetes. Junto con los 11 países referidos en el párrafo anterior que forman la UEM, se han ido añadiendo los siguientes: Grecia en 2001, Eslovenia en 2007, Chipre y Malta en 2008, Eslovaquia en 2009, Estonia en 2011, Letonia en 2014 y la última en formar parte ha sido Lituania en el año 2015.

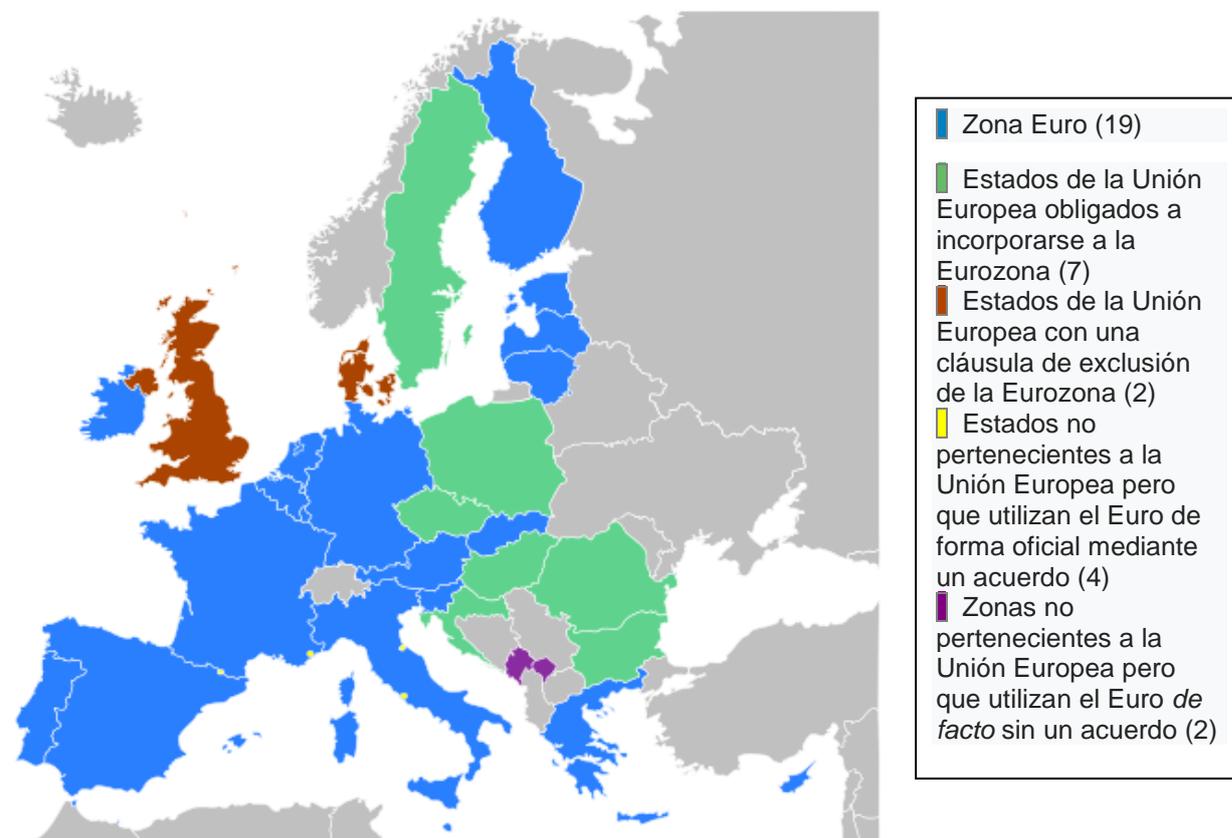


Imagen 2 Mapa de la Unión Europea y la Zona Euro (Wikipedia, 2017)

3.1.3 Estructura y gobierno del BCE

En cuanto a su vertiente orgánica, el BCE cuenta con 4 diferentes órganos de gobierno:

- **Comité Ejecutivo:** Lo conforman el presidente (Mario Draghi), el vicepresidente (Vitor Constancio) y cuatro miembros designados por acuerdo entre los máximos mandatarios de los países de la Eurozona. La duración de los cargos es de ocho años, no renovables.
Dentro de sus funciones, deben aplicar la política monetaria que manda el consejo de gobierno, dar instrucciones a los bancos centrales de cada nación, preparar las reuniones del consejo de gobierno y encargarse de la gestión ordinaria del BCE.
- **Consejo de Gobierno:** Es el encargado de tomar decisiones en el BCE. Está compuesto por los seis miembros del comité ejecutivo y los gobernadores de los bancos centrales nacionales de los 19 países de la Eurozona.
Sus funciones son: Adoptar las orientaciones y decisiones necesarias para garantizar el cumplimiento de las funciones asignadas al BCE y el Eurosistema, realizar la política monetaria de la Eurozona, tomar las medidas oportunas mediante los instrumentos de política monetaria: tipos de interés y suministros de reservas en el sistema. Se reúne cada seis semanas desde enero del 2015.
- **Consejo General:** Está formado por: el presidente del BCE, el vicepresidente del BCE, los gobernadores de los bancos centrales nacionales de los 28 estados miembros de la UE. No solo tiene en cuenta a los 19 países de la eurozona, sino también a los 9 países que no tienen el Euro como su moneda. El resto de miembros del Comité Ejecutivo, el presidente del consejo de la UE y un miembro de la comisión europea, pueden participar sin derecho a voto.
Entre sus funciones encontramos las funciones de consulta del BCE, las posibles ampliaciones de la zona euro, así como trabajo consultivo como pueda ser estadística o el informe anual del BCE. Es el órgano con menos peso dentro de la estructura orgánica del BCE.
- **Consejo de supervisión:** Está compuesto por: un presidente (con mandato de 5 años no renovable), un vicepresidente (elegido entre los miembros del comité ejecutivo del BCE), cuatro representantes del BCE y representantes de los supervisores nacionales.

Se reúne dos veces al mes para debatir, planificar y ejecutar las tareas de supervisión del BCE. También propone al Consejo de Gobierno proyectos de decisiones de acuerdo con el procedimiento de no objeción.

3.1.4 Distribución del capital del BCE

Pese a ser una institución de la Unión Europea, desde la vigencia del tratado de Lisboa en diciembre del año 2009, la creación del Banco Central Europeo fue parecida a la de una entidad privada, ya que los países de la eurozona como los pertenecientes a la UE sin adoptar el euro son accionistas del BCE. El capital del BCE procede de los BCN de los estados miembros de la UE y es de 10.825 millones de euros. El porcentaje de aportación de capital se obtiene mediante un cálculo por población y Producto Interior Bruto (PIB) de cada país. Las participaciones se ajustan cada 5 años y cuando se incorpora un nuevo país a la UE.

La última revisión es la del 2015. El capital total del BCE es de aproximadamente 7.740 millones de euros tal y como se puede ver en la Tabla 4. De esta cantidad los bancos centrales de la eurozona aportan alrededor de 7.620 millones de euros, mientras los no pertenecientes a la Eurozona el resto, unos 120 millones de euros

Banco centrales nacionales pertenecientes la eurozona	Participación (%)	Capital desembolsado (€)
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique (Bélgica)	2,4778	268.222.025,17
Deutsche Bundesbank (Alemania)	17,9973	1.948.208.997,34
Eesti Pank (Estonia)	0,1928	20.870.613,63
Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland (Irlanda)	1,1607	125.645.857,06
Bank of Greece (Grecia)	2,0332	220.094.043,74
Banco de España	8,8409	957.028.050,02
Banque de France (Francia)	14,1792	1.534.899.402,41
Banca d'Italia (Italia)	12,3108	1.332.644.970,33
Central Bank of Cyprus (Chipre)	0,1513	16.378.235,70
Latvijas Banka (Letonia)	0,2821	30.537.344,94
Lietuvos bankas (Lituania)	0,4132	44.728.929,21
Banque centrale du Luxembourg (Luxemburgo)	0,203	21.974.764,35
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta (Malta)	0,0648	7.014.604,58
De Nederlandsche Bank (Países Bajos)	4,0035	433.379.158,03
Oesterreichische Nationalbank (Austria)	1,9631	212.505.713,78
Banco de Portugal (Portugal)	1,7434	188.723.173,25
Banka Slovenije (Eslovenia)	0,3455	37.400.399,43
Národná banka Slovenska (Eslovaquia)	0,7725	83.623.179,61
Suomen Pankki – Finlands Bank (Finlandia)	1,2564	136.005.388,82
Total pertenecientes a la Eurozona	70,3915	7.619.884.851,40
Banco centrales nacionales NO pertenecientes a la Eurozona	Participación (%)	Capital desembolsado (€)
Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria)	0,859	3.487.005,40
Česká národní banka (República Checa)	1,6075	6.525.449,57
Danmarks Nationalbank (Dinamarca)	1,4873	6.037.512,38
Hrvatska narodna banka (Croacia)	0,6023	2.444.963,16
Magyar Nemzeti Bank (Hungria)	1,3798	5.601.129,28
Narodowy Bank Polski (Polonia)	5,123	20.796.191,71
Banca Națională a României (Rumanía)	2,6024	10.564.124,40
Sveriges riksbank (Suecia)	2,2729	9.226.559,46
Bank of England (Reino Unido)	13,6743	55.509.147,81
Total NO pertenecientes a la Eurozona	29,6085	120.192.083,17
TOTAL GENERAL	100	7.740.076.934,57

Tabla 4 Contribución al BCE de los Banco Centrales Nacionales pertenecientes y no pertenecientes a la Eurozona

(Fuente: BCE)

3.2 SISTEMA DE LA RESERVA FEDERAL (FED)

El Sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos (también conocido como Fed), es el banco central de los Estados Unidos. Fundado en el año 1919 mediante la Federal Reserve Act (Ley de la Reserva Federal), su origen fue debido a la situación vivida en la crisis de 1907, donde no había un organismo para controlar el sistema monetario.

La Fed se considera “un banco central independiente porque las decisiones de política monetaria no deben de ser aprobadas por el presidente ni nadie en el poder ejecutivo o legislativo”.

3.2.1 Objetivos de la Fed

El Congreso de los Estados Unidos (En adelante EEUU), declaró tres objetivos en referencia a la política monetaria de la Fed en su ley de creación: maximización del empleo, estabilidad de precios, establecer los tipos de interés a largo plazo. En el año 2009 se añadió un cuarto que fue la regulación bancaria, para mantener la estabilidad del sistema financiero. A parte de estos también asume los siguientes objetivos: servir de banco central de los EEUU, abordar el problema de las crisis bancarias, proporcionar servicios financieros para las entidades depositarias, el gobierno de EEUU e instituciones extranjeras, incluyendo una participación importante en el sistema de nacional de pagos para facilitar el intercambio de pagos entre regiones y para responder a las necesidades de liquidez locales, y fortalecer la economía de EEUU en la economía global.



Imagen 3 Eccles Building (edificio de las oficinas centrales del Board of Governors de la Fed (Wikipedia, 2017)

3.2.2 Composición de la Fed

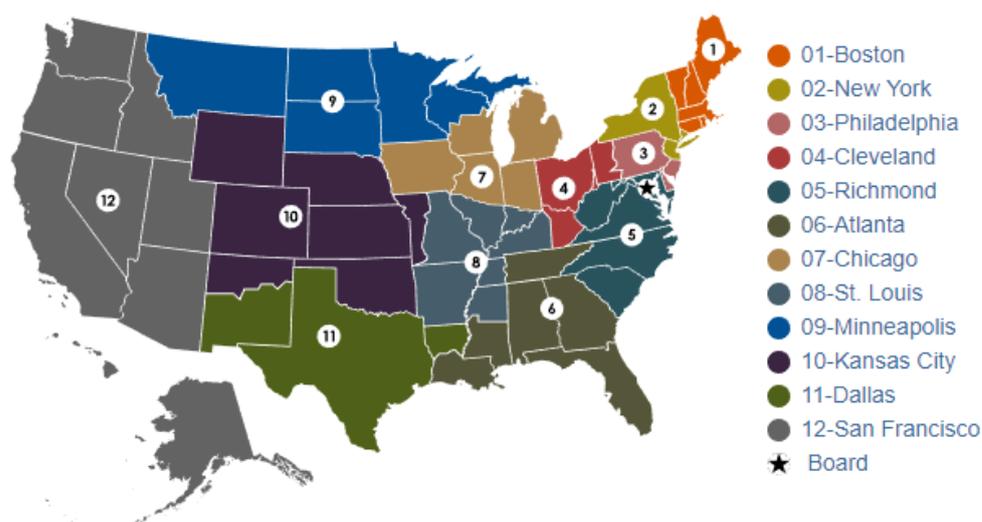
La organización de la Fed se compone por:

Board of Governors (BoG): Forman parte 7 miembros durante 14 años. Tienen que ser elegidos por el presidente de los EEUU y ratificados por el Senado. No se pueden elegir más de uno a la vez, y nunca ha habido diferencias entre presidente y senado, siempre han estado de acuerdo. El presidente de la Fed (que debe formar parte del BoG) es elegido por el de los EEUU.

Federal Reserve Banks: Dependen del BoG, lo componen 9 miembros, de los cuales 6 son nombrados por grupos de interés regionales, los otros 3 los elige el BoG. También elige el BoG al presidente y vicepresidente. En la imagen se pueden ver el conjunto de los federal reserve Banks.

Federal Open Market Committee (FOMC): Es el órgano encargado de tomar las decisiones de mayor importancia dentro de la Fed, lo conforman los 7 componentes del BoG y se suman 5 miembros de los Federal Reserve Banks que van rotando anualmente entre 5 grupos.

Bancos miembros: Son instituciones privadas que participan en los Federal Reserve Banks de cada región. Cerca del 38% de los bancos privados de EEUU son miembros de su Federal Reserve Bank nacional.



The Federal Reserve officially identifies Districts by number and Reserve Bank city.

In the 12th District, the Seattle Branch serves Alaska, and the San Francisco Bank serves Hawaii. The System serves commonwealths and territories as follows: the New York Bank serves the Commonwealth of Puerto Rico and the U.S. Virgin Islands; the San Francisco Bank serves American Samoa, Guam, and the Commonwealth of the Northern Mariana Islands. The Board of Governors revised the branch boundaries of the System in February 1996.

Imagen 4 Configuración bancos centrales Federales. (Federal Reserve, 2017)

3.2.3 Historia de la Fed

Antes de la Fed (1971-1913)

Históricamente, la Reserva Federal es el tercer banco central creado por los Estados Unidos. Antes de la creación de la Fed, existieron dos intentos de crear un banco central fuerte en los EEUU pero ninguno de los dos se mantuvo activo. El primero de los bancos estuvo funcionando de 1791 a 1811, y el segundo de 1817 a 1836. Las funciones de los bancos entre otros eran: controlar las divisas, los préstamos comerciales, etc. Al finalizar la labor de estos bancos estatales, y los bancos libres emitían sus bonos rescatables en oro o en especie. También los bancos introdujeron los depósitos bancarios.

En 1863 para ayudar a financiar la Guerra civil, se creó la National Currency Act. Cada banco privado tenía la potestad de imprimir billetes estandarizados, respaldados en bonos de los EEUU que tenían en su poder. La ley fue revisada en 1864 y renombrada como National Banking Act. Con esta ley se creó la Office of Comptroller of the Currency (Oficina de control de la moneda), organismo hoy todavía existe, el cual examina y supervisa los bancos nacionales y está asignado al Departamento del Tesoro de los EEUU.

A pesar de que la National Banking Act estableció medidas de estabilidad en cuanto a la moneda para fomentar el crecimiento del país, el miedo ante una posible crisis y las ejecuciones bancarias continuaban en la economía americana. Años después y finalizada la guerra, se confirmaron los peores presagios y en 1893 el pánico bancario que afectaba a la sociedad terminó creando una de las peores depresiones nunca vistas a nivel económico. Solo se pudo estabilizar gracias a la intervención del magnate financiero J.P Morgan. A partir de ese momento quedó claro que los EEUU necesitaban una revisión importante del sistema bancario y financiero. Durante 1907 se volvió a necesitar la ayuda de J.P. Morgan ante la crisis que tuvo lugar en la bolsa de Wall Street debido a la especulación bancaria. Para que la gente no desconfiara de la banca, actuó Morgan.

Por otro lado, en esos años, los ciudadanos estadounidenses venían reclamando una modificación del sistema bancario. La estructura de esta reforma fue motivo de divergencias entre los americanos. Los de tendencia conservadora y los prestamistas en las grandes ciudades del este, estaban en contra de las propuestas progresistas. Sin embargo, la mayor parte de la ciudadanía estaba a favor de crear un sistema bancario que les proporcionara estabilidad financiera, del lado progresista.

Primeros años de la Fed (1913-1929)

El año 1908 se aprueba la Ley Aldrich-Vreeland para contrarrestar los efectos de la crisis de 1907. Esta ley se creó para que se emitiera moneda de manera urgente para mitigar el problema económico. Además, se creó una comisión monetaria nacional para encontrar una solución a largo plazo a los problemas bancario-financieros que venía atravesando el país. Tal y como sucedió años atrás hubo discrepancias entre conservadores y demócratas (quienes querían que el banco central fuera una entidad pública). Finalmente, después de que en 1912 se alzara con la victoria en las elecciones el demócrata Woodrow Wilson, éste impuso su criterio de crear un banco descentralizado contra las opiniones del senador demócrata Aldrich y su plan aliado con los banqueros. Wilson durante sus años de mandato se rodeó de profesionales en el campo de las finanzas (Carter Glass y H. Parker Willis) para trabajar en la Ley de la Reserva Federal, sobre la cual se presentó el primer borrador en diciembre de 1912. La Ley se estuvo debatiendo hasta diciembre del año siguiente, cuando el presidente Wilson rubricó la Ley de la Reserva Federal. Finalmente se creó un organismo que conformaba tanto los intereses de la banca privada como al sentido de que la entidad era pública ya que estaba descentralizada.

Durante la primera guerra mundial iniciada el 1914, EEUU no tuvo ningún tipo de crisis debido a la Ley Aldrich-Vreeland, la cual con carácter de urgencia emitió moneda. Gracias a la capacidad de los bancos de reserva Estados Unidos estaba financiando indirectamente la guerra hasta 1917, cuando se le declara la guerra a Alemania y se finalizaron este tipo de ayudas, en pro de destinar esos recursos a vencer al rival.

Gran depresión (1929-1941)

Una vez finalizada la primera guerra mundial el presidente de la Fed, Benjamin Strong dijo que el oro ya no era la parte central del control del crédito. Strong intentó parar una crisis en el 1923 comprando valores del gobierno, en una de las primeras medidas de mercado abierto ya que con esta actuación se demostraba que la Fed podía formar parte de la disponibilidad de crédito del sistema bancario. Durante la década de 1920 la Fed empezaba a usar las operaciones de mercado abierto como una herramienta de Política Monetaria. Strong también promovió los vínculos entre bancos centrales y sobre todo el Bank of England. En estos años 20 Carter Glass, quien fuera consejero del presidente Wilson, avisó que el mercado de valores era demasiado especulativo y que ello podría tener unas consecuencias terribles. No le faltó razón, ya que el día 24 de octubre del 1929 se produjo el jueves negro, el día que la bolsa de Nueva York empezó a descender estrepitosamente y originó el famoso crac del 29 y la sucesiva gran depresión (en el gráfico 2 se puede ver la bajada de la bolsa durante el mes de octubre del 1929 destacada en granate). Durante el período 1930 a 1933 cerca de 10.000 bancos fueron a la bancarrota, y en marzo del 1933, el presidente entrante Franklin Delano Roosevelt, declaró un día nacional festivo, mientras que los funcionarios intentaron intentaban buscar la solución a los graves problemas económicos causados en la crisis del 29. Muchos ciudadanos echaron la culpa a la Fed, por la fallida del sistema especulativo de préstamos, que llevaron al colapso del sistema y otros decían que la Fed no entendía bien la situación económica monetaria y no tomó las medidas necesarias para que la crisis no fuera tan grande y disminuir sus efectos.

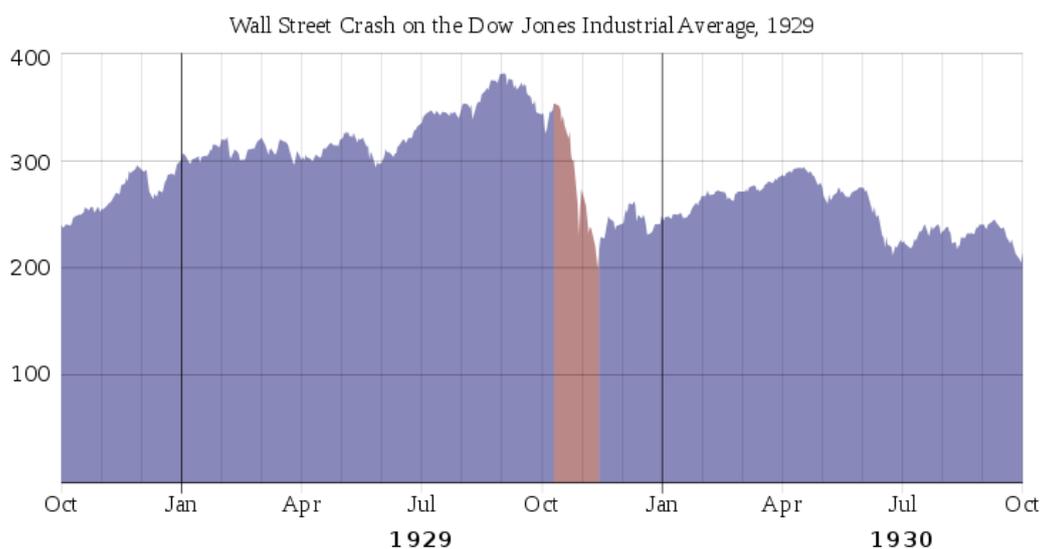


Gráfico 2 Evolución del mercado de Wall Street octubre 1928-1930 (Wikipedia, 2017)

Para reaccionar ante la Depresión de los años 30, el congreso de los Estados Unidos aprobó la Ley bancaria conocida como la Ley Glass-Steagall en el año 1933. Esta Ley, preveía la separación de la banca comercial y de inversión, y pedía el uso de títulos del gobierno como garantía por los daños colaterales que pudieran causar. La Ley también creó la Corporación Federal de Seguros de Depósitos, la cual colocó operaciones de mercado abierto bajo el poder de la Fed y requería al banco que tenía los depósitos que sus operaciones pudieran ser revisadas por la Fed. El presidente Roosevelt, acabó con los certificados de oro y plata, así como con el oro o cualquier estándar metálico.

La segunda guerra mundial y sus derivaciones (1941-1951)

El Sistema de la Reserva Federal, se comprometió formalmente a mantener una tasa baja de interés de los bonos del gobierno el año 1942 cuando los Estados Unidos entraron a formar parte de la segunda guerra mundial. Fue el Departamento del Tesoro quién tomó la decisión para permitir que el gobierno federal tuviera una manera más fácil de financiar la guerra. Para fijar la tasa, la Reserva Federal, debió abandonar el control del tamaño de su cartera de valores, así como la masa monetaria. Por estas acciones el Departamento del Tesoro y la Fed tuvieron sus más y sus menos, cuando el primero, ordenó al banco central que mantuviera los niveles se inició la guerra en Corea por 1950.

Acuerdo entre el Tesoro y la Fed (1951-1965)

Tanto el secretario del Departamento del Tesoro, John Snyder, como el presidente Harry Truman, fueron defensores de la bajada de los tipos de interés. El presidente creía que era su

deber proteger a los ciudadanos patriotas no reduciendo el valor de los bonos comprados durante la guerra. Por otro lado, la Fed, creía que se necesitaba contener las presiones inflacionarias en la economía americana causadas por la intensidad de la guerra en Corea. Parte de los miembros de la Junta de Gobernadores de la Fed, comprendieron que la obligación de tener tipos de interés bajos produciría una expansión demasiado grande, la cual desembocaría en una inflación. Después de una discusión entre la Reserva Federal y el Tesoro, para controlar las tasas de interés y la política monetaria, se resolvió firmando el Acuerdo del Tesoro-Fed el año 1951, en el cual se eliminaba la obligación de la Fed de monetizar la deuda del Tesoro a un tipo fijado, lo cual ayudó a retornar la independencia del banco central y la política monetaria que hoy en día ejerce la Fed.

Gran inflación y gran moderación (1965-2001)

En los años setenta, la inflación se disparó a medida que los precios fueron aumentando tanto para el productor como para el consumidor. Uno de los productos con mayor aumento fue el petróleo, lo que hizo que el déficit federal se duplicara. En agosto del 1979, cuando Paul Volcker fue elegido como presidente de la Fed, había que tomar alguna acción de importancia para frenar la inflación que venía arrastrando la economía norteamericana. Volcker fue un gran líder de la Fed durante la década de los 80, y su gran éxito fue controlar el nivel de inflación, llegando a descender del 10%. Durante esta misma década se creó la Ley de Control Monetario, que obligaba a la Fed a fijar precios competitivos de sus servicios financieros contra los que ponían el sector privado, así como establecer requisitos de reservas para todas las instituciones financieras. La ley abre un periodo de reformas en cuanto a la banca moderna, después de esta ley, creció la banca interestatal y los bancos ofrecían cuentas que pagaban intereses y disponían de instrumentos para atraer clientes. Fue más difícil evadir los obstáculos de las actividades de las compañías de seguros. Para regular estos servicios en el año 1999 se estableció la Ley Gramm-Leach-Bliley por la cual se permitía a los bancos ofrecer una oferta de servicios financieros, incluyendo banca de inversión y seguros.

Dos meses después de que Alan Greenspan tomara el cargo de jefe de la Reserva federal, la bolsa tuvo una crisis el 19 de octubre del 1987. Para contrarrestar estos efectos Alan Greenspan, ordenó que la Fed hiciera un comunicado de una frase, antes de que se abriera el mercado el día siguiente declarando “La Reserva Federal, consciente de sus responsabilidades como banco central de la nación, reafirma hoy su disposición a servir como fuente de liquidez para apoyar el sistema económico y financiero”.

La crisis de las empresas puntocom (2001-2007)

Durante la década de los años 90 hubo una fuerte expansión de la economía, la cual en marzo del 2001 estalló y provocó una mini-recesión que duró hasta el mes de noviembre del mismo año. En respuesta a la explosión de la burbuja de la bolsa de los años noventa en los primeros años de la década, la Fed bajó los tipos de interés con rapidez. Durante los noventa, la Reserva Federal hizo uso de la política monetaria en varias ocasiones, tales como la crisis crediticia de principios de los 90 o el problema con el gobierno de Rusia, el cual no tenía en cuenta los efectos que sus actuaciones pudieran causar en la economía real. La década tuvo una inflación general decreciente y la mayor expansión económica en tiempos de paz que ha vivido los Estados Unidos.



Imagen 5 Evolución de los tipos de interés de la Fed desde 1979 (Bob Rich, 2016)

Los acontecimientos sucedidos el 11 de septiembre del 2001 fueron una buena piedra de toque para la impecable actuación que venía efectuando la Reserva Federal, cuando los atentados en Nueva York, Washington y Pensilvania interrumpieron los mercados financieros, la Reserva Federal emitió un breve comunicado tal y como hizo en el año 1987 "El sistema de la Fed está abierto y en funcionamiento. La ventana de descuento está disponible para satisfacer las necesidades que puedan surgir de liquidez". En los siguientes días la Fed bajó las tasas de interés y prestó más de 45 mil millones de dólares americanos a las instituciones financieras, con la finalidad de proporcionar estabilidad a la economía de los Estados Unidos. A finales de septiembre, los préstamos de la Fed habían vuelto a niveles previos al 11 de septiembre y con su actuación la Reserva Federal hizo su trabajo extraordinariamente y

funcionó de amortiguador ante lo que habría podido ser una crisis de liquidez en el mercado financiero norteamericano, pero también teniendo su repercusión en el mundial, por la globalización ya de los años 2000.

Finalmente comentar que en la imagen 5, tenemos la evolución de la tasa de interés donde se juega con las tasas de interés y la altura de los presidentes de la Reserva Federal. Donde Paul Volcker era el más alto medía 2.00 m y tenía los intereses bajos y después Greenspan, Bernanke y la actual presidenta Yellen, todos más bajitos que Volcker descende cada vez más el nivel de interés como sus estaturas.

4 EVOLUCIÓN DE LA CRISIS FINANCIERA

En este apartado dividiremos las crisis de la zona euro, y la de los Estados Unidos, aunque tal y como sabemos la americana fue la primera en tener lugar ya que fue la que tuvo repercusión y la que se expandió a la zona europea por los diferentes motivos que serán mencionados.

4.1 Evolución de la crisis financiera desde el punto de vista europeo

La crisis en Europa tuvo dos partes: la primera fue la que comprendió el periodo 2007-2009, cuando toda la intensidad de la burbuja inmobiliaria explotó y desencadenó en una gran crisis con bancos con pérdidas muy importantes, familias muy endeudadas y empresas sin recursos para financiarse. La segunda parte de la crisis tuvo lugar durante el periodo 2010-2013, esta crisis vino después de la de la burbuja, los estados tenían que asumir los problemas que tenían los bancos que habían quebrado, por lo tanto, debían endeudarse más. Los mismos estados tampoco generaban confianza porque sus niveles de déficit no tenían fondo y a la hora de salir al mercado debían pagar un tipo de interés muy alto por su deuda soberana.

La intensidad de la crisis del 2008 no se había visto en la historia económica desde las crisis que se sucedieron después de las guerras mundiales. Hay algunas semejanzas entre ambas depresiones. Las dos vinieron precedidas de un largo periodo de crecimiento del crédito, donde la prima de riesgo se situaba en niveles muy bajos, había gran disponibilidad de liquidez, en el mercado financiero se trabajaba con un gran apalancamiento, los precios de los activos se encontraban por las nubes y había una burbuja económica en el sector inmobiliario. Las posiciones de apalancamiento en los mercados financieros y los desajustes en los vencimientos dieron lugar a que las instituciones financieras fueran muy vulnerables a las correcciones en el mercado de activos, deteriorando el desarrollo de los préstamos y entorpeciendo en los mercados de financiación. Durante la historia económica había precedentes de estas características con ejemplos como Japón y los países nórdicos a principios de los años noventa y la crisis asiática a finales de estos años. La diferencia principal entre los episodios anteriores y la actual crisis es que esta tiene una dimensión global, no solo afecta a un mercado, sino que ya nos encontramos en el mundo globalizado donde se importa y se exporta más libremente y

una crisis en un lado de la tierra puede causar otra semejante en otro lado tal y como pasó esta vez.

4.1.1 Crisis de la burbuja inmobiliaria (2007-2009)

Cuando la crisis estalló a finales del verano del 2007, la incertidumbre entre los bancos relativa a la solvencia de sus activos se evaporó, habían invertido mucho en productos financieros con poca fiabilidad, complejos, poco transparentes y demasiado caros. El resultado fue que el mercado interbancario prácticamente estaba cerrado y las primas de riesgo sobre los préstamos interbancarios se dispararon a niveles que no estaban acostumbrados ni se esperaban. En ese momento los bancos tenían un problema importante de liquidez, tuvieron dificultades graves para refinanciar su deuda a corto plazo. En esa etapa, los responsables políticos pensaban que la crisis era un simple problema de liquidez cuando era algo mucho más grave. Por poner un ejemplo en España, el presidente del gobierno Jose Luis Rodríguez Zapatero declaró el 16 de octubre de 2007 “No hay atisbo de recesión económica. La economía española tiene muy buenos fundamentos”, a esas alturas en octubre del año 2007 ya estaba empezando la recesión, pero el entonces recién reelegido presidente Zapatero no le quería dar importancia a la “desaceleración” como comentó en febrero del 2008, cuando la crisis era más intensa. Como se puede ver en el gráfico 3, las exportaciones de la UE a países exteriores de la UE estaban incrementándose durante los años 2007-2008, ello no era síntoma de que hubiera ningún tipo de crisis, pero se observa que en el año 2009 hay un bajón importante debido a la crisis que estaba inmersa Europa.

También surgieron inquietudes sobre la solvencia de las instituciones financieras, pero se consideró poco probable que el sistema se colapsara de una manera tan grande como al final sucedió. Además, se creía en la economía europea que saldrían impunes a los efectos colaterales que venían de la crisis de Estados Unidos, adicionalmente se creía en la potente moneda del euro, con solo 6 años de vida, que unía a 15 países en una única política monetaria, con lo que al ser una moneda fuerte protegería los daños que podría tener otra moneda más débil en el caso de que la moneda se pueda devaluar por una crisis. Todavía en esos momentos en el año 2007 existía la creencia de que la Unión Europea era una gran potencia, y este argumento fue alimentado por las percepciones de la economía real, la cual a pesar de la desaceleración que sufría prosperaba en fundamentos sólidos, rápido crecimiento de las exportaciones y sólidas situaciones financieras de empresas y hogares.

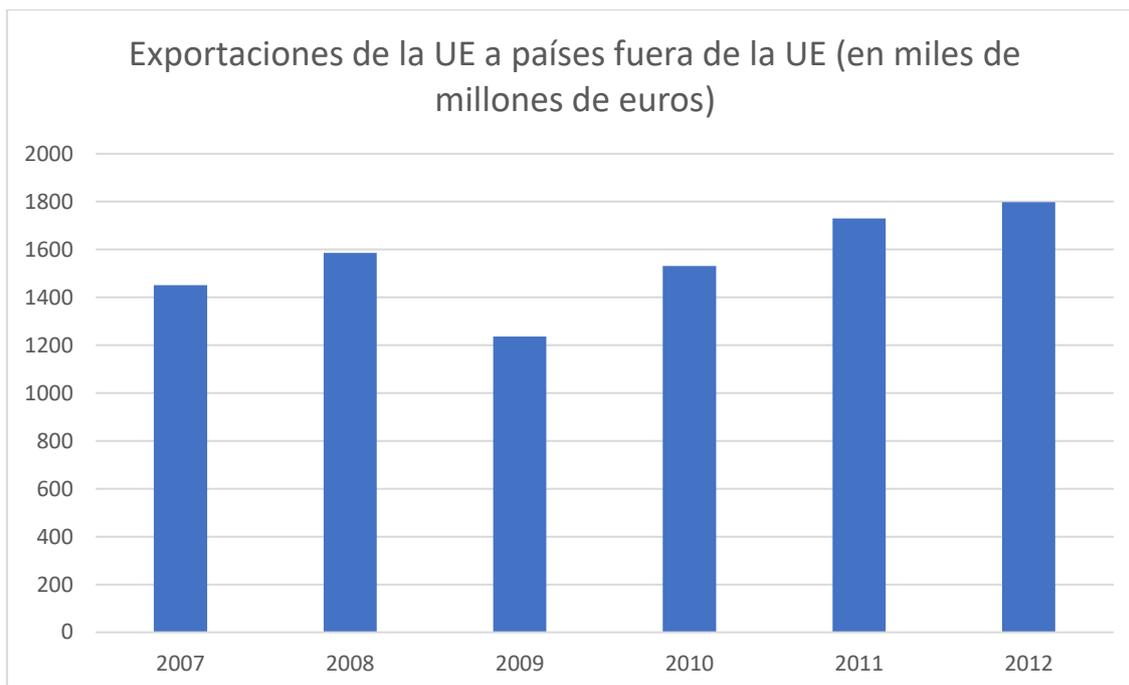


Gráfico 3 Exportaciones de la UE a países fuera de la UE (miles de millones de euros) (Fuente: Export Tradesk European comission)

Estas ideas que había cambiaron drásticamente en septiembre del 2008, debido al rescate en EEUU de Fannie Mae y Freddie Mac, la quiebra de la compañía financiera Lehman Brothers, y los presagios de que una de las empresas más importantes de seguros en el mercado estadounidense AIG (la cual finalmente fue rescatada) podría quebrar. Estos acontecimientos dejaron tocadas a algunas importantes instituciones financieras en los Estados Unidos y en la Unión Europea. El pánico se adueñó de los mercados, las valoraciones de mercado de las compañías financieras ya no eran las de antes, los inversores se dieron mucha prisa en tratar de colocar el dinero en los pocos refugios seguros que tenían (bonos soberanos) y la fusión total del sistema financiero se convirtió en una amenaza real. En ese momento la crisis era ya suficientemente grande y empezó lo más duro, los bancos ya no podían ofrecer tanto crédito como antes, la actividad económica (en España muy ligada a la industria inmobiliaria) se desplomó drásticamente, las carteras de préstamos se deterioraron en gran cantidad, etc. La recesión en los mercados de activos se expandió de una manera muy rápida de una parte a otra del atlántico, a medida que el crédito comercial se hacía difícil de conseguir y mucho más caro, el comercio mundial sufrió un importante desplome y las empresas industriales vieron caer sus ventas. La confianza de los consumidores y las empresas cayó a mínimos nunca vistos.

Estos eventos sucedidos, pusieron de manifiesto el escenario de la recesión más profunda en Europa desde el crac del 29 y la gran depresión que le sucedió, la cual tuvo efecto en Europa, aunque a menor escala que en los Estados Unidos. Las proyecciones que había de los países en cuanto a crecimiento económico se vieron reducidas drásticamente a un ritmo récord.

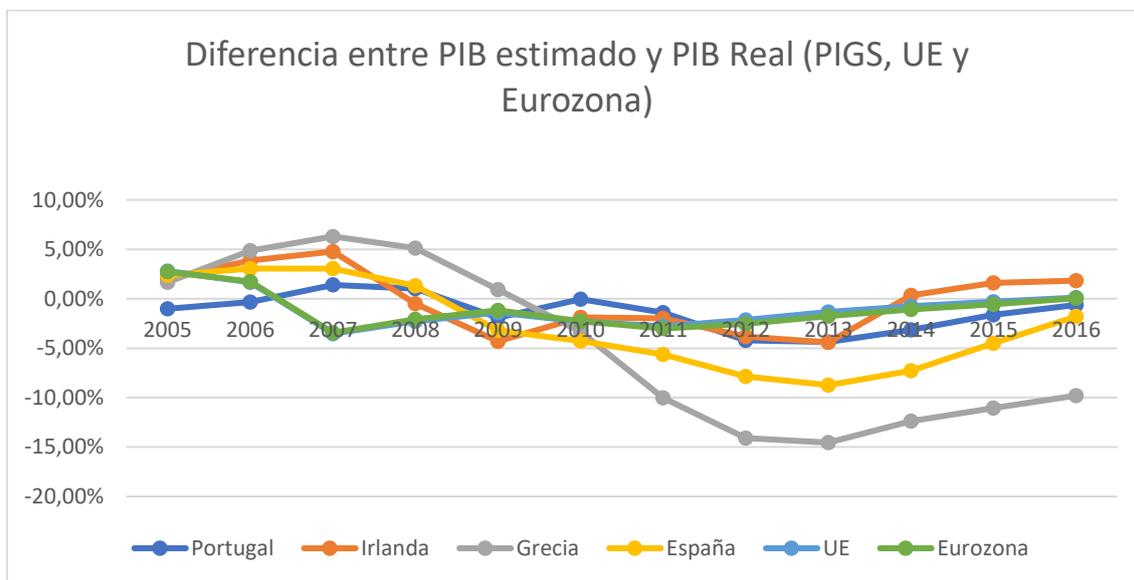


Gráfico 4 Diferencia entre PIB Estimado y real de los PIGS, UE y Eurozona (Fuente: BCE)

La situación habría sido mucho más grave si los bancos centrales (como comentaremos más tarde), gobiernos y autoridades supranacionales, en Europa y otros lugares no hubiesen respondido con fuerza.

La fuerte dependencia que tenían algunos países de la Unión Europea al problema de las hipotecas subprime de los Estados Unidos apareció cuando en el verano de 2007 el banco francés BNP Paribas, congeló los reembolsos de tres fondos de inversión, diciendo que eran incapaces de valorar los productos estructurados. El resultado fue que el riesgo aumentó entre los bancos los cuales se cobraban altas tasas entre sí por préstamos a corto plazo, se veía que algo no funcionaba del todo bien en el mercado de entidades financieras europeas. A esas alturas, gran parte de los observadores no eran conscientes de que la crisis sistémica era realmente una amenaza, esto comenzó a esta presente en la primavera de 2008 cuando los bancos europeos Northern Rock (Reino Unido) y Landesbank Saschen (Alemania) entraron en fallida.

Por otoño de ese mismo año, la lista de bancos a punto de quebrar llegó a ser muy amplia, y cada vez se veía la crisis sistémica más cerca, las situaciones de los siguientes bancos, entidades financieras o de seguros bancos hicieron saltar las alarmas:

- EEUU: Lehman Brothers, Fannie May, Freddie Mac, AIG, Washington Mutual, Wachovia.
- Suiza: Fortis
- Islandia: The Banks of Iceland
- Reino Unido: Bradford & Bingley
- Bélgica: Dexia
- Países Bajos: ABN-AMBRO
- Alemania: Hypo Real Estate

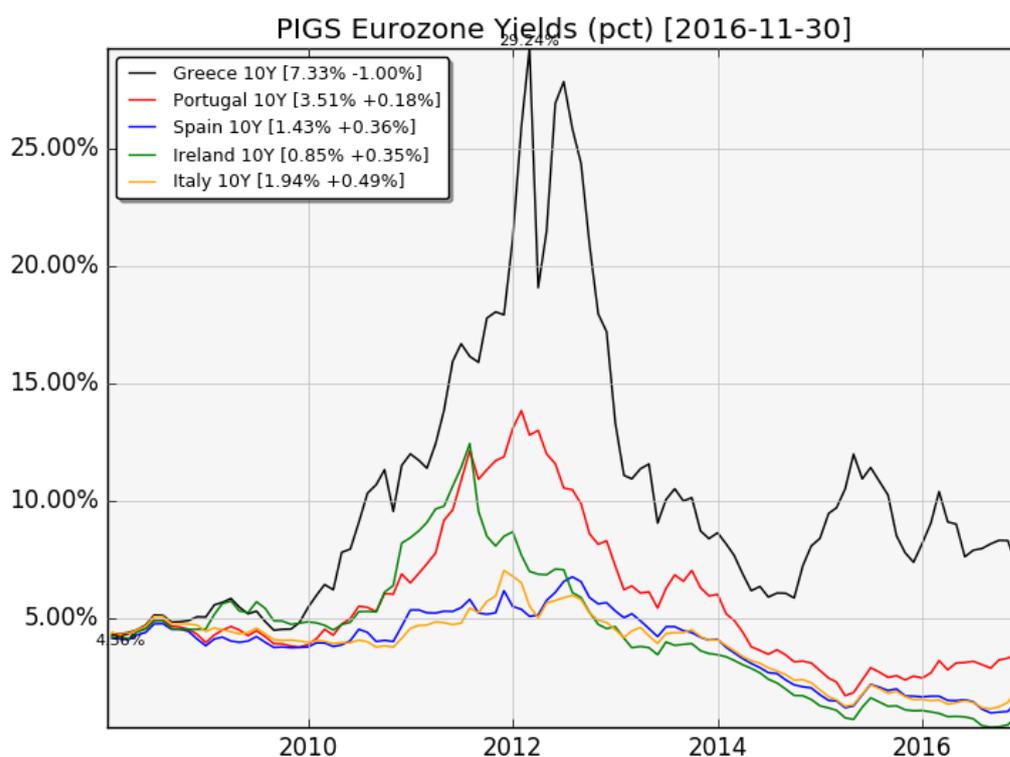
Como podemos ver en la relación de bancos y entidades financieras y de seguros a punto de la quiebra, estábamos ya en un problema global que tenía más su efecto en Estados Unidos, pero porque allí era donde empezó a fallar el sistema de los créditos hipotecarios como explicaremos más adelante.

Todo lo mencionado anteriormente es en referencia al primer tramo de la crisis, durante los años 2007-2009. Ahora comentaremos los eventos sucedidos en el periodo 2010-2013.

4.1.2 Crisis de la deuda soberana europea (2010-2013)

Mientras la economía americana allá por los años 2009 y 2010 veía remontando la crisis, la economía europea inició otra crisis derivada de la anterior financiera. Esta segunda parte de la crisis tuvo como actores principales al sector público, ya que la conocida como crisis de la deuda soberana afectaba a los países de la Unión Europea que más habían sufrido los efectos de la recesión económica. Los países más afectados fueron: Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España, para ellos la prensa anglosajona acuñó el término PIIGS¹ Estos 5 países fueron los que más sufrieron el azote de los mercados y la desconfianza hacia sus instituciones públicas.

¹ La creación de este término PIIGS se entiende desde un punto de vista del insulto, ya que pigs en inglés significa cerdos. Tal y como se comenta arriba o componen (Portugal, Ireland, Italy, Greece, Spain), se usan las iniciales de cada país para crear el acrónimo.



Last update Dec 14, 2016

<http://www.mdbriefing.com>

Gráfico 5 Interés pagado por el bono a 10 años de los PIIGS (Fuente: Market Daily Briefing)

Tal y como se puede ver en el gráfico 5, durante los años 2009 a 2013, el tipo de interés a la hora de endeudarse tuvo unos máximos inesperados, sobre todo en Grecia, donde como se comentará más adelante hubo muchos problemas para sostener la estabilidad económica del país. El país heleno alcanzó casi el 30% de tipo de interés en el pago de la deuda pública a 10 años, cuando en ese año por ejemplo Alemania pagaba entorno a un 1,5% de interés.

Comentaremos brevemente los acontecimientos de la crisis europea, centrándonos en los PIIGS.

Intervención del BCE en Grecia

A finales del año 2009 el nuevo presidente socialista George Papandreu, comentó que el estado de las finanzas de ese país era pésimo ya que el déficit previsto era de 12.5%, contraviniendo el que había anunciado el gobierno anterior de un 3.7%. A finales de ese año las agencias de calificación redujeron la calidad del bono soberano del país heleno, hasta niveles de muy poca fiabilidad, lo que provocó un temor en los mercados ya que los inversores dudaban si invertir en bonos griegos, pese a que tenían el respaldo de un país detrás, pero ahora los griegos deberían pagar más intereses por su deuda que anteriormente. Para dar

confianza a la UE y a los mercados, en 2010 el gobierno heleno anunció que no demandaría ayuda del exterior para pagar lo que debía y también expuso un plan para reducir el déficit el año 2010. No obstante, durante los siguientes días hubo varios ataques especulativos en los mercados y rumores de una quiebra técnica del país. La comisión europea pidió más esfuerzos al gobierno griego en pro de la estabilidad de la eurozona. El gobierno griego no pudo resistir y se vio obligado a apretarse el cinturón, aumentar los recortes, la edad de jubilación y los impuestos, así como rebajar el salario de los empleados públicos y poner el límite del déficit en un 3% en 2012. Todo esto pese a las manifestaciones que los ciudadanos griegos hacían en contra de las actuaciones de su gobierno. Alemania, rechazaba de pleno un préstamo o rescate a Grecia, pese a que ellos sabían que no podían dejarla caer, pero finalmente tuvieron que ceder para salvar la eurozona y hubo un primer plan de rescate. En Europa existía cierta inquietud sobre si debían excluir a Grecia del euro y de la Unión europea para que no dañara más al resto de países. Finalmente, esa medida no se tomó porque no era inviable, pero estuvo sobre la mesa. Las encargadas de facilitar el préstamo de rescate a Grecia fueron el Fondo monetario internacional (FMI), la Comisión europea (CE) y el BCE. Para velar por el cumplimiento de estas actuaciones los prestatarios enviaron a un grupo de decisores y vigilantes para que el gobierno griego cumpliera con las medidas que había prometido a las instituciones. En total Grecia necesitó de tres rescates, en 2010, 2011 y 2015 para que el país no quebrara.

Intervención del BCE en Irlanda

El problema de Irlanda no vino por una mala gestión de su gobierno, sino porqué el mismo gobierno otorgó garantías sobre los pasivos de los 6 bancos más importantes del país quienes mantuvieron la burbuja inmobiliaria. Para solucionar la crisis irlandesa el gobierno irlandés creó la Agencia Nacional de Gestión de Activos (NAMA) que en la práctica era lo que se llamó como banco malo². Este banco adquirió más de 80.000 millones de euros en créditos basura desde los bancos afectados. Esta compra, provocó que el año 2008 la economía irlandesa se colapsara, aumentó el desempleo un 10% y el déficit llegó a ser de un 32% del PIB ambos datos del año 2010, todo esto pese las medidas de austeridad tomadas. Irlanda no tuvo remedio y

² Un banco malo (del inglés: *bad bank*), o en términos económicos, fondo para la reestructuración de los activos financieros, es una entidad financiera que compra los llamados activos tóxicos (activos contabilizados en el balance de un banco por un valor sobrevalorado) a fin de salvar el sistema financiero. Si los bancos contabilizaran estos activos tóxicos por su valor real de mercado (que, una vez estallada la burbuja, es muy inferior al valor que figura en el balance), tendrían que declararse en quiebra y arrastrarían en su caída a toda la economía de un país (fuente: https://es.wikipedia.org/wiki/Banco_malo)

tuvo que recibir ayuda de la UE, FMI, Reino Unido, Dinamarca y Suecia, aceptando que debería reducir el déficit del presupuesto inferior al 3% el 2015.

Intervención del BCE en Italia

Tal y como se puede ver en el gráfico 6, Italia venía siendo un país con una alta proporción del endeudamiento sobre el PIB anual, siempre cerca del 100%. No obstante, durante los años de crisis se había incrementado hasta el 120%, lo cual provocó las voces de alarma y ello repercutió en que los inversores ya no confiaban tanto en esa proporción a la hora de adquirir bonos soberanos de Italia. Para calmar los ánimos de desconfianza en 2011 el Gobierno de Italia aprobó un paquete de medidas de austeridad para ahorrar hasta 124.000 € millones de euros. Esta medida no sirvió para demasiado ya que el tipo de interés del bono a 10 años seguía en aumento hasta llegar al 7.5%. Para solucionar este problema aprobaron otro paquete de medidas de austeridad y se formó un gobierno de emergencia que sustituyera al presidente Silvio Berlusconi.

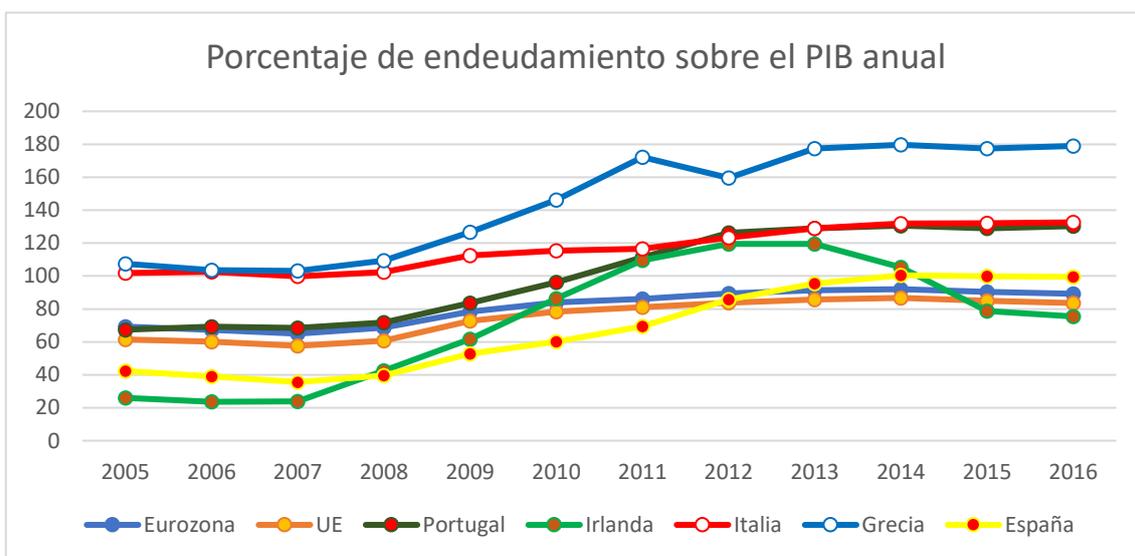


Gráfico 6 Porcentaje de endeudamiento sobre el PIB anual 2005-2016 fuente: (Fuente: BCE)

Intervención del BCE en Portugal

Debido a una mala gestión de los gobiernos del periodo comprendido entre 1974 y 2010 con medidas como: incentivar el gasto innecesario, alianzas entre empresas públicas y privadas en actuaciones poco transparentes, exceso de obras estatales gestionadas por el Estado, sueldos altos para ejecutivos y mandatarios, etc. El país luso estaba en riesgo de quiebra técnica el año 2011 por la inacción del presidente del gobierno José Sócrates. Ese mismo año, los países pertenecientes al euro decidieron efectuar un rescate a Portugal de 78.000 millones de euros.

A cambio Portugal aceptó la liberalización completa de su empresa estatal telefónica, entre otras acciones.

Intervención del BCE en España

Por último, abarcaremos la crisis en nuestro país que nos es bien conocida. Previo a la crisis, España estaba a una altura inferior comprada con economías potentes tales como Alemania, Francia, EEUU, Italia... Además, la mayor parte de la deuda nacional estaba en manos de los mismos ciudadanos y empresas españolas, por lo que un caso de fallida de deuda era difícil de suceder.

- [Gobierno de Jose Luis Rodríguez Zapatero \(2007-2011\)](#)

En el año 2010 desde el gobierno de España se negaba que España debiera de ser rescatada, no obstante, ese mismo año España tuvo que tomar medidas de austeridad para frenar el déficit presupuestario que no paraba de descender. Los mercados financieros interpretaron esta actuación con cierta duda ya que los recortes daban a entender que la nación no estaba tan bien como decía estar. La presión de los mercados exteriores, y el poco crecimiento dentro del país hicieron que un año después en 2011 se tuvieran que aplicar otras medidas de choque para frenar el déficit. La preocupación por España ya era global, la cuarta economía de la eurozona estaba en una situación delicada, tal y como se puede ver en el gráfico 4, en el año 2010 España no se quedó lejos del déficit pactado, solo un 2% mayor el déficit de lo esperado. Pero en el año 2011 esta brecha fue de un 6% y eso ya no se podía disimular. Para paliar las exigencias de los mercados, los dos principales partidos aprobaron una ley para modificar la carta magna española en septiembre de 2011. Este cambio era en el artículo 135 de la Constitución Española y fue muy discutido por la sociedad porque mucha gente no estaba de acuerdo con ese cambio y algunas fuerzas reclamaban un referéndum para que el pueblo aprobara la constitución. Este artículo en su punto 3 dice "... Los créditos para satisfacer los intereses y el capital de deuda pública de las Administraciones se entenderán siempre incluidos en el estado de gastos de sus presupuestos y su pago gozará de prioridad absoluta". Esta última frase fue la discordante, ya que se daba prioridad al pago de la deuda y sus intereses antes que cualquier cosa.

- [Gobierno de Mariano Rajoy \(2011-actualidad\)](#)

Después del cambio constitucional el presidente Zapatero convocó elecciones las cuales ganó el partido de la oposición, el Partido Popular comandado por Mariano Rajoy como nuevo presidente del gobierno. Este presidente conservador era de tendencias más austeras e iba en

línea con la canciller alemana Angela Merkel y sus socios europeos. Con estos el presidente entrante pactó una reducción del déficit al 5,3 en 2012 y 3% en 2014. No obstante, antes de cumplir su primer año de mandato crecían los problemas, ya que en mayo del 2012 el gobierno se vio obligado a tomar el control de BFA (Banco Financiero y de Ahorros), esta empresa era una matriz del nuevo banco creado por la fusión bancaria, Bankia. El presidente del gobierno negó en varias ocasiones que se fuera a rescatar a ningún banco, sin embargo, a finales del mes de mayo, el consejo de administración de Bankia solicitó una ayuda de 19.000 millones de euros de dinero público para BFA (ya se habían dado anteriormente 4.465 millones de euros de dinero público). Estos números convertían a esta actuación en el mayor rescate bancario de la nación tal y como se puede ver en el gráfico 7. Como consecuencia de la inyección de dinero por parte del gobierno las acciones de Bankia y de todos los bancos bajaron drásticamente, llevando al índice principal bursátil español el IBEX 35 en niveles del 2003. No solo los bancos creaban más desconfianza por parte de los mercados sino la prima de riesgo llegó a estar a 511 puntos básicos (Irlanda con 544 y Portugal con 517 fueron rescatadas). Bankia no fue la única entidad financiera que necesitó una inyección de capital, otras como CatalunyaCaixa y Novagalicia banco también necesitaron unos días después de los acontecimientos de BFA-Bankia más dinero público para el rescate. En junio de ese mismo año desde la Unión Europea propusieron realizar un rescate a España de hasta 100.000 millones de euros, para que el sistema bancario español se drenara mediante el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB, en adelante). El importe exacto del rescate estaba pendiente de determinar ya que se debía hacer unos estudios a las entidades financieras afectadas para valorar cuanto necesita cada una. Esta medida calmó los malos augurios que tenía la economía española hacia los mercados financieros, el IBEX creció un 8% en una semana, y la prima de riesgo se situó en un nivel inferior a los 500 puntos básicos. Aun así, el presidente del gobierno nunca usó la palabra rescate, el se refería a “línea de crédito en condiciones ventajosas”, pese a que dentro del mundo financiero se aceptaba que era realmente un rescate bancario en toda regla. No obstante, España no levantaba cabeza y la prima de riesgo volvía a caer porque dos de las tres grandes agencias de calificación Fitch y S&P redujeron el valor del bono español a bono basura, lo que llegó a situar la prima de riesgo en 552 puntos básicos. En ese momento el presidente Rajoy no tuvo más remedio que admitir que realmente se trataba de un rescate, y que el dinero que recibirían de la UE se debería computar como deuda del Estado. Más tarde se acuerda que esa inyección no pase por el Estado y no sea considerada como deuda pese a que costó convencer al gobierno alemán, con gran peso en las decisiones de materia económica en

la UE. Finalmente, los resultados de las auditorías mostraron que el rescate bancario debía ser de 51 a 62 miles de millones de euros, el FMI predijo que se necesitarían 40 mil millones. En el gráfico 7 se puede observar cómo se distribuyó el importe obtenido entre los bancos españoles. Este préstamo eso si conllevaría unas condiciones, el gobierno estaba bajo la vigilancia de una troika (como pasara en otros países como Grecia), se llegó a un pacto con 32 medidas que tomar durante un año y se flexibilizó el objetivo del déficit para 2012 un punto más. Estos cambios conllevaron el recorte más importante de la democracia española cuantificado en 65 mil millones de euros.

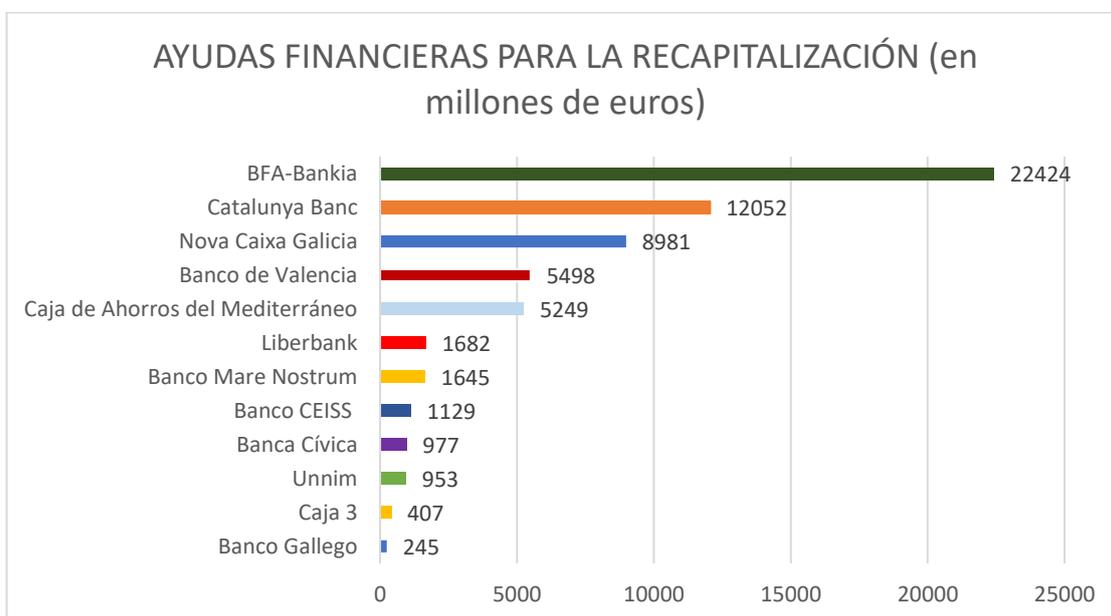


Gráfico 7 Ayudas financieras a los bancos para la recapitalización (Fuente: Banco de España)

4.2 Evolución de la crisis financiera desde el punto de vista de los Estados Unidos

Hay un consenso general que la causa principal de la crisis fue la combinación del crédito en demasía que se prestó y de la burbuja inmobiliaria. A mediados de 2006, había dos claros síntomas de que se estaba en dos burbujas con mucho peligro, en cuanto a la del crédito se concedían muchos créditos, eran fáciles de conseguir y a veces como comentaremos más adelante ni se pedían apenas garantías porqué había mucha liquidez y no había grandes

problemas de morosidad. En cuanto a la otra burbuja se refiere, la inmobiliaria, en esa época se estableció la más alta diferencia entre el precio de la vivienda y los ingresos por alquiler.

Existen diversas opiniones sobre las dos burbujas:

La primera dice que hubo un error de precios en los mercados de capital, los tipos de interés estaban muy bajas y la volatilidad a largo plazo era falsa, ya que realmente la futura a corto plazo estaría estable pero la de largo plazo no seguiría así. Esta incorrección en la valoración hacía que hubiera márgenes de crédito bajos, y que los activos con riesgo tuvieran un precio más alto de lo que debería ser. Una de las explicaciones que se da a estos problemas es el desequilibrio global que se creó por la aparición y el crecimiento de las nuevas potencias económicas capitalistas: China, India y el bloque oriental de Europa.

Algunos prestamistas asumieron una deuda enorme, después de veinte años de gran moderación y tranquilidad económico-financiera, la gente tendía a ser más confiada y asumía más deuda. El problema de asumir mucha cantidad de deuda es que si no tienes mucho margen y el valor del activo sufre una reducción, el precio del activo es inferior a lo prestado, por lo tanto, ya no es rentable. Esta asunción de riesgo hizo que algunas entidades financieras no tuvieran en cuenta las posibles consecuencias de como se plasmaría en su contabilidad en el caso de que un activo viera reducido su valor. Para protegerse de estos riesgos se sacaron de la manga una clase de instrumentos financieros novedosos, como por ejemplo los contratos para asegurar el riesgo de los créditos, más conocidos como CDS (Credit Default Swap). AIG financial products corporation, empresa filial de la compañía aseguradora americana AIG, usaba los CDS para vender seguros a los inversores sobre sus instrumentos financieros. Tenía la promesa de que si el inversor tenía una pérdida con sus obligaciones de deuda garantizadas, la empresa aseguradora lo cubriría. Mientras todo funcionaba bien, la empresa aseguradora cobraba su prima y no debía pagar nada porque los inversores cobraban sus cantidades y estaban seguras. No obstante, cuando todo dio un vuelco y vinieron mal dadas, depender en gran cantidad de esos tipos de instrumentos complejos, dio lugar a que se tuvieran grandes pérdidas.

La segunda opinión sostiene que la Fed (y otros bancos centrales) pudieron haber sido responsables en parte de la crisis. Una de las decisiones por la que más se culpa a la Reserva Federal es de mantener los tipos de interés bajos durante un tiempo muy largo. Esto causó una burbuja de crédito la cual desembocaría en que se compraran muchas propiedades y creara la

burbuja inmobiliaria. Mientras la Fed mantenía los intereses bajos, los bancos ofrecían préstamos baratos.

El tema de los intereses bajos que mantuvo la reserva federal es un tema controvertido. En una de las conferencias que impartió el ex presidente de la Reserva Federal, Ben S. Bernanke durante marzo de 2012, en la universidad George Washington explicó que después de la crisis de las empresas puntocom la Fed decidió mantener los niveles de los tipos de interés bajos. Bernanke entró a formar parte de la Fed el año 2002 como gobernador, unos años después, en 2006 relevó a Alan Greenspan como presidente de la Reserva Federal, y dejó su cargo en 2014 a la actual presidenta de la Fed Janet Yellen. Tal y como se puede ver en el gráfico 16, antes de la crisis el mínimo en los tipos de interés había llegado a ser el 1%.

Entre las intenciones que tenía esta bajada de tipos, una era fomentar la compra de viviendas, como se ha comentado anteriormente, esto se puede interpretar como una causa de la crisis, pero Bernanke no lo entiende así. Comenta que en la Fed habían revisado el tema de la relación de la burbuja inmobiliaria con el diseño de la política económica, y concluyen que la política monetaria no tuvo un papel importante en el aumento de precio de las viviendas. Para defender su opinión el economista pone algunos ejemplos: el primero de ellos es la comparación con otros países, en este caso en Reino Unido, los precios se incrementaron incluso más que en Estados Unidos, en cambio la política monetaria en Reino Unido era más estricta que en el país americano.

A continuación, pone el ejemplo de Alemania y España, que comparten moneda y política monetaria, en nuestro país hubo un gran aumento de precios, superior al de Estados Unidos, mientras que en Alemania los precios no subieron y se mantuvieron en los mismos niveles. Estos ejemplos plantean dudas sobre si la política monetaria afecta realmente sobre el precio de la vivienda.

No solo la facilidad de obtención del dinero fue un error, también había una falta de control en el mercado inmobiliario y de seguros de los Estados Unidos. Al estallar la crisis se dieron cuenta de las malas prácticas que estaban cometiendo las entidades de crédito, algunas de ellas eran: no detectar a tiempo los NINJAS³, dar hipotecas a un interés fijo, amortizaciones negativas, adquisición de hipotecas prime y subprime, etc.

³ Se conoce como NINJAS a las personas que no disponen de ingresos, no tienen trabajo, ni poseen ningún activo (en inglés No Income, No Job, (and) Assets)
https://en.wikipedia.org/wiki/No_Income_No_Asset#No_Income_No_Job_no_Assets

Las hipotecas prime, subprime y nonprime fueron una herramienta usada por las entidades de crédito americanas para la compra de hogares por clientes no muy fiables y con riesgo de impago mayor a los otros créditos. Obviamente, eso conllevaba que el tipo de interés que se debía pagar era mayor y también las comisiones que cobraban los bancos. Estas hipotecas de inferior calidad, en un mercado tan globalizado como el del 2007, se empaquetaban junto con otras hipotecas de mejor calidad y se vendían a terceros. Un producto de los más peligrosos fueron las CDO (Obligaciones colateralizadas por deuda). Las encargadas de valorar estos productos, conocidas como agencias de calificación de riesgos (Moody's, Standar & Poor's, Fitch, etc.), daban fiabilidad a este tipo de instrumentos financieros, por ejemplo, S&P decía que había un 0.12% de posibilidades de que se no se efectuaran el pago de algunas CDO durante los siguientes 5 años, teniendo clasificaciones de AAA (la más alta y fiable posible). Un tiempo más tarde desde S&P admitieron que esa fiabilidad no era del 0.12% sino que sabían que la probabilidad de impago era de un 28%.

Las actividades de riesgo que las entidades financieras y de seguros practicaban (CDS, hipotecas prime o subprime, etc.) no estaban suficientemente controladas por el sector público. La desregulación y la falta de control es otra de las causas de la crisis financiera, por ejemplo, la oficina de supervisión del ahorro, en cuanto a la empresa AIG, prestaba atención a los pequeños bancos cuya propiedad pertenecía a AIG, fuera quedaban otras sub-empresas de la matriz AIG las cuales tomaban los riesgos tal y como se comenta anteriormente. Otras empresas del sector financiero como la quebrada Lehman Brothers, Bear Stearns o Merrill Lynch tampoco estaban sometidas a un control legal. Aunque sí contaban con un acuerdo voluntario con la agencia federal que se encargaba de la supervisión de los mercados financieros, no era una supervisión exhaustiva. También las empresas semi-públicas Fannie Mae y Freddie Mac, estaban sometidas a control, pero no estaban correctamente reguladas.

A principios de los 2000 EEUU sufrió una crisis similar sin los mismos efectos, fue la conocida burbuja de las puntocom. La burbuja de la alta tecnología de renta variable en los mercados americanos tuvo tasas de rentabilidad muy altas a finales de los años noventa. A principios del 2000 el principal índice de empresas tecnológicas en Estados Unidos, el NASDAQ disminuyó su valor un 70% hasta el fatídico 11 de septiembre de 2001. El problema de las empresas puntocom, la caída de la inversión de los empresarios y el derrumbe de gran parte de las acciones de compañías tecnológicas dieron lugar a la recesión de 2001 y los impagos de bonos en 2002. En este caso, afortunadamente la crisis no se desencadenó tan fuerte como la de 2007.

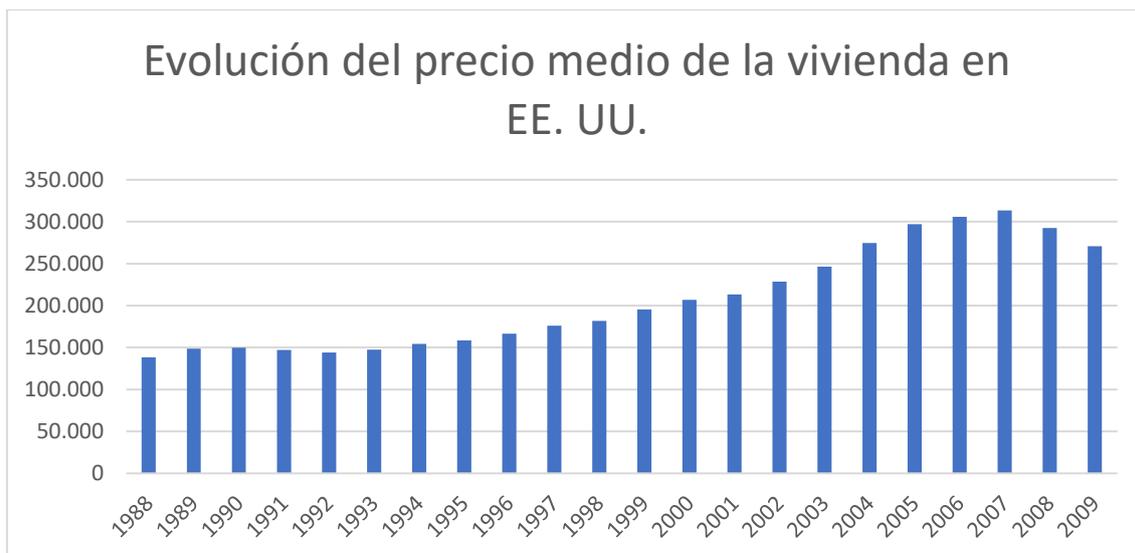


Gráfico 8 Evolución del precio medio de la vivienda en EEUU 1988-2009 (Fuente: United States Census Bureau)

Hubo una crisis masiva en el mercado de la vivienda de los Estados Unidos, que dio lugar a que la gente dejara de pagar sus hipotecas, más gente de la estimada por el sector hipotecario que no estaba preparado para ello. En el gráfico número 8, se puede observar como el precio medio de la vivienda estadounidense desciende alrededor de un 20% en solo un par de años . Lo cual quiere decir que las propiedades que se habían adquirido durante los años 2006 y 2007 habían visto devaluadas su valor una quinta parte. Esto provocó que la fiebre de compra de vivienda que había en el mercado americano ya no fuera tan grande, tal y como se ve en el gráfico número 9.

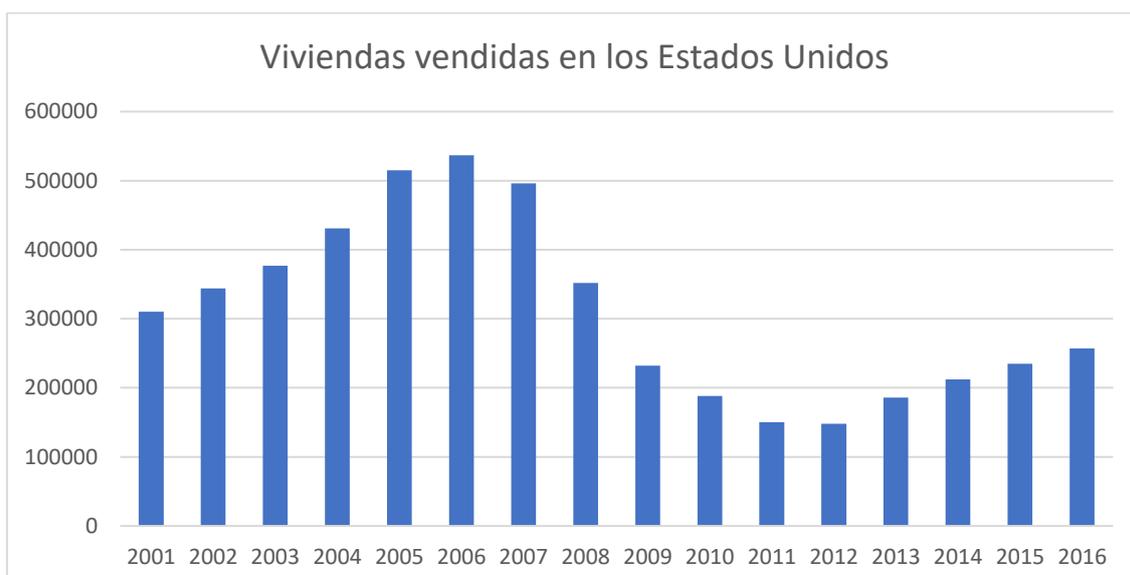


Gráfico 9 Viviendas vendidas en los Estados Unidos 2001-2016 (Fuente; United States Census Bureau)

La hipoteca era un gasto muy importante de la en proporción que ingresaban los hipotecados, la cantidad de dinero que debían era superior a la que valía la casa, debido a que las viviendas bajaron de precio, los bancos ya no ingresaran el dinero de los hipotecados aumentó la morosidad hipotecaria, por lo tanto, al no cobrar, en la mayoría de casos debían efectuar la herramienta de la ejecución hipotecaria donde el banco recupera la propiedad para venderlo a un tercero y tratar de recuperar la inversión en la medida de lo posible.

5 POLÍTICA MONETARIA APLICADA POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO

La crisis financiera de 2007 llegó a Europa un poco más tarde que el inicio que tuvo en Estados Unidos, no obstante, en Europa esta crisis ha sido más larga y duradera que en el país norteamericano. Las actuaciones realizadas durante los años 2007 al 2009 no pudieron evitar la segunda parte de la crisis que se sucedió en Europa con varios países de la Unión en riesgo de quiebra como hemos comentado anteriormente. Todo esto se basó en la desconfianza de los mercados hacia los países, y la indecisión a veces de la Unión Europea por no tomar tan urgentemente como se debiera acciones en pro de ayudar a los países necesitados.

El gran acontecimiento que hizo que la crisis fuera completamente global sucedió el 15 de septiembre de 2008, ese día la empresa norteamericana Lehman Brothers quebró. Esta empresa trabajaba en la banca de inversión, con activos financieros, de renta fija, etc. Era una empresa especuladora al uso, cuando las cosas iban bien, ellos iban bien, pero nadie se esperaba que el mercado cayera de la manera que lo hizo. Debido a que este banco quebró, se inició una gran desconfianza en las instituciones financieras no solo en el mercado estadounidense, sino que se expandió al otro lado del Atlántico, donde en Europa también se estaba empezando a dudar de la fiabilidad de las cuentas de los bancos. La bancarrota de Lehman Brothers propició una ralentización de la situación económica en las economías más importantes del mundo. En el capítulo que tratamos ahora, la política monetaria aplicada por el BCE durante las dos crisis (la de la burbuja inmobiliaria y la de la deuda soberana), lo dividiremos en esas dos partes, por un lado, el periodo 2007-2009 y por otro el 2010-2014 respectivamente.

Según (González-Páramo, 2011) “Aunque la orientación de la política monetaria la señala el tipo de las operaciones principales de financiación, y las medidas no convencionales se dirigen a mantener el mecanismo de transmisión de la política monetaria, las medidas convencionales y no convencionales se complementan para lograr la estabilidad de precios...” Esta declaración del miembro de comité ejecutivo del BCE en octubre del 2011 viene a hacer un análisis de que independientemente de que las operaciones que realice el BCE sean convencionales o no, el fin de ambas es mitigar los efectos de la crisis.

5.1 Medidas convencionales durante la crisis financiera y de la deuda soberana del BCE

Tal y como indica el Banco de España (en adelante BdE), 2017 las medidas convencionales de las que disponen los bancos centrales para ejecutar su política monetaria: operaciones de mercado abierto, facilidades permanentes y reservas mínimas.

5.1.1 Operaciones de mercado abierto durante las crisis de burbuja inmobiliaria y de la deuda soberana

Las operaciones de mercado abierto según el BdE, 2017 permiten controlar los tipos de interés, gestionar la situación de liquidez del mercado y orientar la política económica), Existen cinco tipos como se ha comentado en el capítulo 2.

Durante el primer tramo de la crisis la principal medida que se ha tomado es el descenso del tipo de interés del Banco Central Europeo. Según (Banco Central Europeo, 2011) cabe aclarar que desde el año 2000 hasta octubre del año 2008 el tipo de interés del banco central europeo era variable, con un tipo mínimo de puja y usando el procedimiento de actuación a tipo de interés múltiple. Desde octubre del 2008 vuelve el tipo fijo a las OPF, con el objetivo de calmar los efectos de las disfuncionalidades que se veían en los mercados monetarios relacionados con la situación de liquidez de las entidades de crédito solventes de la Eurozona y así que todas las subastas se completaran para que el dinero llegara a las familias y las empresas en forma de crédito.

En cuanto a la evolución del tipo de interés podemos observarlo tanto en la tabla 5 como en el gráfico 10.

5.1.1.1 Operaciones de mercado abierto en el BCE durante la crisis de la burbuja inmobiliaria

El 15 de octubre es la primera subasta que se hace a partir de la cual vuelve el interés fijo, y ese interés fijado por el BCE fue de un 3,75%. Esa subasta tuvo lugar justo un mes después de la quiebra de Lehman Brothers. En solo 3 meses desde octubre hasta diciembre el tipo de interés bajó desde el anterior 3,75% al 2,50%. El BCE tomaba medidas urgentes para no contagiarse de los efectos que estaba causando la quiebra de Lehman Brothers. También hacía justo lo que los bancos centrales de los otros países realizaban: la Reserva Federal, el Bank of England (como se puede comprobar en el gráfico 18), todos ellos emplean un descenso de los tipos de interés para mitigar los posibles efectos de la crisis financiera.

Durante el siguiente año el descenso sigue siendo importante, del 2,00% inicial se reduce a la mitad solo en unos meses, en mayo del 2009. Quiere eso decir que en 8 meses el descenso ha fue de 225 puntos básicos.

Operaciones principales de financiación		
Fecha (con efecto desde)	Tipo de interés fijo	
2016	16 Mar.	0,00%
2015	9 Dic.	0,05%
2014	10 Sep.	0,05%
	11 Jun.	0,15%
2013	13 Nov.	0,25%
	8 May.	0,50%
2012	11 Jul.	0,75%
2011	14 Dic.	1,00%
	9 Nov.	1,25%
	13 Jul.	1,50%
	13 Abr.	1,25%
2009	13 May.	1,00%
	8 Abr.	1,25%
	11 Mar.	1,50%
	21 Ene.	2,00%
2008	10 Dic.	2,50%
	12 Nov.	3,25%
	15 Oct.	3,75%

Tabla 5 Tipo de interés fijo de las OPF del BCE 2008-2016 (Fuente: BCE)

5.1.1.2 Operaciones de mercado abierto en el BCE durante la crisis de la deuda soberana

Durante los años 2010 y 2011 no hubo ninguna bajada de tipos y seguían igual que en mayo del 2009, no obstante, durante el año 2011 hubo ligeros incrementos para evitar las tendencias inflacionistas que podrían sucederse al dejar tanto tiempo los intereses bajos.

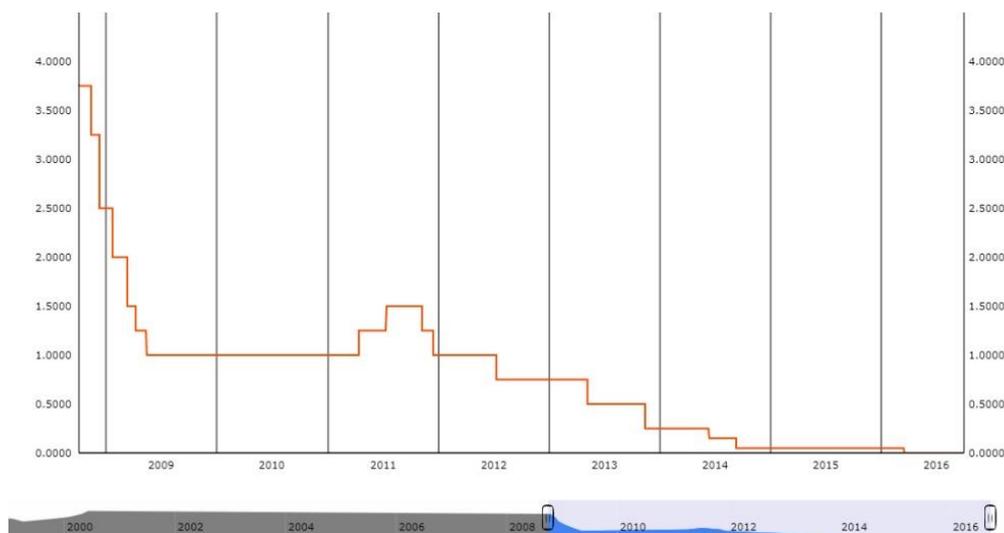


Gráfico 10 Evolución gráfica de los tipos de interés de las OPF del BCE (BCE, 2017)

Pero estas medidas no fueron suficientes y ya con Mario Draghi al frente del BCE, decidió bajar los tipos de interés por debajo del 1% marcándolo al 0.75. Pocos días antes el ministro Luis de Guindos había anunciado que España había aceptado una línea de crédito para sanear sus bancos de hasta 100.000 millones de euros, Grecia ya había requerido de dos paquetes de ayuda y Portugal había necesitado un rescate, la situación era insostenible y estas medidas se tomaron para intentar que los bancos confiaran en el BCE y adquirieran dinero para fomentar el crédito, pero no fue así y el tipo siguió bajando. En el año 2013 otro decremento llegando a su mínimo histórico de 0.25, y a en septiembre del 2014 se llega al 0.05. Esta medida que es una de las principales de las que dispone el BCE en materia de política monetaria convencional no estaba funcionando. Ya no había riesgo de inflación sino de deflación ya que lo que mantenía la inflación alta que eran los precios del petróleo estaban manteniendo o descendiendo, ya no estaban incrementando como los años anteriores como se muestra en el gráfico 11 en la evolución.

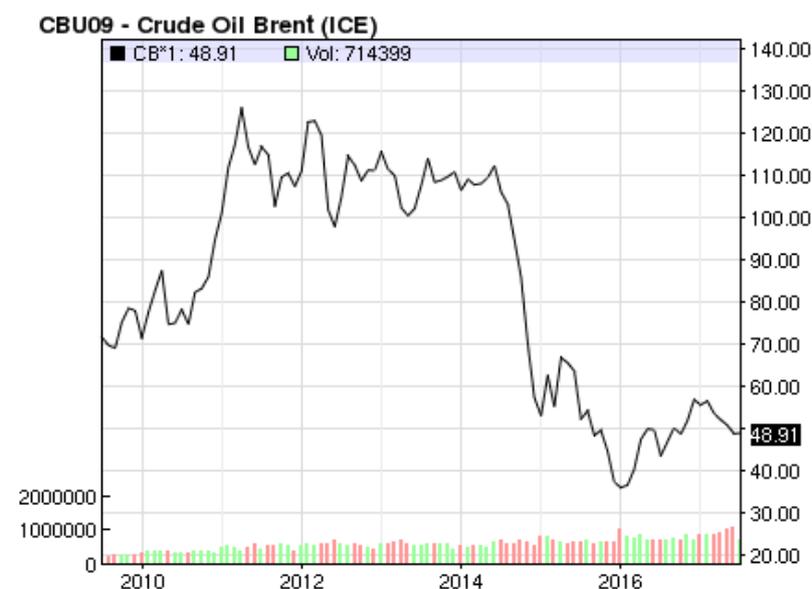


Gráfico 11 Precio Barril de Brent (Nasdaq, 2017)

Ya fuera de la crisis, pero todavía con cierto miedo de una recaída poco probable por el BCE, los tipos en el 2016 se colocaron al 0%. Y después de la confirmación de la caída del precio del petróleo se teme una importante deflación en la eurozona, pero de momento el BCE está decidido en mantener los tipos de interés⁴. Se puede decir que en esta crisis las operaciones de mercado abierto no han sido lo que realmente ha solucionado el problema y por ello se han necesitado medidas no convencionales de las que hablaremos más tarde, que, aunque las convencionales han servido, pero no han mitigado por completo los efectos de la crisis.

5.1.2 Facilidades permanentes durante las crisis de burbuja inmobiliaria y de la deuda soberana

Las facilidades permanentes según el BdE, 2017 tienen por objetivo “proporcionar y absorber liquidez y controlar los tipos de interés del mercado a un día.” Gestionadas por los bancos centrales nacionales, se dividen en facilidad marginal de crédito y facilidad de depósito.

⁴ Las últimas noticias indican que el BCE no tiene previsión de subir los tipos de interés hasta al menos septiembre de 2018 no va a incrementar el tipo de interés, eso si, los miembros del Gobierno del BCE no descartan una bajada de impuestos llegando a tener el precio del dinero en negativo, se le debería pagar al BCE por tener depositado el dinero. (El confidencial, 2017)

Facilidad marginal de depósito

Fecha con efecto desde

2016	16 Mar.	-0.40
2015	9 Dec.	-0.30
2014	10 Sep.	-0.20
	11 Jun.	-0.10
2013	13 Nov.	0.00
	8 May.	0.00
2012	11 Jul.	0.00
2011	14 Dec.	0.25
	9 Nov.	0.50
	13 Jul.	0.75
	13 Apr.	0.50
2009	13 May.	0.25
	8 Apr.	0.25
	11 Mar.	0.50
	21 Jan.	1.00
2008	10 Dec.	2.00
	12 Nov.	2.75
	15 Oct. ⁴	3.25

Tabla 6 Facilidad marginal de depósito BCE
(Fuente: BCE)

Durante ambas crisis de la burbuja y de la deuda soberana fue descendiendo la facilidad marginal de depósito hasta llegar a estar en negativo en junio del 2014. Ese mismo 11 de junio se bajó también el tipo de interés del BCE al 0.15, 10 puntos básicos menos que el anterior. Esta actuación se llevó a cabo para disuadir a los bancos de que tuvieran el dinero guardado en el BCE. Lo que pretendían era que el banco tuviera el dinero en movimiento ofreciendo créditos a empresas y familias para que se moviera la economía europea. A corto plazo fue una

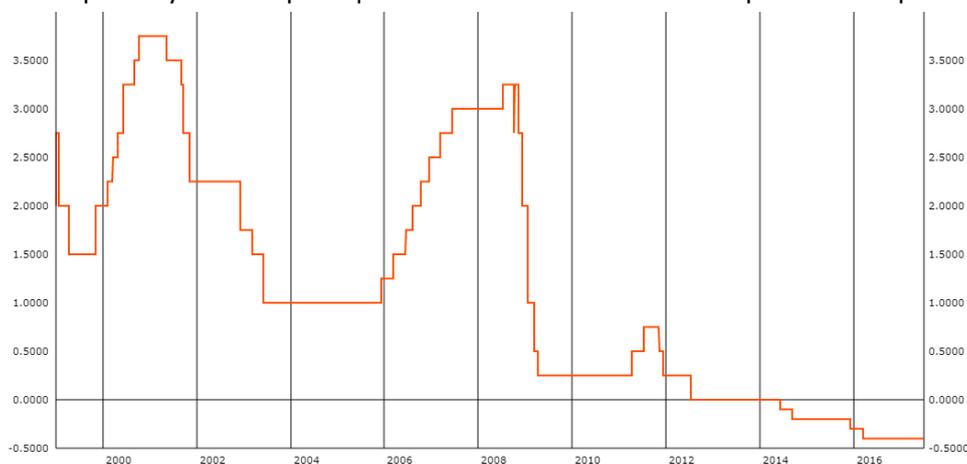


Gráfico 12 Facilidad marginal de depósito BCE (Fuente: BCE)

medida efectiva, el primer día después de su anuncio las entidades financieras llevaron la menor cantidad de dinero a las facilidades de depósito más baja desde julio del 2011, eso sí fueron alrededor de 13.600 millones por lo que todavía ese dinero estaba en el BCE y no circulando como debiera ser. Con anterioridad a la crisis entre 1999 y 2007 los bancos solían llevar los bancos unos 330 millones de media a la facilidad marginal de depósito aún quedaba mucho camino por hacer para recuperar esos valores mediante estas herramientas (El Confidencial, 2014).

5.1.3 Reservas mínimas durante las crisis de burbuja inmobiliaria y de la deuda soberana

Tal y como indica el (Bde, 2017) son un mantenimiento de reservas mínimo, se aplica a las entidades de crédito de la Eurozona para estabilizar los tipos de interés del mercado monetario e incentivar el déficit estructural de liquidez.

Según el BCE (2017) La única modificación que se realizó sobre este instrumento de política monetaria convencional fue, tal y como se ha comentado anteriormente en el Consejo de Gobierno del Banco central europeo del mes de diciembre del año 2011 se decidió reducir el

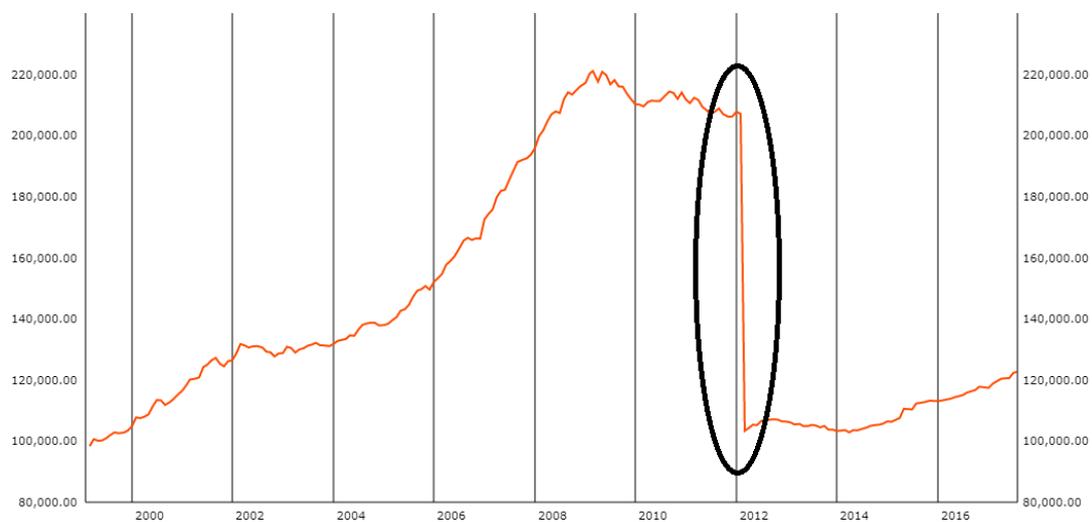


Gráfico 13 Coeficiente de Caja del BCE (Fuente: BCE)

coeficiente de caja del 2% anterior al 1% actual. Esto se realizó a partir del periodo de mantenimiento del 18 de enero del 2017. Esta actuación tiene dos finalidades, por un lado, que haya más liquidez para los bancos y entidades de crédito. Por otro lado, que el mercado monetario se active ya que el efectivo sobrante puede ser ofrecido a otras entidades. En el gráfico 13 se puede observar el momento del descenso a principios del año 2012 cuando cae

bruscamente desde los aproximadamente 200.000 millones de euros a los 100.000 millones de euros.

5.2 Medidas No convencionales durante la crisis financiera y de la deuda soberana del BCE

Como menciona Banco Central Europeo (2012) Las medidas de política monetaria no convencionales han sido ejecutadas por la gravedad de la crisis, la cual ha necesitado de respuestas de política monetaria que no se habían visto antes. Todas estas medidas van hacia la dirección de reforzar la transmisión efectiva de las decisiones de tipos de interés a la economía en general. Las medidas no convencionales que se han tomado durante la grave crisis financiera de la burbuja inmobiliaria y la posterior de la deuda soberana europea han sido conforme con el mandato principal del BCE de mantener la estabilidad de precios y son de carácter temporal. Estas medidas básicamente han afectado al sector financiero, ya que son un actor importante en la transmisión de la política monetaria, más importantes de lo que lo puedan ser las familias o empresas que no tienen contacto con el BCE. También estas entidades financieras son las ocupadas de facilitar crédito a familias y empresas por tanto son la herramienta principal para que la crisis mejore y el dinero circulen. (Banco Central Europeo, 2011) las divide en dos tipos: medidas de apoyo al crédito y programa para los mercados de valores.

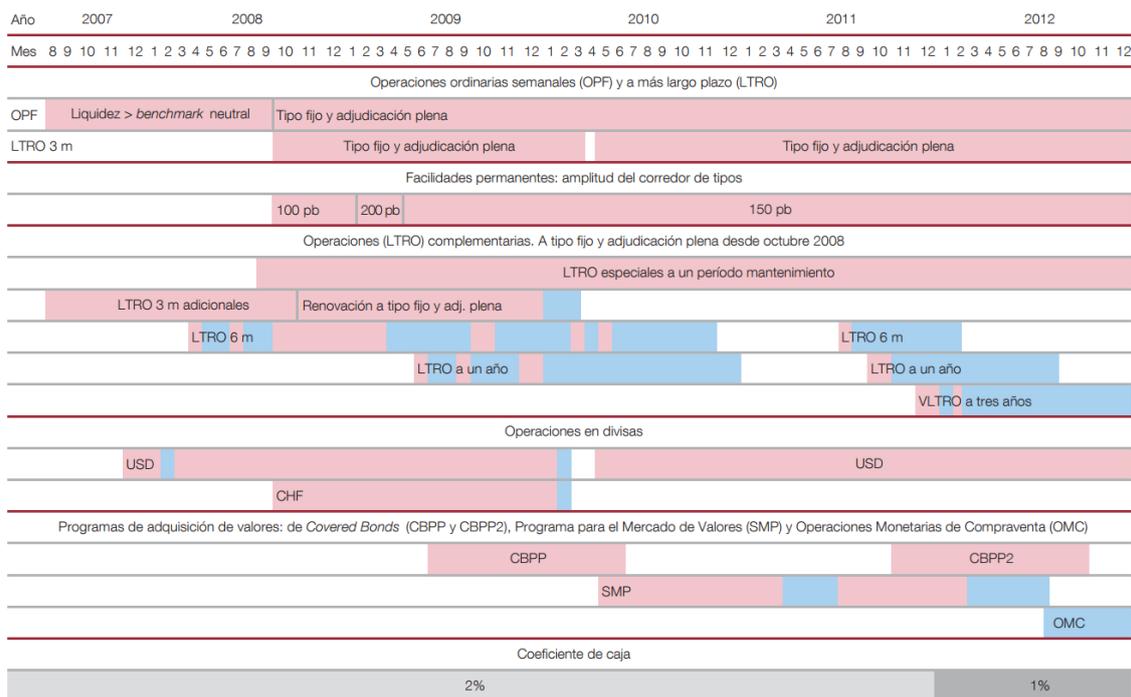


Gráfico 14 Cronología de medidas no convencionales del eurosistema 2007-2012 (Banco de España, 2013)

5.2.1 Medidas de apoyo al crédito

Como hemos comentado anteriormente la fallida de Lehman Brothers provocó un shock en los mercados monetarios. Afortunadamente el BCE tomó medidas a tiempo para que las entidades financieras tuvieran tiempo de reaccionar y tener recursos del Banco Central Europeo ante lo que se les venía encima. Como indica Banco Central Europeo (2011) Las medidas de apoyo al crédito del BCE consisten en un conjunto de medidas no convencionales para mejorar las condiciones de financiación y los flujos de crédito en mayor medida de lo que podría lograrse solamente con la reducción de los tipos de intereses oficiales del BCE. Estas medidas se adoptaron en octubre de 2008 y se complementaron en mayo 2009 ... se han dirigido directa y fundamentalmente a las entidades de crédito y contribuyen a asegurar un funcionamiento más normal de los mercados monetarios.

Acuerdos temporales de provisión de liquidez en divisas

Pese a que esta medida forma parte de las operaciones de mercado abierto, la extraordinaria situación de la crisis económica dio lugar a que se realizaran más operaciones de swaps de las que se venían haciendo, por lo tanto, por ello se considera no convencional ya que no se suelen establecer acuerdos temporales entre instituciones. Mediante acuerdos recíprocos con la Reserva Federal, el BCE abasteció de divisas durante distintos plazos de dólares americanos

a los bancos y entidades de crédito. Este acuerdo era un buen para ambos dos bancos centrales, la Fed en el momento que lo hicieron tenía su moneda devaluada y quería ofrecer a sus bancos liquidez en una moneda distinta del dólar americano para cubrirse las espaldas, todo esto se comentará más tarde. El BCE, en cambio puso este recurso a las entidades de crédito a cambio de activos de garantía admisibles por el Eurosistema, con distintos plazos e interés fijo con adjudicación plena. Estos swaps también se han realizado tanto con el Bank of England (libras esterlinas) como con el Schweizerische Nationalbank (francos suizos)

Ampliación del vencimiento de la provisión de liquidez

El Eurosistema había incrementado la cantidad de liquidez a través de las OPFMLP, después que el BCE introdujera las operaciones de financiación complementarias con vencimientos a tres y seis meses. Después de la bancarrota de Lehman, se amplió el vencimiento máximo temporalmente llegando a doce meses. Se realizó con la finalidad de calmar los problemas de financiación del sistema bancario de la Eurozona, con vencimientos a largo plazo. Las expectativas eran que las entidades financieras siguieran otorgando crédito a la economía y que estas actuaciones mantuvieran los tipos de interés del mercado monetario en bajos niveles. A finales de 2011 el BCE acordó incrementar el vencimiento de las OFMLP hasta 3 años.

Exigencias de activos de garantía

Se facilitó el acceso a la liquidez gracias a la menor restricción en las exigencias de activos de garantía. El listado de activos de garantía que se aceptan en las operaciones de financiación fue ampliado durante la crisis. La autoridad de financiar los activos que ya no eran líquidos por el banco central es una solución para contrarrestar la escasez de liquidez debido al estancamiento de los préstamos en el mercado interbancario. Algunos de estos activos eran los bonos de titulación de activos, ilíquidos después de la bancarrota de Lehman.

Subasta a tipo de interés fijo con adjudicación completa

Tal y como comentamos anteriormente, desde octubre del 2008 las subastas que se realizan en el BCE son a un interés fijo, siempre y cuando presentaran activos de liquidez convenientes las entidades de crédito tenían recursos ilimitados a la liquidez del Banco Central Europeo. El tipo de interés fijo ayudaba a que se adjudicara el 100% de la oferta, ya que en algunas anteriores a 2008 no se había conseguido sacar toda la oferta, no había suficiente demanda del mercado financiero.

Programa de adquisiciones de bonos garantizados

Para fomentar el apoyo al crédito el BCE realizó la compra de bonos garantizados en euros (Covered Bond Purchase Programme, CCPP), emitidos en la Eurozona por valor de 60.000 millones de euros entre mayo de 2009 y junio del año siguiente. Hubo un estancamiento en el mercado de los bonos garantizados en cuanto a liquidez, emisión y precios. La finalidad del programa era volver a activar el mercado de los bonos garantizados, debido a que este mercado tiene importancia en Europa y es un recurso de financiación importante para las entidades de crédito. En octubre del 2010 hubo un segundo programa de compra de bonos garantizados como el anterior con 40 mil millones de euros. Sin embargo, esta vez solo se pudo cubrir 16 mil millones de euros. Esta vez no funcionó porque el sistema no necesitaba realmente otra inyección de liquidez en ese sentido.

Programa para los mercados de valores (Securities Markets Programme, SMP)

El programa para los mercados de valores se inició en mayo del 2010, debido a que parte de los mercados financieros no confiaban totalmente en la credibilidad de la deuda soberana de los países de la Eurozona. Este programa intervenía en los mercados de deuda pública y privada de la Eurozona para asegurar la profundidad y liquidez en los mercados que generaban más desconfianza, gran parte de ellos eran los antes mencionados PIIGS (Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España). También tenía la finalidad de restablecer el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Como menciona el Tratado de funcionamiento de la UE, solo se puede adquirir deuda pública desde los mercados secundarios. Primeramente, se adquirió solo deuda de Grecia que fue el país más azotado por la crisis, pero más tarde se diversificó la ayuda porque no solo el país heleno estaba en problemas.

ADQUISICIONES DENTRO DEL PROGRAMA PARA EL MERCADO DE VALORES

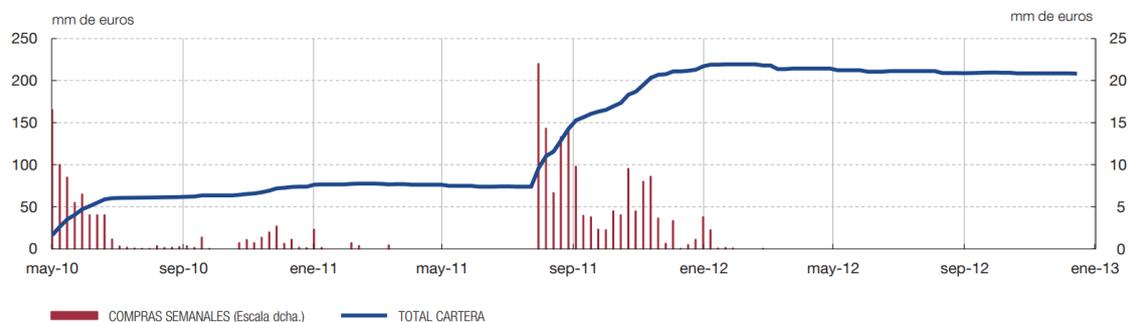


Gráfico 15 Adquisiciones del programa para el mercado de valores 2010-2013 (Banco de España, 2013)

En junio del año 2010 los estados de la Unión Europea y el Fondo Monetario Internacional llegaron a un acuerdo para prestar ayuda a los países que necesitaban financiación urgente. A este método se le denominó Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF), tenía recursos de la UE y préstamos del FMI. Irlanda y Portugal fueron las primeras en reclamar esta ayuda. Un año después en Julio del 2011 se volvió a echar mano del SMP, inyectando más dinero que la anterior vez tal y como se puede ver en el gráfico 15.

6 LA POLÍTICA MONETARIA APLICADA POR LA RESERVA FEDERAL

En este apartado describiremos las actuaciones según: Bernanke, B. S. (2014). Mis años en la Reserva Federal Un análisis de la Fed y las crisis financieras.

6.1 Operaciones de mercado abierto

6.1.1 Tipos de interés (Federal funds rate)

Tal y como realizó el BCE, la Reserva Federal también optó por rebajar los tipos de interés a un día. El presidente saliente que dio entrada a Bernanke, Alan Greenspan estaba aumentando los tipos de interés para que no creciera demasiado la inflación así como normalizar la política monetaria, después de la crisis de las puntocom en 2001. Cuando en el 2007 empezó la crisis a tener sus efectos fuertes la Fed no dudó ni un momento con Bernanke al mando para bajar los tipos de interés desde el 5% en 2008 a en un año bajarlos a la tasa cero. En el gráfico 16 se puede ver la evolución del tipo de interés de las OPF.

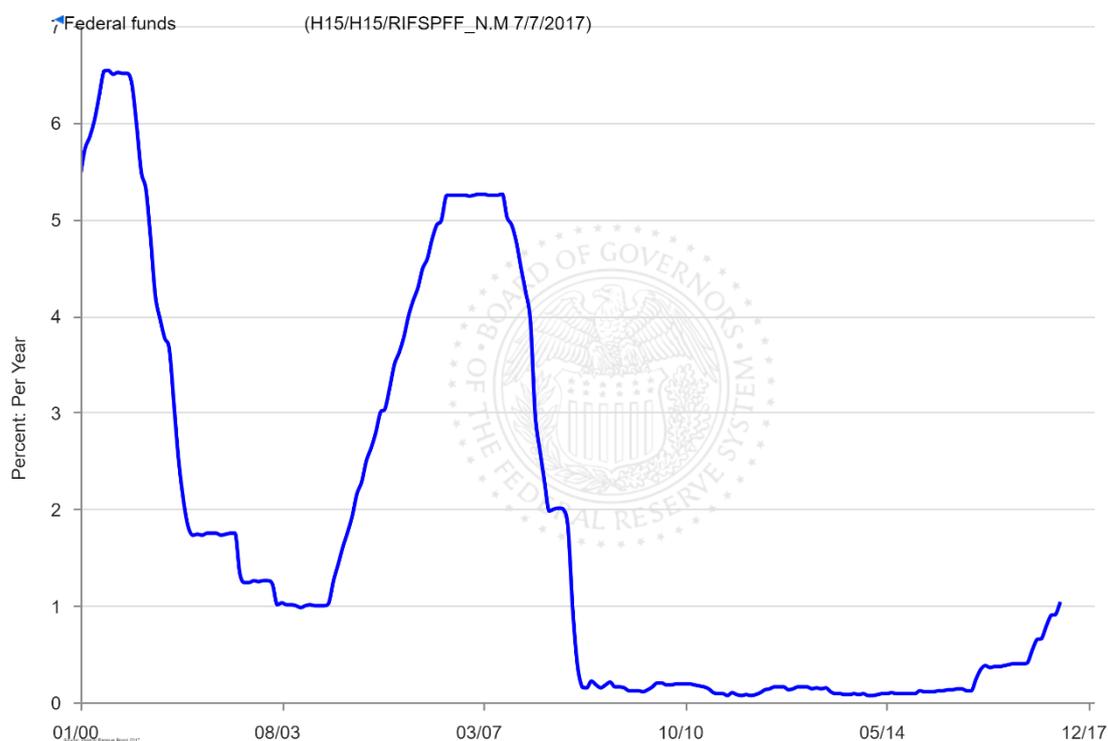


Gráfico 16 Evolución del tipo de interés de la Reserva Federal 2000-2017 (Federal Reserve, 2017)

6.1.2 Swaps de Moneda extranjera

Tal y como comenta (Bernanke, 2014), establecieron una colaboración con bancos centrales extranjeros durante los años de la crisis, cuando los países cooperaban entre ellos, algunos bancos europeos necesitaban dólares para su financiación en vez de su moneda. Quieren esta divisa diferente porque tiene activos en dólares y conceden préstamos en dólares para fomentar el comercio. No así el BCE no tiene dólares, así que el cambio fue dólares por euros entre bancos centrales. El BCE prestó los dólares sin fianza a los bancos europeos, para relajar la desconfianza que había en cuando a falta de financiación en dólares. También por ejemplo la Fed y otros 5 bancos centrales bajaron el mismo día el tipo de interés por lo que la coordinación por acabar con el pánico financiero y la crisis global era real.

6.2 Facilidades Permanentes

6.2.1 Ventanas de descuento

Para inyectar más liquidez en el sistema, la Fed amplió el vencimiento de los préstamos de la ventana de descuento (préstamo a un día al tipo de interés aplicado por la Fed). Se hicieron a largo plazo y se subastaron fondos de la ventana de descuento con la finalidad que las entidades pudieran pujar por el interés que quisieran pagar. Al entrar en la subasta con una cantidad prefijada cumplirían su objetivo de insertar efectivo en el sistema. La ventana de descuento es el método habitual por el que la Fed realiza su función de prestamista en última instancia de los bancos, así en el 2008, después de la quiebra de Lehman se aseguraron con esta herramienta de que a los bancos no les iba a faltar efectivo para que la crisis no fuera a más. Todos estos préstamos tienen a cambio una garantía depositada en la Fed. Por lo tanto, este instrumento cumple con el principio de Bagehot⁵.

Las entidades financieras de inversión no podían recurrir a la ayuda de la ventana de descuento y algunas se encontraban en una situación muy delicada:

- Bear Stearns fue Adquirida por JP Morgan Chase gracias a la acción de la Fed (marzo-2008).
- Durante el trágico mes de Septiembre sucedieron los siguientes acontecimientos
 - Lehman Brothers entró en quiebra y desencadenando la gran crisis financiera .

⁵ El principio de Bagehot señala que se debe proporcionar liquidez a entidades con falta de financiación para frenar el pánico financiero. Eso sí, esas ayudas deben estar aseguradas mediante una garantía. (Bernanke, Mis años en la Reserva Federal, 2014)

- Merrill Lynch fue adquirida por Bank of America.
- Goldman Sachs, quien gracias a la Fed se reconvirtió en banco comercial.
- Morgan Stanley, que estuvo cerca de quebrar, recibió la comunicación de la Fed de que solo debía ocuparse de la banca comercial y dejar de lado la banca de inversión.

La manera de inyectar efectivo estas entidades por la Fed fue mediante préstamos garantizados a corto plazo.

La actividad en estas entidades era dudosa ya que la cláusula 13(3) de la Federal Reserve Act dice que *“en circunstancias excepcionales y apremiantes (básicamente en caso de emergencia), la Reserva Federal puede prestar dinero a entidades distintas de los bancos”* (Federal Reserve Act).

6.3 Políticas monetarias no convencionales

6.3.1 Compras de activos a gran escala

Durante el mes de diciembre del año 2008 los instrumentos de política monetaria se estaban acabando, el tipo de interés estaba a cero, no podía descender más. Aun así, no se salía del todo de la crisis y la economía pedía a gritos ayuda. Durante el 2009 como cuenta (Bernanke, 2014) se necesitaba algo más para llevar a cabo la recuperación, se tomó la decisión de adoptar una política monetaria no convencional. Para ello la Fed creó la compra de activos a gran escala (Large Scale Asset Purchase), esta medida es más conocida por política monetaria cuantitativa o Quantitative easing, QE. Esta, se basaba en comprar activos a largo plazo con el objetivo de calar la política monetaria para empujar la economía para que volviera a alcanzar sus niveles anteriores.

La Fed realizaba compras a gran escala de títulos del tesoro y títulos hipotecarios de empresas patrocinadas por el gobierno (Fannie Mae y Freddie Mac, por ejemplo). Los títulos que compraba eran títulos garantizados por el gobierno, bien en forma de deuda pública de EEUU respaldada por el tesoro, o de Fannie y Freddie respaldado por el Gobierno federal. Hasta el día de hoy ha habido 3 rondas de QE, no obstante, comentaremos las dos primeras ya que son las que abarcan el periodo en el cual se centra nuestro trabajo en cuanto la crisis en Estados Unidos entre los años 2007-2010.

La primera tuvo lugar en marzo de 2009 (QE1), la segunda en noviembre del 2010 (QE2). Esta compra de valores aumentó el balance de la Fed en más de dos billones de dólares.

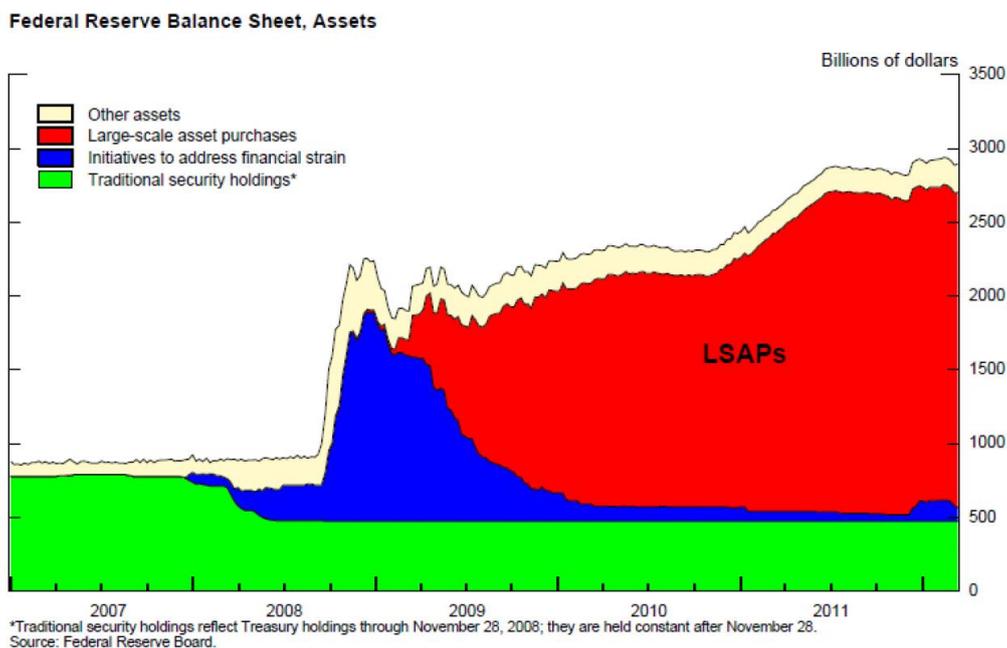


Gráfico 17 Activos del balance de la Reserva Federal en el período 2007-2011 (Fuente: Bernanke, 2014)

Como se puede observar en el gráfico 17 la zona que se observa roja es el capital invertido en la compra de activos a gran escala. La parte azul son las iniciativas para calmar la crisis y la inyección de dinero que se hizo a los bancos, la cual a principios de 2010 vuelve a los niveles del principio de la crisis, por lo que los préstamos han sido devueltos a tiempo sin problema. La capa verde son los títulos del tesoro que posee la Fed, sea cual sea la situación económica la Reserva Federal dispone de bonos del tesoro por valor mínimo de 500.000 millones de dólares, antes de la crisis llegaron a estar a 800.000 millones.

Esos bonos títulos se adquirirían porqué cuando se compran bonos del Tesoro, o de empresas patrocinadas por el Estado y se introducen en el balance, se reduce el suministro de dichos títulos en el mercado, por lo que los inversores desean los títulos y deben hacerlo a una rentabilidad menor, ya que hay menos. Así se consigue descender el tipo de interés a largo plazo de los títulos. En vez de centralizar todo en el corto plazo se centraban más en el largo plazo.

La finalidad principal de esta herramienta de compra de activos a gran escala era bajar los tipos de interés, y se consiguió. Tanto de las hipotecas, como los que tenía que pagar el Estado por la deuda pública como los bonos corporativos de empresas, esta medida de política

monetaria cuantitativa contentó a los mercados los cuales se mostraban más confidentes de la credibilidad de las acciones de la Fed.

7 COMPARACIÓN ENTRE POLÍTICAS MONETARIAS DEL BCE Y DE LA FED

En este punto trataremos de comparar las medidas tomadas por ambos bancos centrales durante el periodo de la crisis, incluyendo las medidas anteriormente mencionadas:

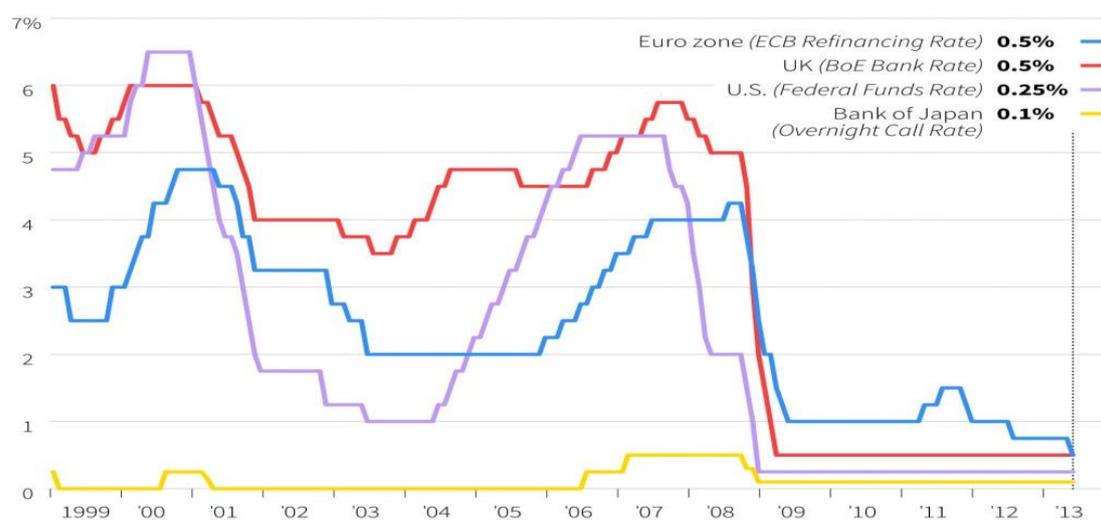
7.1 Comparativa relativa a las operaciones de mercado abierto

La herramienta más habitual para este tipo de herramienta de política monetaria son las operaciones principales de financiación. Tal y como se ha comentado en el capítulo 2, estas operaciones tienen la finalidad de inyectar liquidez regularmente con periodicidad y vencimiento fijado, usando el sistema de subasta y con un tipo de interés prefijado por el banco central.

ECB cuts interest rates

Interest rates of major central banks compared

LATEST DATA



Sources: National and EU banks ECB: European Central Bank BoE: Bank of England

C. Inton, 02/05/2013

REUTERS

Gráfico 18 Comparación tipos de interés del Banco de Inglaterra, el Banco de Japón, la Fed y el BCE (Fuente: Reuters)

Tal y como vemos en el gráfico 18 se puede observar las diferentes tendencias en cuanto a tipo de interés entre el BCE y la Fed. Cabe destacar, tal y como se ha comentado en el capítulo 5, que antes del 15 de octubre de 2008, las subastas de OPF del BCE eran a un tipo de interés variable. Desde ese día, las subastas realizadas han sido bajo un tipo prefijado por el BCE. En cambio, la Fed anterior a la crisis ya tenía este sistema de subasta a tipo de interés fijo.

La Fed se apresuró a bajar los tipos de interés bruscamente, a mediados de 2007 estaba alrededor del 5% y un solo año después se encontraba en el 0,25%. El presidente Bernanke realizó en 15 meses nueve bajadas de tipos de interés entre un 0,25% la menor y un 0,75% la más destacada. Esta acción trataba de facilitar el crédito a entidades financieras ya que tenían muchos problemas porque tenían muchos impagados derivados de la ruptura de la burbuja inmobiliaria. Gracias a la rápida recuperación de la crisis financiera que hubo en los Estados Unidos, el tipo de interés de la Fed se encuentra ahora mismo en el 1,25 % y la tendencia que tiene la actual presidenta Yellen es alcista.

En cuanto al BCE la bajada se inició más tarde, debido a que los efectos graves de la crisis no llegaron al continente europeo hasta mediados de 2008. A partir de mediados de ese año, ha habido bajadas escalonadas mucho más suaves que las que hubo desde la Fed. Desde ese mismo año 2008 ha habido dieciocho bajadas del tipo de interés fijo de las OPF, hasta llegar al actual 0%. A corto plazo durante este año no se espera una subida de tipos de interés en el BCE, así como sí ha subido los intereses la Fed, de momento el BCE está satisfecho con el resultado que está dando el tipo de interés de las OPF al 0%.

7.2 Comparativa relativa a las facilidades permanentes

En el BCE las facilidades permanentes son básicamente de dos tipos: facilidad marginal de crédito y facilidad de depósito. Estas operaciones se realizan a muy corto plazo, no son de un vencimiento tan largo como las OPF, sino que son préstamos o depósitos a un día, y son prestadas por los respectivos Bancos Centrales Nacionales, siempre con las garantías y avales pertinentes. El crédito suele solicitarse para cumplir con las reservas mínimas. Por regla general el tipo de interés que tiene el crédito es un límite superior al tipo de interés a un día. Como podemos ver en el gráfico 1, durante la crisis, el interés ha descendido desde el 5%, hasta el actual 0,25%. Teniendo una caída importante entre el 2008 y el 2009 de un 3,50%

En cuanto a la evolución por el BCE de la facilidad de depósito ha habido un cambio destacado. Como figura en el gráfico 12, a partir del 11 de junio de 2014, la facilidad de depósito es negativa, por lo que los bancos deben pagar un interés al Banco Central Nacional correspondiente por tener el dinero allí.

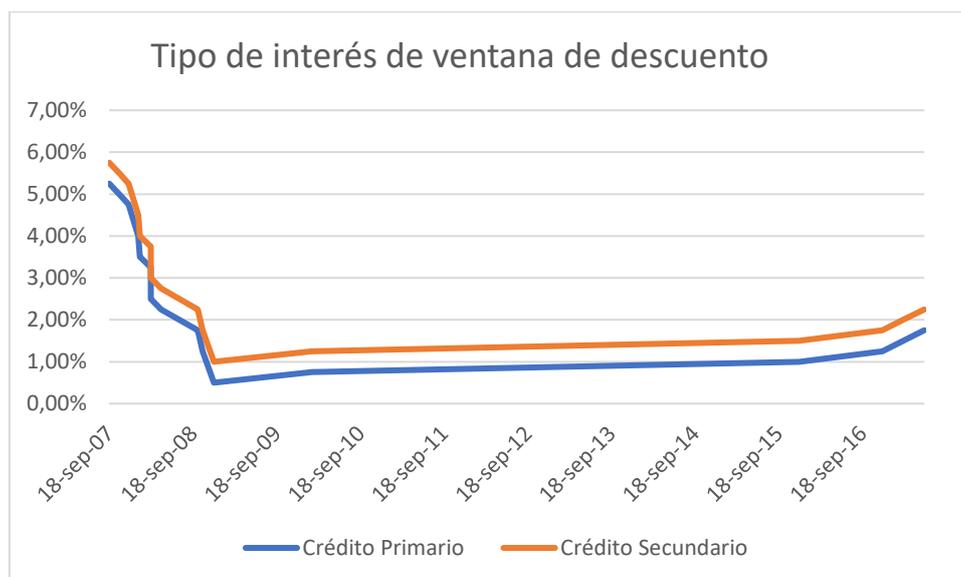


Gráfico 19 Tipo de interés de ventana de descuento 2007-2017 (Fuente: Federal Reserve Discount Window)

En el Sistema de la Reserva Federal también son los Bancos Centrales Federales los que se encargan de la función de la facilidad marginal de crédito. Aquí distinguen entre crédito primario y crédito secundario. Aquí los Bancos no solicitan demasiadas exigencias a quienes quieran obtener un crédito a muy corto plazo. La diferencia entre ambos tipos de créditos es que el primario está disponible para instituciones depositarias a muy corto plazo, en cambio el crédito secundario está disponible para el resto de instituciones depositarias.

Como se puede ver en el gráfico 19, el crédito secundario generalmente es más alto que el primario, esto se puede entender porque las entidades con acceso al mercado primario generan más confianza que las que solo acceden al secundario. Como en los tipos de interés de la Fed, se produce un descenso importante en los años 2007-08 y a partir del 2016, siguiendo el ritmo de la tasa de interés de las OPF de la Fed, se incrementan los porcentajes de interés.

7.3 Comparativa relativa a las reservas mínimas

Las reservas mínimas, son la cantidad de fondos que deben tener obligatoriamente las entidades de crédito. Esto se hace para que las entidades mencionadas anteriormente no dediquen a inversión el 100% del dinero depositado por los clientes y así mantengan una remanente por si hay el extraordinario caso de bancarrota o similares.

El BCE realizó una importante modificación que se puede ver en el gráfico 13, donde desde enero del 2012, el coeficiente de caja se sitúa del anterior 2% al 1% actual. Lo que redujo en la mitad la cantidad en reservas en manos del BCE de las entidades de crédito.

Por otro lado, por parte de la Fed, no se realizó ningún tipo de modificación mediante este instrumento en el porcentaje del coeficiente de caja. Actualmente el sistema de reservas de la Reserva Federal funciona de la siguiente manera:

Requerimiento reservas mínimas Fed (en el año 2017)		
Cuentas netas de transacciones	% coeficiente caja	Fecha efectiva
De 0 \$ hasta 15.5 millones de \$	0%	1-19-17
Depósitos a plazo no personales	3%	1-19-17
Más de 115.1 millones de \$	10%	1-19-17
Depósitos a plazo no personales	0%	12-27-90
Obligaciones en Euros	0%	12-27-90

Tabla 7 Requerimiento reservas mínimas Reserva Federal en 2017 (Fuente: Federal Reserve)

No obstante, por ejemplo, en el año 2007 se modificaron los límites del 0, el 3 y el 10 %. Anteriormente el primer tramo exento era de 0 a 9,3 millones de dólares, el segundo de 9,3 a 43,9 millones de dólares, y el último de más de 43,9 millones de dólares.

8 CONCLUSIONES

El trabajo que se presenta fue creado con el objetivo de realizar un análisis de la política monetaria realizada por los bancos centrales de la Unión Europea (Banco Central Europeo) y de Estados Unidos (Reserva Federal) durante el periodo de la crisis sucedida años atrás.

En primer lugar, se ha definido la política económica, y la política monetaria, así como se describieron las principales herramientas, las cuales tiene la política monetaria para que sus acciones tengan efecto en la economía. Estas herramientas son las que se han usado durante la crisis para evitar que fuera a mayores. Creemos que han sido más efectivas en el contexto de la crisis económica las medidas de política monetaria no convencionales, ya que son para utilizarlas en situaciones extremas como era la que sucedía. No obstante, creemos conveniente que alguna de esas medidas se adopte regularmente para que los bancos centrales puedan cumplir sus objetivos regularmente y que sean adoptadas algunas medidas no convencionales a convencionales.

Seguidamente, en los capítulos 3 y 4 se ha examinado a los bancos centrales objeto de estudio: BCE y Fed. Se ha desgornado en cuanto a organización y estructura, historia, objetivos y características particulares de cada entidad. El gran problema de estas entidades es la politización que puedan sufrir, ya que la mayoría de los cargos están elegidos por el poder legislativo o el ejecutivo, por lo tanto, la mayoría de veces aplican la política monetaria del partido mayoritario o en el gobierno. Por lo tanto, creemos que se debe tener una descentralización y una separación de poder real. Por ejemplo, en EEUU el presidente de la Reserva Federal lo elige directamente el presidente del gobierno en curso. Los últimos 4 presidentes de la Fed han sido de la misma ideología política que el presidente que les ha nombrado (Volcker demócrata, nombrado por Carter quien era demócrata; Greenspan republicano, nombrado por Reagan quien era republicano; Bernanke republicano, nombrado por George W. Bush, quien es republicano; y la actual presidenta Yellet demócrata, nombrada por Obama quien es demócrata).

En el quinto capítulo entra de lleno en la evolución de la crisis financiera, distinguiendo entre cómo se desarrolló la crisis a nivel europeo, y a nivel estadounidense. A nivel europeo se divide en dos partes la crisis, la primera, la crisis de la burbuja inmobiliaria (2008-2009); la segunda, la llamada crisis de la deuda soberana europea (2010-2014). Esta aclaración es importante realizarla, ya que la primera parte de la crisis es más bien un rebote de la crisis sucedida en

EEUU, pero la segunda parte es muy diferente, ya que el problema era que ciertos Estados de la Eurozona generaban mucha desconfianza, estaban incumpliendo los objetivos de déficit marcados por la Unión Europea, y para paliar el déficit tenían que solicitar préstamos de deuda soberana, a un interés muy alto, debido a que los inversores tenían pocas esperanzas que los países se recuperaran completamente. Después de lo estudiado en este trabajo creemos que el BCE tardó demasiado en tomar decisiones importantes de política monetaria, así como los estados de la Eurozona y la Unión Europea no estaban lo suficientemente unidos para defenderse los unos a los otros. Por un lado, estaba la zona de los endeudados (Portugal, Irlanda, Italia, Grecia, Chipre, España), por otro lado, Alemania, la cual quería tener un tipo de voto de calidad en todas las decisiones que se tomaran en cuanto a rescates e inyecciones de dinero en los países endeudados. La UE debería replantearse el sistema de apoyo de unos países a otros, está claro que algunos aportan más, pero los ciudadanos si es un macro país deben de ser iguales.

En el sexto capítulo se centra en la política monetaria de Estados Unidos, donde no se dividen en periodos la crisis que el periodo de es más corto y se consiguió frenar antes, por lo que la crisis solo tuvo lugar los años (2007-2010). Esto fue gracias al buen hacer y las medidas urgentes que se tomaron desde la Reserva Federal con Ben Bernanke al frente, quien en sus libros (Mis años en la Reserva Federal y El valor de actuar), explica muy bien el contexto de la crisis, así como las decisiones y los momentos de la crisis en los que se decidió actuar de una manera u otra.

Finalmente, en el séptimo capítulo se centra el objeto principal del trabajo, ya que se realiza una comparación de las políticas monetarias llevadas a cabo por el BCE y la Fed. En este punto, no se trata de decir quien lo hizo más o menos bien, simplemente una comparación de como cada banco usó las herramientas de política monetaria disponibles para de detener los efectos de la crisis en sus respectivos territorios.

Cierto es que la Reserva Federal tuvo mayor rapidez en su actuación que el BCE, no obstante, la crisis que había en Europa no solo era del sector financiero y la construcción sino era más importante. Estados Unidos es un país fuerte y que crea más confianza que el conjunto de países que son la Unión Europea. Por ello también las actuaciones de la Fed generaron más confianza en los inversores y se superó antes la crisis porque se tomaron actuaciones importantes y muy drásticas en la Reserva Federal, pero que ayudaron a que el riesgo de que la crisis continuara fuera menor.

A partir de ahora los bancos centrales deben estar mucho más prevenidos para que no vuelvan a suceder eventos evitables como fue la crisis económica del 2007. Tal y como comenta (Bernanke, 2017) había un descontrol en ciertos productos financieros que no estaban obligatoriamente bajo ningún control ni auditoría por parte del sector público y que, aunque eran conocidos no se sabía que pudieran ser tan peligrosos. Aun así, la Reserva Federal se puso en casos de que esos productos fueran mal pero no se esperaban que hubiera tal efecto de sucesiones de quiebras y bancarrotas de compañías como pasó.

Se debe controlar y fiscalizar mejor toda clase de activos financieros, sean peligrosos o no e informar bien y claramente a los inversores de que tipo de producto están adquiriendo. Así como tampoco se debería caer en el error de volver a crear una burbuja inmobiliaria con el precio de las viviendas.

Finalmente, en este trabajo se podría haber realizado un estudio conjunto con otras políticas económicas, como la fiscal. O también podría haber sido objeto de estudio otros bancos centrales que también sufrieron la crisis como el Banco de Inglaterra. Esto se podría haber hecho en primer caso, para tener un punto de vista de qué política económica fue más efectiva en la crisis, y en el segundo caso para tener otra institución que estudiar y comparar las medidas de política monetaria aplicadas ante la crisis de 2007 y como la crisis afectó en el territorio.

Bibliografía

- Acharya, V. e. (2009). The Financial Crisis of 2007-2009: Causes and Remedies. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 89-137.
- Antuñano Maruri, I., Sanchez Andrés, A., & al., e. (2009). *Política económica. Elaboración y políticas coyunturales*. Valencia: Tirant lo Blanch.
- Banco Central Europeo. (2011). *La Política Monetaria Del BCE: 2011*. Fráncfort del Meno.
- Banco Central Europeo. (2012). *Boletín mensual Febrero 2012*.
- Banco Central Europeo. (s.f.). *Criterios de convergencia*. Recuperado el 14 de 06 de 2017, de <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/convergence-criteria.es.html>
- Banco de España. (2013). Las medidas de política monetaria no convencionales del BCE a lo largo de la crisis. *Boletín Económico*, 89-99.
- Banco de España. (s.f.). *Los instrumentos del Eurosistema*. Recuperado el 07 de 07 de 2017, de http://www.bde.es/bde/es/areas/polimone/instrumentos/Los_instrumento_12a60642abac821.html
- Bernanke, B. S. (2010). Monetary Policy and the Housing Bubble., (pág. 36). Atlanta.
- Bernanke, B. S. (2014). *Mis años en la Reserva Federal*. Ediciones Deusto.
- BOE. (s.f.). *Constitución Española*. Recuperado el 17 de 07 de 2017, de https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-1978-31229
- Brun, L. M. (2008). *Cómo Interpretar La Información Económica : Análisis De Mercados Financieros : Coyuntura Económica, Sistema Financiero, Política Monetaria*.
- Cour-Thimann, P., & Winkler, B. (2013). *The ECB Non-Standard monetary policy measures The role of institutional factors and financial structure*.
- El País. (24 de 03 de 1998). Recuperado el 01 de 07 de 2017, de https://es.wikipedia.org/wiki/Criterios_de_convergencia
- Europea, D. O. (7 de Mayo de 2017). Obtenido de <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=celex%3A12012M%2FTXT>
- European Central bank. (s.f.). *Key euro area indicators*. Recuperado el 01 de 07 de 2017, de https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/key_euro_area_indicators/html/index.en.html
- European Comission. (2009). *Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses*.
- Federal Reserve Discount Window Payment System Risk. (s.f.). <https://www.frbdiscowindow.org/>. Recuperado el 01 de 08 de 2017, de <https://www.frbdiscowindow.org/>
- Federal Reserve. (s.f.). *History of Federal Reserve*. Recuperado el 12 de 05 de 2017, de <https://www.federalreserveeducation.org/about-the-fed/history>

- González-Páramo, J. M. (21 de 10 de 2011). *La política monetaria del BCE durante la crisis*. Recuperado el 29 de 06 de 2017, de https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp111021_1.es.html
- OCDE. (s.f.). *The EU's fiscal and Policy Response: reforming the economic governance in the EU*. Recuperado el 03 de 06 de 2017, de <https://www.oecd.org/governance/budgeting/48871475.pdf>
- Statistical Data Warehouse European Central Bank. (s.f.). *Official interest rates*. Recuperado el 10 de 06 de 2017, de http://sdw.ecb.europa.eu/browseChart.do?removeItem=&ec=&rc=&oc=&df=true&PROVIDER_FM_ID=MLFR&DATA_TYPE_FM=LEV&DATA_TYPE_FM=LEV&DATASET=0&dc=&node=9691107&pb=&removedItemList=&legendNor=&activeTab=FM&legendRef=reference
- United States Census Bureau. (s.f.). *New Residential Sales Historical Data*. Recuperado el 08 de 07 de 2017, de https://www.census.gov/construction/nrs/historical_data/index.html
- Wikipedia. (01 de 07 de 2017). *TED spread*. Recuperado el 2017, de https://es.wikipedia.org/wiki/TED_spread
- Wikipedia. (s.f.). *Criterios de Convergencia*. Recuperado el 01 de 05 de 2017, de https://es.wikipedia.org/wiki/Criterios_de_convergencia
- Wikipedia. (s.f.). *Unión Económica y Monetaria de la Unión Europea*. Recuperado el 12 de 05 de 2017, de https://es.wikipedia.org/wiki/Unión_Económica_y_Monetaria_de_la_Unión_Europea
- Woong Kang, D., Lighthart, N., & Mody, A. (s.f.). *The ECB and the Fed: a comparative narrative*. Recuperado el 14 de 07 de 2017, de <http://bruegel.org/2016/01/the-ecb-and-the-fed-a-comparative-narrative/>