

Dinero, banca e inflación; una perspectiva económica

Miguel Ángel Martínez Ponce

Directora académica; Virginia Vega Carrero

Universidad Politécnica de Valencia
Facultad de Administración y Dirección de
Empresas



UNIVERSITAT
POLITÈCNICA
DE VALÈNCIA

Índice

Capítulo 1. Introducción.....	1
1.1. Resumen.....	1
1.2. Objetivo.....	2
Capítulo 2. Sistema bancario.....	2
2.1. Introducción.....	2
2.2. El origen.....	3
2.3. Sistema monetario y Banca actual; la expansión monetaria.....	15
2.3.1. El sistema monetario internacional.....	15
2.3.2. Banca Actual.....	19
Capítulo 3. Banco central y política monetaria.....	22
3.1. Introducción.....	22
3.2. Banco Central Europeo.....	24
3.2.1. La organización del BCE.....	27
3.3. Análisis/explicación de las herramientas y mecanismos de la política monetaria.....	33
3.3.1. Definición de dinero.....	34
3.3.2. Desarrollo de la política monetaria.....	40
Capítulo 4. Inflación, deflación y teorías económicas.....	49
Capítulo 5. Conclusión.....	53
Bibliografía.....	56

Índice de Ilustraciones

Ilustración 1. Ejemplo contable para la emisión de billetes.....	9
Ilustración 2. Nivel de precios 1880 – 1913 en los principales países industrializados del mundo.....	10
Ilustración 3. Nivel de precios 1880 – 1913 en los principales países industrializados del mundo.....	10
Ilustración 4. Variación porcentual de las reservas de oro 1880 – 1913.	11
Ilustración 5. Préstamos a empresas no financieras en la Zona Euro, en bill. de euros.	15
Ilustración 6. Préstamos a los hogares de la Zona Euro, en bill. de euros.	15
Ilustración 7. Organigrama SEBC.	19
Ilustración 8. Evolución de los agregados monetarios en la Zona Euro.....	23
Ilustración 9. Relación M3 y PIB de la zona euro, precios corrientes. (Billones de euros)	24
Ilustración 10. Las dos caras de la política monetaria.....	28
Ilustración 11. Evolución del Activo del Banco Central Europeo.	33
Ilustración 12. Evolución del Pasivo, Capital y Reservas del Banco Central Europeo.	34
Ilustración 13. La curva de Phillips original correspondiente al Reino Unido 1861-1913.	35
Ilustración 14. Desempleo e inflación en la Eurozona.	37

Índice de tablas

Tabla 1. Total Activo BCE a 31 de diciembre de 2016. 31

Tabla 2. Total Pasivo, Capital y reservas del BCE a 31 de diciembre de 2016..... 32

Capítulo 1. Introducción

1.1. Resumen

El dinero, una herramienta que agiliza el proceso productivo del ser humano, útil para el intercambio de bienes materiales o servicios, que hace del esfuerzo algo conmensurable y que nace de forma consuetudinaria, tiene importantes implicaciones en el desarrollo de la economía mundial, pero ¿de qué forma se mueve la economía en torno al dinero? ¿Cómo se administra o la hacemos funcionar?

Este trabajo no solo pretende dar una visión cuantitativa del sistema de intermediación financiera, también haremos un recorrido por la historia del dinero y la banca y veremos de que manera se ha ido estructurando, los principales hitos históricos y cuál es el papel actual de la institución del dinero, las ventajas y los inconvenientes que representa.

Es evidente que esta herramienta tan preciada no pueda carecer de regulación o instituciones que la controlen. En la actualidad, es el banco central, respaldado por el sistema bancario privado y público, el encargado de regular este bien para la estabilidad de la economía. Tiene la potestad de emitir o recortar el flujo monetario y el sistema bancario la misión de canalizar los ahorros hacia nuevas inversiones, agilizando aún más la capacidad productiva del ser humano.

Durante los últimos años, el sistema monetario europeo ha sufrido una inyección de liquidez sin precedentes a causa de la pasada crisis de 2008. Tanto el BCE como la FED han mantenido una política de compra de activos desde comienzos de la crisis, haciendo de sus balances un enorme cubo de deuda, gran parte de ella a largo plazo. Parece como si ambas instituciones fueran la salvaguarda de aquellas inversiones que por un motivo u otro no salieron muy bien paradas.

Mientras tanto, medios de todo el mundo y la mayor parte de la población se preguntan qué hacen y cómo funcionan las altas instituciones que juegan un papel tan crucial en el desarrollo de la economía, no es de extrañar que el aumento de la

desconfianza en las instituciones sociales. Así es como nace el propósito del siguiente trabajo, que tiene por objetivo el analizar las distintas implicaciones y mecanismos del sistema bancario y del dinero en la unión europea, así como su papel en la economía. No es más que una concatenación de una serie de conocimientos con el fin último de conocer más de cerca el sistema monetario y bancario, desde su origen hasta la gestión llevada a cabo en estos últimos años.

1.2. Objetivo

Para la realización de este texto, expondremos los principales actores que rodean al mundo monetario, centrándonos en la banca central y su política monetaria.

En este trabajo, empezaremos volviendo la vista atrás, explicando la necesidad, ya desde en la antigüedad, de una herramienta para el intercambio e introduciremos el surgimiento de la banca y de los bancos centrales para dar paso a profundizar en el Banco Central Europeo (de ahora en adelante BCE) sobre sus objetivos, competencias y herramientas. Continuaremos analizando la política monetaria, sobre cómo se crea o se suprime el dinero, como se reproduce en la economía, sus efectos y como ha sido gestionada desde la crisis de 2008. Por último, hablaremos de la estanflación y reflexionaremos sobre los viejos modelos económicos.

Capítulo 2. Sistema bancario

2.1. Introducción

Desde siempre la banca ha sido una institución poderosa y su influencia en la economía es más que notable, tanto, que las grandes instituciones de gobierno en los últimos años han ido creando mecanismos de control y supervisión tales como el Sistema de Bancos Centrales Nacionales o el Mecanismo Único de Supervisión.

Las grandes instituciones, la mayoría de ellas, nacen de manera consuetudinaria, fruto de un proceso largo de transformación que se va prolongando indefinidamente. Para

el desarrollo de este capítulo, no solo es importante contar con una visión de la estructura, de cómo funciona y se organiza, también resultará útil echar un vistazo atrás y hacer una cronología de los sucesivos cambios que la institución bancaria y del dinero han experimentado.

2.2. El origen

Una cuestión psicológica

A nivel microeconómico las personas tienden a ahorrar parte de sus riquezas, bien porque valoran mucho más el bien futuro, a pesar de la espera; porque tiene demasiado excedente y no puede consumirlo todo; o bien, con el objetivo de salvaguardar sus necesidades en un futuro próximo. Siendo más precisos, cada sujeto, dependiendo de la información, su experiencia u objetivos en la vida, decide de qué manera emplear sus recursos disponibles y en qué lugar del tiempo hacerlo, dando una preferencia temporal para cada recurso. Evidentemente esa preferencia es distinta para cada individuo, pero gran parte de la población tiende a situar esa preferencia a medio o largo plazo para algunos de sus recursos, generando lo que mayormente se conoce como el ahorro.

Desde siempre han habido personas capaces de acumular más riquezas que otras, teniendo la necesidad de salvaguardarla de todas las maneras posibles; desde ponerlo debajo del colchón, hasta en lugares en los que solo un mapa puede indicarte el camino. En la antigua Grecia, por ejemplo, se solía depositar en los templos, al ser considerados lugares sagrados, eran inviolables y, por lo tanto, seguros. La misma práctica se llevaba en los monasterios del siglo XI bajo la protección de los templarios.

El ahorro al final constituye una de las piezas clave para el desarrollo económico; la gente tenía la necesidad de proteger sus riquezas acumuladas y pagaba por ese servicio, o bien se lo prestaba a alguien de confianza. Por otra parte, los depositarios ideaban nuevas formas de hacer negocio con ese activo inutilizado. Al final esos recursos cambiaban de manos ya sea a través de un intermediario financiero o de mutuo acuerdo entre las dos partes, empezando todo el proceso de nuevo.

Primeras pesquisas

Antes del nacimiento de la banca como tal en la Florencia del siglo XIV, con Giovanni di Bicci de' Medici, la función financiera que desempeñaban los banqueros ya venía desarrollándose desde la antigüedad, aunque de manera algo rudimentaria e inadecuada. Los depósitos o préstamos de metales, materiales o cualquier otro tipo de riqueza lo realizaban los *trapezitas* en Grecia. Pero a pesar de que el marco comercial era muy amplio en aquella época, la escasa protección legal y el poco beneficio que suscitaba el negocio de ser intermediario, imposibilitaron que se desarrollaría un negocio financiero en proporción a las posibilidades potenciales de la época.¹ Aun así los banquerosⁱ aceptaban depósitos de distinta clase, ya fueran a la vista, o ya fueran a plazo y sujetos al pago de intereses. Estos últimos se invertían en operaciones de crédito de distintos tipos: préstamos con garantía, hipotecas y un tipo de préstamo a la gruesa.

Durante el imperio romano, se siguieron las costumbres agrícolas y comerciales de antaño, además, el derecho romano hacía una importante definición de los arrendamientos y depósitos. Se diferenciaban, entre otras cosas, el *commodatum*, el *mutuum* y el *depositum*. Los dos primeros definían los préstamos de uso y de consumo respectivamente, en el que el prestatario se compromete a restituir una cantidad equivalente en cuanto a su género y calidad más una cierta cantidad pactada de interés si el prestamista lo consideraba necesario para prestar sus bienes. Estos tipos de préstamos se solían hacer a gente de confianza o de cierta reputación. En lo que respecta al depósito, el depositario estaba obligado a custodiar los bienes de sus clientes y a hacer frente a sus obligaciones de devolverlos en las mismas condiciones en las que había sido entregado.

El banquero, que tenía en su posesión los bienes de sus depositantes, podía decidir si obrar bien e invertir aquello en lo que se le estaba permitido o por el contrario coger parte de los depósitos a la vistaⁱⁱ para añadir cierta rentabilidad a su negocio. Apropiarse indebidamente de los depósitos no era tarea fácil si se trataban de depósitos regulares (de cosas específicas), pero no ocurría lo mismo con los depósitos irregulares. Según la ciencia jurídica un depósito irregular es aquel que en el que el contenido son bienes fungibles, como el dinero, aceite, oro, sal, etc. Se pueden mezclar con el resto de depósitos sin que ninguno se vea afectado en cuanto a su cantidad o calidad. Tampoco tendría sentido separar individualmente cada uno por depositante porque no sería eficaz para el

¹ HIDALGO DE LA VEGA, M.J. SAAS ABENGOCHEA J.J. y ROLDÁN HERVÁS, J.M. (1998) *Historia De La Grecia Antigua*. Salamanca.

banquero, que tendría que distinguir cada depósito y almacenarlos de manera que no pudieran mezclarse, ni para el depositante, que tendría que pagar más costos o la necesidad de comprar más recipientes. Por lo tanto, la tentación de coger una cierta cantidad de esa suma de depósitos para invertirlo y obtener una mayor rentabilidad, sin llegar a ser descubierto, era considerable, ya que la experiencia del depositario mostraba cierto stock permanente de recursos a los que podía sacar partido.

A pesar de que era un hecho que se hacía de manera oculta y vergonzante, hay ciertos registros históricos en los que podemos ver esta práctica reflejada. En *Discursos I*, de Isócrates (436-338 A.C.), se hace referencia a un banquero de Atenas que prestó el oro de uno de sus clientes sin su permiso.² En <<Contra Timoteo, por una deuda>>, Demóstenes afirma que los banqueros realizaban apuntes de las cantidades que entregan y de los depósitos recibidos a fin de saber las cantidades tomadas y depositadas.³ De hecho, el negocio bancario llegó a ser regulado en el derecho romano, dejando claro el deber de guardar el 100% del depósito a la vista en todo momento, además la ley obligaba a llevar ciertos libros contables en los que se registraban las entradas y salidas de dinero y las operaciones con cada una de las personas eran llevadas por debe y haber, resultando una expresión exacta entre las relaciones entre cliente y banquero.⁴ Aunque estos libros solo se presentaban en caso de litigio, este método de reserva 100%, según los registros de los que disponemos, se siguió llevando a cabo durante la baja edad media hasta finales del siglo XII, cuando se gestaba en Florencia un incipiente negocio bancario, adquiriendo gran trascendencia en el siglo XIV.

La razón por la que no próspero, hasta esa fecha, un negocio que se llevaba practicando desde la antigüedad residía, primero, en el marco jurídico romano que fijaba tipos de interés máximos y obligaba a guardar un coeficiente de caja 100% y, luego, en la prohibición canónica de la usura por parte de la religión cristiana, judía, y más tarde la islámica, aunque los judíos sí tenían permitida la usura al resto de personas, lo que explicaría que durante al menos la primera parte de la edad media la mayor parte de la

² ISÓCRATES, (436 A.C. - 338 A.C.), *Discursos I*. Atenas. Edición española a cargo de la editorial Gredos. Biblioteca Clásica Gredos. Madrid, 1979.

³ DEMÓSTENES (384 A.C. - 322 A.C.), *Discursos privados II*. Atenas. Edición española a cargo de la editorial Gredos. Biblioteca Clásica Gredos. Madrid, 1983.

⁴ VELASCO GARCÍA C., (1985) *Algunas observaciones sobre las Societas Argentaria*, Departamento de Derecho Romano, Universidad de Sevilla.

actividad financiera estaba en manos de judíos.⁵ La usura, del latín *usurae*, significaba ‘tipo de interés’ en época romana. En efecto, la religión cristiana ha condenado hasta en nueve concilios el interés en los préstamos. La prohibición vino motivada por la alta cuota que algunos prestamistas fijaban en sus préstamos. Sin embargo, poco a poco, a la vista de las prácticas por parte de algunos agentes económicos para encubrir préstamos con pagos de intereses o la consideración de un “precio justo” por parte de Santo Tomás de Aquino o Francisco de Vitoria,⁶ la iglesia no pudo llegar a erradicar la existencia de la *usurae* y pasó de prohibirla a restringirla en ciertos casos para, finalmente, distinguir entre tipo de interés y usura, haciendo referencia al cobro excesivo de intereses.

El sello bancario

Es a partir del siglo XIV cuando los banqueros empiezan a adquirir gran protagonismo en la vida pública.

El sistema de partida doble, que ya se había ideado de manera superficial durante el imperio romano, fue definiéndose y adquiriendo gran protagonismo entre los comerciantes de la edad media, permitiendo tener una visión rápida y eficaz sobre la marcha del negocio.

Paralelamente, la expansión territorial debida a las cruzadas y los sucesivos conflictos entre las coronas inglesa y francesa, entre otros, desequilibraron las haciendas reales lo largo de los siglos XI - XV. La lucha por el poder también se libraba a nivel económico, haciendo que las actividades mercantiles y de los cambistas se desarrollara con el beneplácito de la monarquía, que, a su vez, era la principal protectora de la actividad mercantil. La obtención de ingresos que gravaba la mayoría de las transacciones comerciales de los mercaderes y la posibilidad de conseguir préstamos fáciles y cuantiosos fueron algunos de los motivos que posibilitaron ese desarrollo bancario.

El negocio bancario ya mostraba signos de usar un coeficiente de caja en aquella época, pese a estar prohibido. En Italia, al menos hasta 9 bancos dominaban el panorama medieval y se hicieron notables por el volumen de riqueza generado a principios del siglo XIV. De manera paulatina, empezaron a disponer del dinero depositado a la vista y a

⁵ GRICE-HUTCHINSON M. (1982) *El pensamiento económico en España (1177-1740)*. Traducción de Rochar C., Editorial Crítica, Barcelona.

⁶ PONCELA GONZÁLEZ, A. (2015) *La Escuela de Salamanca. Filosofía y Humanismo ante el mundo moderno*. Madrid.

obtener grandes beneficios. Finalmente, ante los impagos de ciertos deudores, de entre los que figura el papa, de 1341 a 1346 quebraron todos ellos y tras un largo periodo de liquidación, los depositantes tan solo recibieron la mitad, un tercio o incluso un quinto de sus recursos.⁷

De entre los pioneros, podemos destacar la Banca de' Medici. Fue fundada en 1397 y cabe decir que perfecciono el uso de un coeficiente bancario, aparte de una contabilidad y modelos de negocios que rápidamente serian copiados. En un principio solo aceptaba depósitos a plazo para sus operaciones de los que podía hacer uso para sus inversiones, haciendo visible que los depósitos aceptados serían utilizados por el banco, a cambio, este pagaba un interés al depositante denominado *discrezione*. Las sucursales abiertas respondían a sus obligaciones de manera independiente, cada una llevaba su propia gestión, lo que facilitó la proyección del negocio. Los Medici siempre tuvieron buenas relaciones con la iglesia, aceptando depósitos por parte de clérigos y altos cargos, incluso del papa, a la vez que se convertía en prestamista de estos. Tal vez fue una de las vías por donde expandieron sus contactos entre la realeza y la aristocracia de los distintos reinos, llegando a tener sucursales en Nápoles, Pisa, Milán, Ginebra, Lyon, Aviñón, Brujas y Londres. Fue a mediados del siglo XV, en pleno apogeo, cuando se muestran los primeros indicios de depósitos a la vista, muchos para ocultar las grandes riquezas de sus clientes, de los que no se sabrá nada hasta en 1950 con el descubrimiento de los libros mayores confidenciales (*libri segreti*) de la Banca de' Medici en el Archivo Estatal de Florencia. A partir de 1477 es cuando el banco empieza a flaquear de liquidez, llegando en cierto momento al 50% de liquidez sobre sus obligaciones a la vista, llegando a operar en la etapa final del banco con un coeficiente de reserva del 10% o incluso inferior. El impago de algunos préstamos, entre los que podemos considerar el de Eduardo IV de Inglaterra o la presión por parte de Carlos VIII de Francia durante la guerra de Italia (1494-1498), hacen que, en 1494, quebrará la matriz del Banco de' Medici arrastrando a todas sus filiales y dejando todos sus activos en manos de sus acreedores. El resto de sus competidores también lo hicieron.⁸ Muchos autores apuntan que esto no se hubiera producido de no haber empleado los recursos a la vista de sus clientes.

⁷ MARÍA CIPOLLA, C. (1994) *El gobierno de la moneda: ensayos de historia monetaria*. Traducción de Vivanco J., Editorial Crítica, Barcelona.

⁸ DE ROOVER R., (1963) *The Rise and Decline of the Medici Bank 1397-1494*. Harvard University Press, Cambridge.

Pese a la espectacular quiebra, la relación tan entrañable de los Medicis con las altas esferas quedó intacta. Desde 1.330 hasta 1.740 los miembros de la familia ocuparon Ducados, gobiernos, el Papado, e incluso el título de Reina de Francia, María de Médici (durante los años 1610 – 1617).

El potencial negocio bancario descubierto en Italia, gracias al uso del coeficiente de caja, rápidamente se propagó por toda la Europa medieval y, desde entonces, las instituciones de poder harán uso del sistema financiero para enriquecerse y aumentar su poder. Cabe recordar que uno de los principales negocios de los banqueros era la de cambiar las distintas monedas que tenían en su posesión de los distintos reinos y bancos, cobrando una pequeña comisión.

En Sevilla, en pleno descubrimiento de las américas, Carlos V dio a las entidades el privilegio, en forma de vista gorda, de usar un coeficiente de caja. Por otra parte, incautaba los metales o dinero que los bancos depositaban.⁹ Si bien es cierto que algunos banqueros, ya por esa época, ofrecían un pequeño interés a aquellos que depositaban el dinero a la vista en su sucursal, estaba mal visto que estos emplearan los recursos de sus clientes para sus inversiones, arriesgando de esta manera los depósitos.

La escuela de Salamanca del siglo XVI criticaba duramente a los banqueros, según Saravia de la Calle (1544); “...todo lo tragan, todo lo destruyen, todo lo confunde, todo lo roban y ensucian, como las harpías de Pineo”. Criticando a su vez que es el cliente quien debe pagar los costos del depósito y no el banquero ofrecer un interés, ni utilizar esos recursos para enriquecerse, pudiendo conformarse con las ganancias de un negocio honesto.

Martín de Azpilcueta, también un gran escolástico, esbozó la teoría cuantitativa del dinero, relacionando la cantidad de dinero en circulación con el nivel de precios.

Otros autores apoyaban la idea del coeficiente de caja, como Luis de Molina, que consideraba que el depósito era un mutuo o préstamo que el depositario le ofrecía al banquero, transmitiendo la propiedad y la disponibilidad de sus recursos. El banquero, por su parte, asumía el riesgo de ese contrato de la forma que el considerara correcta.¹⁰

⁹ CARANDE, R. (1987), *Carlos V y sus banqueros*. Madrid

¹⁰ DE MOLINA, L. (1597), *Tratado sobre los cambios*. Cuenca

Las cuestiones que algunos autores señalan sobre las prácticas bancarias, a lo largo de la historia, tratan sobre la licitud de usar parte de los depósitos a la vista para prestárselo a otros y de como de viciosa se podría entender esta acción tanto para el cliente, como para el banquero o el resto de la sociedad. Si un banquero incurría en el uso de un coeficiente de caja, tenía mayor riesgo de quebrar y no devolver los depósitos de sus clientes. A nivel macroeconómico es difícil determinar los efectos directos de esta expansión monetaria, pero se cree que podría ser el causante de las recesiones económicas una vez acabado el auge provocado por el crecimiento monetario. Sí es cierto, que en ciertas ocasiones la inflación hacía que el propio metal que formaban las monedas era más valioso que la propia moneda en si, llegando a derretirlas para posteriormente vender el metal.

El debate sobre la actividad bancaria se extenderá a lo largo de los siglos hasta nuestros días. ¿Qué tipo de banco beneficiaba más a la sociedad en su conjunto?

La gran cantidad de tipos de monedas y la poca fiabilidad de algunas propiciaron la fundación del Banco de Ámsterdam (1609-1791). Este banco municipal se encargaba de guardar en depósito el 100% de las reservas o, por lo menos, un 80% como mínimo. Estaba auditado por 4 burgomaestres que iban rotando cada año, declarando bajo juramento que los apuntes de depósitos y billetes emitidos por el banco correspondían con el contenido de las cajas, facilitando así el correcto funcionamiento del banco durante más de 150 años y sobreviviendo a numerosas crisis, como la corrida bancaria holandesa a consecuencia de la presión por la guerra franco-holandesa (1672-1678), en la que el Banco de Ámsterdam devolvió hasta el último depósito. La solvencia del banco le confirió una creciente y solida fama reconocida por diversos autores de entre los que podemos destacar David Hume, Adam Smith o Sir James Steuart. Finalmente, la cuarta guerra anglo-neerlandesa dejó la hacienda de Holanda en evidencia y la ciudad de Amsterdam le exigió al banco que le prestará gran cantidad de sus depósitos para hacer frente al creciente gasto público. Fue por esa fecha cuando las reservas de monedas y metales preciosos se redujo por debajo del 25%, llegando a ser declarado insolvente en 1790. Después de este suceso, la ciudad se hizo cargo del banco hasta su clausura en 1819.

In God We Trust

Desde el siglo XVIII y a medida que fueron surgiendo los bancos centrales, la gente comenzó a confiar en las monedas y billetes oficiales, que eran determinados por el gobierno.

El papel moneda, o billete, tardó más tiempo en ser aceptado por la poca fiabilidad que aportaban estos, al contrario que las monedas; su valor metálico, su peso y dureza hacían que parecieran más fiables. El nacimiento de la ‘moneda impresa’ tiene mucho que ver con los depósitos, ya que estos siempre llevaban consigo un resguardo de depósito que certificaba la titularidad de un bien. Estos al principio eran nominativos, pero para facilitar las transacciones también se daba la posibilidad de ponerlos al portador. En cualquier caso, era objeto de valor, representando oro o cualquier otro tipo de depósito, y se usaba como instrumento de cambio. Estos billetes casi siempre eran emitidos por los bancos privados, que venían a cubrir la necesidad de ahorrarse grandes movimientos de monedas metálicas u otra cosa. Luego, los gobernantes daban la exclusividad de emitir la moneda del país a uno o varios bancos privados para, finalmente, acabar creando un banco central emisor de la moneda del país del que los bancos privados serían sus principales clientes.¹¹

Su forma de funcionar era la siguiente; se constituía un banco aportando oro, plata o cualquier moneda metálica de valor, al capital social. Luego ese banco tenía la capacidad de emitir billetes e intercambiarlos por metales que guardaba en sus reservas, respaldando el valor de los billetes, que se podían volver a canjear por el metal o moneda en los que estuvieran respaldados.

Ilustración 1. Ejemplo contable para la emisión de billetes.

Debe	Haber
Monedas metálicas Oro Plata	Billetes

Fuente: Elaboración propia.

¹¹ L. RIOJA (2014) *La moneda y su historia*. Buenos Aires.

Estos bancos centrales aparecen a finales del siglo XVII con la creación del Banco de Inglaterra (1694). Como anécdota, emitió billetes por encima de su valor en depósito, provocando que, dos años después de su fundación, no pudiera hacer frente a los reembolsos demandados, provocando la devaluación de los billetes.

Desde entonces, los bancos centrales se han ido reinventando. Durante mucho tiempo estos bancos fijaban el valor de sus billetes contra los metales almacenados en la cámara en forma de lingotes o monedas, menos en periodos de guerra, cuando se suspendía la convertibilidad de los billetes por haber financiado la guerra con dinero fiduciario.¹² En todo caso eran bancos controlados por los gobiernos, que imponían una moneda única para las transacciones dentro de la nación, obteniendo así el control monetario. Este método se fue perfeccionando hasta convertirse en el patrón oro, modelo que imperó durante el siglo XIX.

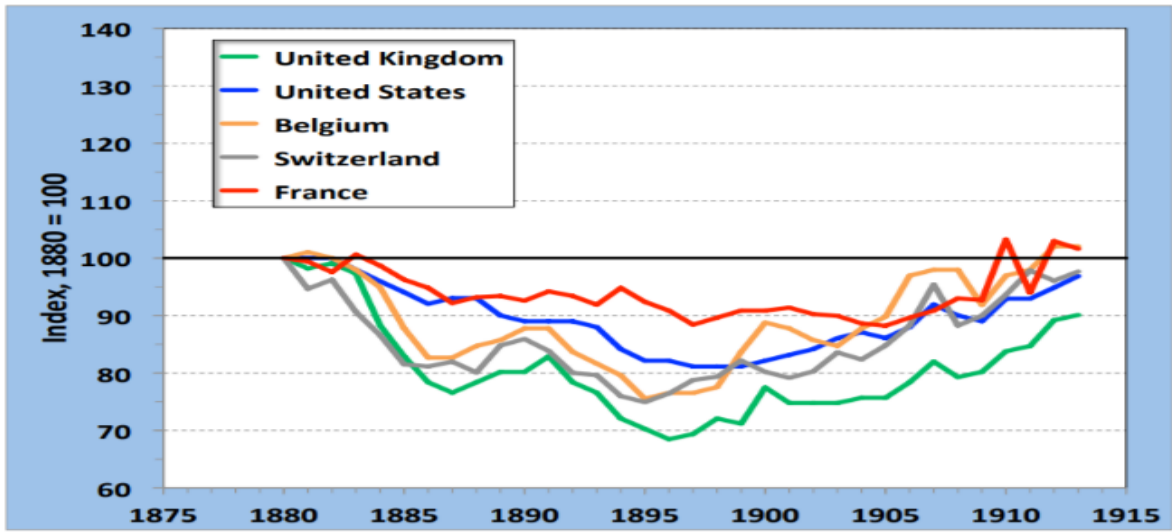
El patrón oro ya fue formulado por David Hume en el siglo XVIII en un intento de formar una teoría monetaria que comprendiera el funcionamiento del dinero metálico. Este sistema fijaba los tipos de cambio entre las monedas que, a su vez, estaban respaldadas por el oro en las reservas de cada banco central. Es decir, toda moneda o billete en circulación podía canjearse por una correspondiente porción de oro en el banco central del país, que era controlado por el gobierno.

Paulatinamente y a lo largo del siglo XIX, todos los países empezaron a dejar de fijar el valor de sus billetes contra las monedas metálicas o plata y a fijarse en el oro.

En los años de mayor imperio de este sistema (1880-1913), cuando en la mayoría de países, se obtuvo el control monetario a través del banco central, podemos ver como la variación en el nivel de precios de los principales países se mantiene constante en relación a la cantidad de oro:

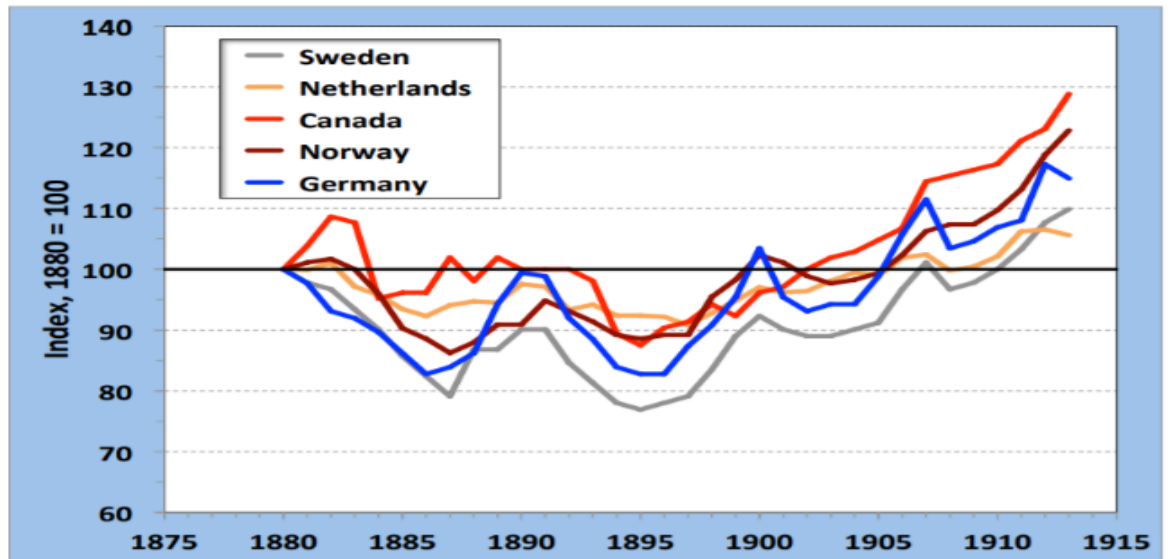
¹² L. DIAZ BRUZUAL (1995) *El poder monetario*. Monte Ávila.

Ilustración 2. Nivel de precios 1880 – 1913 en los principales países industrializados del mundo.



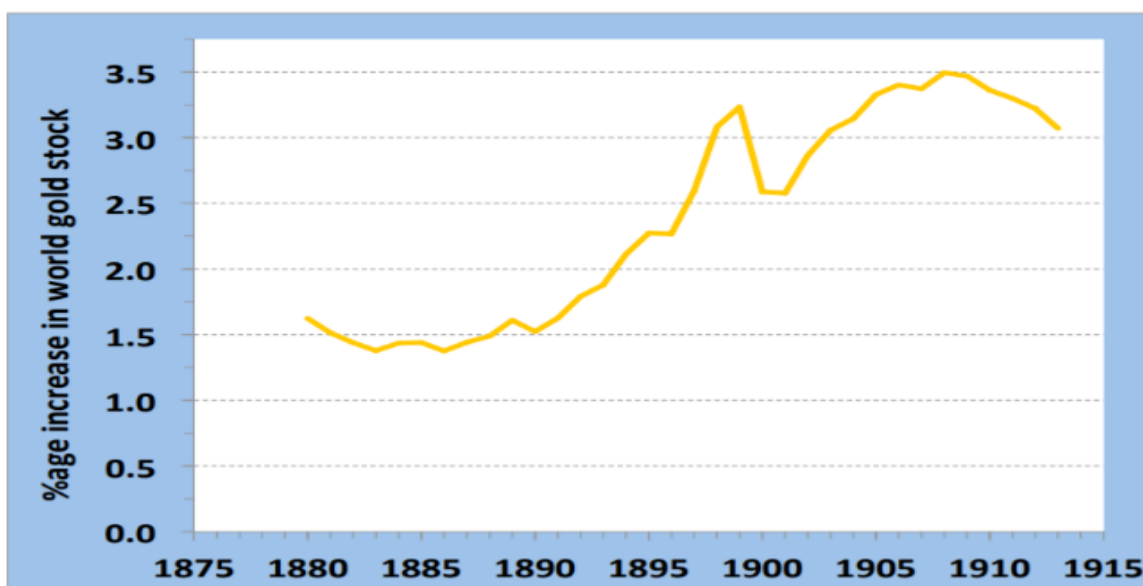
Fuente: Bank of Canada

Ilustración 3. Nivel de precios 1880 – 1913 en los principales países industrializados del mundo.



Fuente: Bank of Canada

Ilustración 4. Variación porcentual de las reservas de oro 1880 – 1913 en los principales países industrializados del mundo



Fuente: Bank of Canada

Uno de los inconvenientes de este sistema fue la imposibilidad de emitir dinero más allá de sus reservas en oro, imposibilitando la financiación de algunos problemas, como las grandes guerras. Esta fue la principal causa que debilitó este sistema, como es el caso del Banco de Inglaterra durante las guerras napoleónicas o la Primera Guerra Mundial que tuvo que suspender la convertibilidad en oro.¹³ Especialmente a partir de la Primera Guerra Mundial, cuando se crea la Reserva Federal el sistema patrón-oro ya comienza a dar sus primeros síntomas de inestabilidad, aboliendo la convertibilidad del papel en oro en 1931 por parte del Banco de Inglaterra, seguidamente por el resto de países, fijando el tipo de cambio de todas las monedas integrantes del acuerdo de Bretton Woods (1944) en el dólar americano, que a su vez este mantendría la paridad con el oro hasta que finalmente y a consecuencia del conflicto vietnamita no pudo mantener la paridad con el oro y fue suspendido de forma unilateral por Richard Nixon el 15 de agosto de 1971.

Los hechos cronológicos del auge al fin del patrón oro son los siguientes:

- Aparición de las monedas oficiales, respaldadas por su valor intrínseco y por el gobierno (acuñadas en un metal precioso). En algunos países incluso se llegaron

¹³ Página web del Banco central de Inglaterra; Bank of England. [Última consulta; 01/08/2017]
<http://www.bankofengland.co.uk/about/Pages/history/default.aspx>

a prohibir el resto de monedas que no fueran oficiales, medida que fue adoptada paulatinamente por todas las otras naciones.

- Aceptación de los billetes, respaldados en metales, por parte del público a finales del siglo XVII. Aunque no sería hasta el siglo XX cuando se empezó a imprimir la mayor cantidad de billetes en una gran cantidad de países y tipos de dinero posibles
- Creación de bancos centrales, de carácter privado o público, creados para la financiación del déficit público y del resto de bancos durante los siglos XVIII y XIX. Estos bancos normalmente tenían control absoluto de la moneda y servía de último subsidiario para el estado o algunos bancos.
- Fijación del valor de los billetes en oro durante el siglo XIX. Cada país disponía de unas reservas en oro contra las que podía emitir dinero, devaluar la moneda o controlar los déficits comerciales con otros países. Las monedas y billetes tenían un valor real, convertible en un metal precioso. También se usaba la plata.
- Primera Guerra Mundial y suspensión de la convertibilidad en oro en muchos países de Europa, menos el Banco de Inglaterra que mantuvo la paridad hasta 1931.
- Abandono paulatino del patrón oro y sustitución de este sistema por otros, como por ejemplo fijar el valor en otra moneda extranjera que siguiera la convertibilidad en oro.
- Segunda Guerra Mundial y los acuerdos de Bretton Woods, 1945, que dejó a EEUU como único protector de la paridad moneda-oro, dejando a las monedas del resto de países del acuerdo un valor de la divisa fijada en el dólar. Creación de organismos internacionales para asegurar la estabilidad económica mundial, como el Fondo Monetario Internacional o el Banco Internacional de Pagos.
- Fin del acuerdo de Bretton Woods en 1971, dejando el valor del dinero a merced de la confianza de sus usuarios, flotando en un sistema de tipos de cambio variables, aumentando o disminuyendo la oferta monetaria contra títulos de deuda, otras divisas u otros activos en vez del oro.

2.3. Sistema monetario y Banca actual; la expansión monetaria

2.3.1. El sistema monetario internacional

Desde la abolición del sistema de Bretton Woods las monedas nacionales adoptaron un nuevo sistema de funcionamiento. Antes, los tipos de cambio eran fijos y el exceso de demanda de una divisa era cubierta por el banco central encargado de ella, obligado a emitir tanto dinero como fuera necesario si no disponía de suficientes reservas como para afrontar esa demanda. Ahora las cosas han cambiado y el tipo de cambio se modifica en función de la oferta y demanda que padezcan. Si una moneda experimenta una fuerte demanda, su valor se apreciará respecto a otros países y, al contrario, si los tenedores de la moneda adquieren en mayor medida otras divisas, la moneda sufrirá un exceso de oferta y se depreciará. Pero la fluctuación limpia no siempre ha sido de esta manera, los bancos centrales siempre han intervenido con el fin de salvaguardar el valor de su moneda, comprando o vendiendo en el mercado de divisas para contrarrestar posibles fluctuaciones indeseadas. Pueden impedir que su moneda se deprecie o aprecie, según se quiera.

La intervención siempre se ha llevado por diversos motivos:

- Los grandes movimientos de capital modifican el tipo de cambio, pudiendo alterar innecesariamente la producción interior.
- De otra forma, en ocasiones el banco central intentará influir en el tipo de cambio para influir en los futuros movimientos comerciales.
- Por último, para el control de la inflación será necesario vigilar que la moneda no se deprecie excesivamente o podría traer una subida de las exportaciones y un encarecimiento de los precios interiores.

Esto hace que sea imposible determinar en que momento las variaciones del tipo de cambio vienen por un cambio de tendencia real o por una simple perturbación que se invertirá dentro de poco.

Aparte, estas intervenciones pueden estar esterilizadas o no, es decir, el banco central puede intervenir en el mercado de divisas vendiendo o comprando su moneda nacional, al mismo tiempo que contrarresta el efecto sobre la oferta monetaria mediante operaciones de mercado abierto. Cuando una intervención se considera esterilizada, quiere decir que el banco central ha actuado al mismo tiempo en el mercado de activos, vendiendo o comprando títulos, para que la variación de la oferta monetaria resulte nula.

Para lograr un adecuado y seguro funcionamiento de las transacciones transnacionales diversos organismos internacionales fueron fundados:

- Fondo Monetario Internacional: Fue planteado en los acuerdos de Bretton Woods con el objetivo de asegurar el tipo de cambio entre las distintas naciones, promoviendo la estabilidad cambiaria y alentando a los gobiernos a quitar las restricciones a las transacciones internacionales. Al finalizar el sistema de Bretton Woods, el FMI intenta promover la cohesión monetaria internacional, aconsejando a los gobiernos sobre las políticas monetarias y apoyando financieramente a los países que lo necesitan. De este modo, tuvo un papel importante como prestamista subsidiario en la crisis del petróleo (1973) o en la pasada crisis del 2007. Además, ayudó en la transición soviética del fin de la URSS de pasar de una economía planificada a una de libre mercado.¹⁴ En 2009 aumentó su potencia financiera a 1 billón de dólares, mediante aportaciones de los distintos países miembros, para reforzar sus mecanismos de crédito. Los préstamos que realiza el FMI pueden ser condicionados o no, dependiendo de los fundamentos sociales, políticos y económicos del país, aunque las principales intervenciones siempre van condicionadas a la imposición de unas reformas estructurales al gobierno al que se le concede. Algunas de las intervenciones más destacadas son la de México (1995), crisis financiera asiática (1997), crisis financiera rusa (1998), Grecia (2010) y Portugal (2011).¹⁵ Por último, señalar que Estados Unidos tiene derecho de veto en materia de decisiones financieras, ya que para llegar a un acuerdo se necesita el 85% de los votos y EEUU cuenta con un 17% de poder de voto.

¹⁴ Página web del Fondo Monetario Internacional, <https://www.imf.org/en/About> [última consulta; marzo de 2017]

¹⁵ Convenio Constitutivo (2017) Fondo Monetario Internacional. Recuperado de: <http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/aa/aa.pdf>

- Banco Mundial: más o menos en línea con el FMI, fundado en 1945, el Banco Mundial tiene por objetivo acabar con la pobreza y desigualdad en el mundo aportando apoyo técnico y financiero a los países en vías de desarrollo. Los préstamos que concede van ligados a la ejecución de políticas de infraestructura, cohesión social, desarrollo de sectores industriales o de políticas gubernamentales, todas orientadas a la liberalización del comercio, eliminación de barreras y fortalecimiento del sector privado.¹⁶
- Banco de Pagos Internacional: Creado en 1930 para gestionar las compensaciones pecuniarias que pudieran surgir a raíz de los tratados de paz, es un banco propiedad de numerosos bancos centrales de todo el mundo. Actualmente fomenta la cooperación financiera y monetaria internacional y sirve de banco para los bancos centrales.
- SWIFT: la Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication, una cooperativa privada fundada en Bruselas en 1973. Bajo la tutela de las leyes belgas y propiedad de las entidades financieras de alrededor del mundo, es una empresa creada para estandarizar una comunicación interbancaria segura, rápida y fiable, agilizando las transacciones y comunicaciones por todo el mundo.¹⁷
- Organización de las Naciones Unidas: Creada a raíz de la segunda guerra mundial, la Carta de las Naciones Unidas, se firmó el 24 de octubre de 1945 con el propósito de garantizar la seguridad, promover la paz y la cooperación entre países. Desde entonces el número de países ha crecido desde los 51 fundadores, hasta los 193 actuales, enmarcando a casi todos los países de globo. Trata de analizar problemas en materia de seguridad internacional, desarrollo económico y social y derechos humanos dando consejos a los gobiernos miembros y promoviendo la comunicación entre estos. Solo el consejo de seguridad es capaz de adoptar decisiones que tienen que acatar los estados miembros, son las famosas resoluciones o sanciones, en las que 5 miembros permanentes tienen derecho a

¹⁶ Manual de préstamos para prestatarios del Banco Mundial (2017), Banco Mundial. Recuperado de: <http://siteresources.worldbank.org/BORROWERPORTAL/Resources/DisbursementHandbookSpanish061107.pdf>

¹⁷ Página web de Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication, <https://www.swift.com/about-us> [Última consulta; 15 de agosto de 2017]

veto (Estados Unidos, Reino Unido, Francia, Rusia y China), aunque las decisiones tengan el número de votos requerido para llevarse a cabo.

En un mundo cada vez más conectado, con más de 500 tratados multilaterales, de los cuales más de doscientos son tratados comerciales entre los distintos países del planeta¹⁸ y nuevas tecnologías de fácil acceso para el público que propician todo el movimiento de la globalización, muchas decisiones llevadas a cabo en países extranjeros pueden afectar al tuyo; ya no basta con mirar que ocurre dentro del país, ahora hay que mirar el planeta.

Así, está demostrado que las variaciones del tipo de cambio cuando cambian las políticas económicas de cada país pueden ser problemáticas o beneficiosas para algunos países. Así, países con gran presencia en el mundo, como por ejemplo Estados Unidos, pueden alterar economías lejanas con tan solo cambiar la política económica dentro del país. Por ejemplo, en el caso de que Estados Unidos quisiera endurecer su política monetaria, subiendo los tipos de interés, atraería nuevo capital extranjero que llevaría al dólar a apreciarse y al resto de divisas a depreciarse. Al apreciarse el dólar, la demanda mundial derivaría al resto del mundo en detrimento de los bienes americanos, bajando así las exportaciones de EEUU y subiendo las del resto de países. Es decir, una política monetaria contractiva del dólar llevaría a un aumento del empleo en el resto de países. Del mismo modo, un país con una demanda internacional de su moneda decreciente hará que su moneda se deprecie, aumentando así las exportaciones y el empleo del país, consiguiendo, finalmente, que se revierta el efecto de depreciación de su moneda. Las propias variaciones del tipo de cambio hacen que, a través de los efectos que produce, haya un efecto expulsión en el valor de la divisa, retornando a su valor normal a largo plazo.

Estos enlaces entre las economías de los distintos países se estrechan cada vez más con la aparición de nuevas tecnologías que permiten una conexión mejor entre las distintas partes del planeta. En definitiva, es importante que exista un buen nivel de cooperación entre los distintos países, que proporcione una sólida estabilidad económica y social a nivel global.

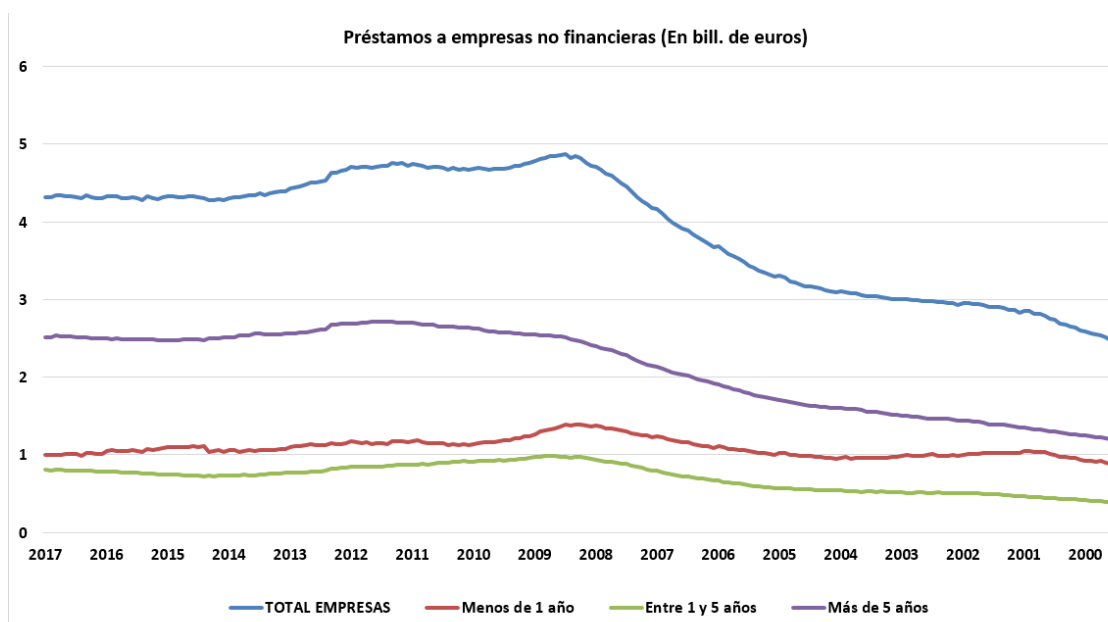
¹⁸ United Nations Treaty Collection, (s.d.), <https://treaties.un.org/> [Última consulta; 29 de Julio]

2.3.2. Banca Actual

Se dice que en los países más desarrollados existe un peso considerable del sector financiero y este, potencia el crecimiento económico cuanto más grande sea. Resulta de gran ayuda para el desarrollo general, mediante una eficaz asignación de los recursos de aquellos que tienen excedentes hacia a aquellos que necesitan más recursos para llevar a cabo sus proyectos.

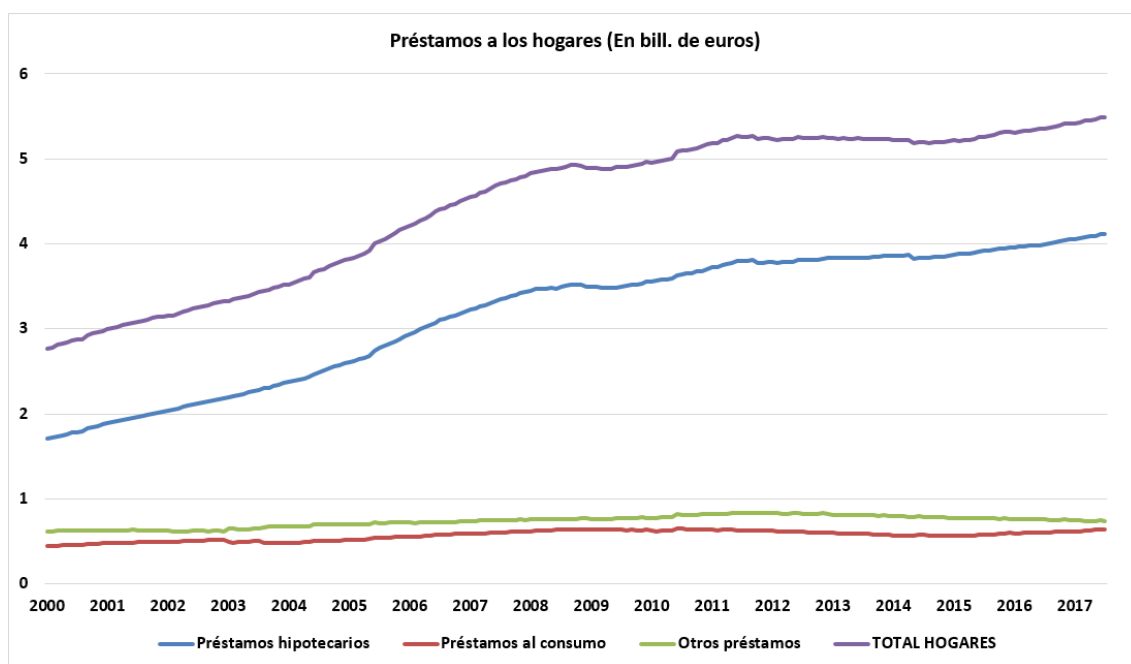
En Europa, el peso del sector financiero es bastante elevado; en 2017, los préstamos concedidos a empresas no-financieras y hogares en la zona euro sumaban un total de 9.75 billones de euros, el 91% del PIB de la zona euro del año 2016. En las siguientes ilustraciones podemos ver de manera más detallada la evolución de estos préstamos y su composición:

Ilustración 5. Préstamos a empresas no financieras en la Zona Euro, en bill. de euros.



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

Ilustración 6. Préstamos a los hogares de la Zona Euro, en bill. de euros.



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

En los gráficos podemos observar que la congelación del crédito que se produce a partir de 2007 relaja la tendencia alcista de los años anteriores. ¿Pero cómo llega a ser tan influyente el sector crediticio y bancario?

Como hemos visto anteriormente, desde la antigüedad algunos bancos hacían negocio con los depósitos otorgados por sus clientes. Esta forma de crear dinero nace de la disponibilidad casi permanente de un cierto stock de depósitos que no era reclamado ni utilizado por nadie, así, ha habido a lo largo de la historia algunos emprendedores que han visto esta cantidad permanente de recursos como una oportunidad para hacer crecer el negocio. La idea era la siguiente; toda esa riqueza infrautilizada podría servir para cubrir aquella demanda donde la hubiera, agilizando el proceso de asignación de recursos y mejorando la eficiencia del sistema productivo.¹⁹ Este procedimiento conlleva un aumento de la masa monetaria, ya que, al prestar parte de un depósito, generas otro nuevo depósito en otra parte, además, corrías un riesgo mayor de no poder hacer frente a tus obligaciones, para evitar esto, muchos bancos siempre han guardado un porcentaje de reserva. Estas reservas o coeficiente de caja, pueden ser voluntarias o impuestas, para la

¹⁹ G. K., Robert y Levine, R., (1993), Finance and Growth: Schumpeter Might be Right. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, No. 3. pp. 717-737.

Zona Euro, el mínimo legal está en el 1% sobre tus obligaciones. Veamos más detenidamente cómo funciona el proceso:

- 1- Se realiza un depósito en el banco A de 1000€.
- 2- Este banco presta a la persona A 990€ ($1000 - 1000 * 0,01$) y guarda como reservas el 1%; 10€.
- 3- La persona A compra un ordenador por 990€ a la persona B, que a su vez, la persona B hace un depósito en el banco A de 990€.
- 4- El banco A, a partir del último depósito vuelve a prestar 980,1€ a la persona A y guarda 9,9€ en las reservas. La persona A genera un nuevo depósito de 980.1€ y el proceso comienza de nuevo.

En ese momento el banco tiene en su activo préstamos por 1970.1€ (990€ + 980.1€) y en el pasivo hay 2970,1€ repartidos en 3 depósitos (1000€, 990€ y 980,1€), la diferencia serían las reservas, en este caso de 1000€ (10€ + 9,9€ + 980.1€). Así, con una cantidad inicial de 1000€, hemos conseguido generar 1970,1€ de dinero ficticio. Este proceso hace que el dinero se pueda multiplicar hasta 100 veces, dependiendo del coeficiente de caja (con un 1%; $1 \text{ entre } 0,01 = 100$). Es decir, de 1000€ de base monetaria podríamos sacar 100000€ de dinero fiduciario.

El dinero fiduciario sigue siendo dinero, todos los depositantes tienen un derecho sobre el banco, pudiendo hacer pagos o reclamar su dinero en su nombre. En el caso de que todos quisiéramos sacar el dinero del banco al mismo tiempo, solo podrían devolvernos una cantidad igual a las reservas que el banco disponga.

La base monetaria es controlada por el banco central; todo el dinero que entra al banco central deja de circular por la economía y todo el dinero que emite se convierte en base monetaria o dinero de alta potencia. Además, los billetes físicos también forman parte de la base monetaria; si mantenemos nuestros bolsillos llenos de efectivo, los bancos tienen menos dinero sobre el que expandir la oferta de dinero y viceversa. A pesar de que parte de la oferta monetaria no depende exclusivamente de las instituciones financieras, estas ostentan mayor capacidad de generar oferta que los billetes.

En 2016, en España, el Producto Interior Bruto alcanzó los 1.113.851 Mill de €. El PIB es el valor de todos los bienes y servicios finales producidos en un determinado periodo y lugar. Para dar algo de dimensión espacial a la banca, conviene tener algún

valor de referencia como el PIB. En ese mismo año, la banca española, a fecha de 31 de diciembre, tenía préstamos concebidos a su clientela y a otras entidades de crédito por valor de 843.995,26 Mill de €, el 75,77% del PIB. Esto no afecta directamente al PIB de ese año, tan solo da una idea de volumen, habría que indagar en el momento en el que fueron concebidos, el plazo de cada crédito, a quien y para qué, para repartir el impacto de tal volumen de créditos sobre el PIB de cada año.

En comparación con la industria alimentaria, con un valor añadido de 19.720.767 miles de € y 353.965 personas ocupadas, la banca obtuvo 78.799.018 miles de € de Margen Bruto con 103.593 empleados, casi 4 veces más con menos de la mitad de personas asalariadas.^{20 21}

En las cuentas nacionales, el peso del valor añadido bruto de los servicios financieros, de seguros y actividades inmobiliarias representaba un 13% sobre el valor del PIB en 2016, superado solo por el sector industrial (16%), servicios de la administración pública (17%) y servicios de comercio, transporte y hostelería (21%).²²

Capítulo 3. Banco central y política monetaria

3.1. Introducción

Ya en 1298 Marco Polo apuntaba en su libro que en la ciudad de Khan-balik el Gran Khan tenía su propia casa de acuñación de monedas con las que ordenaba pagos por toda la provincia que nadie podía rechazar bajo pena de muerte.²³ Tal control monetario le confería un gran poder al Gran Khan, pero no solo él se aprovechó del dominio del

²⁰ Ministerio De Agricultura Y Pesca, Alimentación Y Medio Ambiente (2016) *Informe Anual De La Industria Alimentaria Española Periodo 2014-2015*. Recuperado de:

http://www.mapama.gob.es/es/alimentacion/temas/industria-agroalimentaria/informeannualindustriaalimentaria2014-2015_tcm7-421229.pdf

²¹ Asociación Española de Banca (2016) *Estados financieros individuales 2016*. Recuperado de:

<https://www.aebanca.es/es/EstadosFinancieros/index.htm?pAnio=2017&pMes=03>

²² Instituto Nacional de Estadística, Contabilidad Nacional Trimestral de España. Año base 2010.

Recuperado de:

http://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736164439&menu=resultados&idp=1254735576581

²³ MARCO POLO (1298) *Il milione*, República de Venecia

dinero, a lo largo de la historia banqueros y gobiernos han disfrutado del control monetario.

El debate sobre los bancos centrales todavía no está cerrado. Algunos estudios han puesto de manifiesto algunos de los pros y los contras de un banco central en cuanto se refiere a una serie de requisitos. Los objetivos de estos bancos son los de preservar el buen funcionamiento económico y de los mercados, tratando de ajustar la oferta de dinero de forma adecuada para obtener un crecimiento económico suave y prolongado en el tiempo. Bien es sabido que las decisiones en materia monetaria afectan a la economía; numerosas crisis a lo largo de la historia, como la Gran Depresión, han sido determinantes a la hora de dibujar de que manera la política monetaria influye en la sociedad. Otros estudios sobre la evolución de ciertos bancos centrales a lo largo de su vida muestran más conclusiones sobre cómo debería estipularse un banco central. Por último, la teoría económica nos dice, a través del modelo IS-LM, como alcanzar el equilibrio en el corto plazo a través del tipo de interés.

En resumen, para que un banco central garantice un correcto funcionamiento de los mercados financieros, tiene que reunir al menos las siguientes características:

- Control de precios; la estabilidad en este sentido aporta fluidez y seguridad a los agentes económicos a la hora de tomar decisiones, ya que no se tienen que preocupar de cuánto va a valer su dinero en un futuro. Además, periodos muy inflacionistas o deflacionistas siempre traen consigo inestabilidad económica y social.
- Independencia; para lograr el anterior objetivo es necesario que el banco central sea independiente del gobierno. Este argumento surge durante la primera mitad del siglo XX, cuando los gobiernos solían emitir dinero para financiar sus guerras; la capacidad de creación de dinero del Banco para financiar gastos sin recurrir a la emisión de deuda y sin subir los impuestos era una tentación bastante suculenta para los gobiernos.

3.2. Banco Central Europeo

El hecho de que uno de los objetivos del Tratado de Maastricht y del Tratado de Lisboa sea la estabilidad de precios radica en la seguridad que proporciona esta a las transacciones monetarias, especialmente las que conllevan una relación contractual prolongada en el tiempo. Como ya hemos comentado anteriormente, mantener ese balance de los precios estable hace que todo fluya de manera más consensuada, proporcionando seguridad a las transacciones monetarias y de crédito. En La Política Monetaria Del BCE (2011), podemos encontrar, entre otros argumentos, el siguiente:

“...si la política monetaria logra mantener la estabilidad de precios de una manera creíble, pueden evitarse perturbaciones inflacionarias, así como deflacionarias, que afecten al valor real de los activos nominales. De este modo, una política monetaria que tiene como objetivo preservar la estabilidad de precios contribuye significativamente a mantener la estabilidad financiera.” (p. 61) Banco Central Europeo

Estabilidad requerida por un sector tan grande como el financiero. Los distintos tratados de la Unión Europea no definen exactamente la estabilidad de precios, garantía de toda estabilidad económica. Es el BCE el cual nace a partir de esta premisa y el Consejo de Gobierno definió, en 1998, la estabilidad de precios del BCE: “...se define como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios al Consumo de la zona euro inferior al 2%”

Esta decisión fue fruto de diversos estudios donde se indicaba que, en los periodos de inestabilidad de precios, tanto por periodos muy inflacionistas o deflacionistas, se impedía el correcto desarrollo económico y social. Además, de nuevo la experiencia muestra como algunos bancos centrales, como el de Alemania, habían hecho prosperar el país aplicando un buen control de precios. Parece que todo va encaminado a optimizar las transacciones:

- Las primas de riesgo que se solían imponer en tiempos de incertidumbre de precios se eliminan, permitiendo un mejor transito del crédito.
- Los hogares contemplan un nuevo impuesto oculto; al existir una tasa de inflación, la cantidad de dinero que guardan en efectivo pierde poder adquisitivo a lo largo

del tiempo, forzando a mover ese dinero hacia el consumo, depósitos remunerados o inversiones.

- Los salarios pueden ajustarse de manera más precisa en el tiempo, si los empleadores lo desearan.
- Facilita el pronóstico de escenarios futuros en la economía.

El BCE no puede fijar los precios directamente; a través de las modificaciones del tipo de interés incide en la producción y el empleo, que, a su vez, afecta al nivel de precios. No parece tarea fácil, pero el BCE posee una compleja estructura de análisis económico y monetario que estudia cada factor que afecta a la estabilidad de precios.

Pero, ¿cómo se mide esa estabilidad de precios? El índice armonizado de precios al consumo (de ahora en adelante IAPC) es elaborado cada mes por el EUROSTAT²⁴ y utilizado por el Consejo de Gobierno del BCE para la determinación de su política monetaria. Este índice recoge una amplia gama de gastos de consumo habituales del público.

Se ha armonizado en todos los países de la zona euro, pero presenta ciertas imperfecciones en la medición del nivel de precios. En varios estudios económicos se señala que no se consumen los mismos productos en un país que otro, este hecho radica principalmente en la cultura, hábitos o clima, que son muy variados a lo largo del continente europeo. Resulta difícil agregar cada índice bajo uno solo cuando tienes que sustituir productos entre las distintas cestas o valorar las variaciones de consumo que hay de un país a otro sobre el mismo producto.

¿Qué productos y servicios están cubiertos? Prácticamente todos los productos y servicios de consumo que se han transmitido bajo transacciones monetarias. Esto incluye productos del día a día como comida, periódicos o gasolina, productos duraderos como ropa, ordenadores o lavavajillas, y servicios tales como la peluquería, seguros o alquileres. Solo aquellos gastos realizados directamente por los consumidores son incluidos en el IAPC. Esto quiere decir que, por ejemplo, aunque aumenten los costes universitarios o sanitarios, el IAPC solo tendrá en cuenta lo que el estudiante o el paciente

²⁴ Situado en Luxemburgo, el EUROSTAT es el centro de estadística de la Unión Europea. Su misión es proveer los datos estadísticos más precisos de Europa, desde la base de unos valores del más alto nivel ético y profesional.

paga finalmente por ese servicio. De la misma manera, productos y servicios producidos para consumo propio no son contemplados.

El IAPC cubre todos los gastos de consumo realizados por los agentes domésticos dentro de un país, incluyendo residentes y no residentes. El consumo doméstico realizado tanto por nacionales como extranjeros en cualquier parte del territorio dentro de un país.

En la práctica, los precios no pueden ser medidos para los millones de distintos productos y servicios disponibles en la eurozona. Cada oficina nacional de estadística es responsable de definir la cesta de productos que represente de la manera más precisa el precio de cada categoría de producto, por lo que los tipos de producto variarán de un país a otro, reflejando los hábitos de consumo habituales. La cesta se actualiza anualmente dependiendo de que productos han conseguido consolidar un consumo significativo. Además, en la valoración del índice también se tienen en cuenta los impuestos que afectan al precio de los productos tales como el IVA o impuestos especiales como el del alcohol o el tabaco.

El peso de los productos en la cesta a la hora de realizar el índice se determina por medio de encuestas a los consumidores sobre su cesta diaria o bien por datos recabados por las agencias tributarias, como a través del IVA u otros impuestos sobre las transacciones. Las naciones están obligadas a modificar el peso relativo de los productos dentro de una cesta cada siete años, pero la mayoría de ellos lo hace anualmente.

El IAPC se compone del conjunto de índices de cada país, aportando cada uno un determinado peso en función del porcentaje que aporten al consumo total de los países integrantes del euro.

Por último, este índice presenta ciertos ajustes realizados por cada una de las oficinas nacionales de estadística con el fin de eliminar las variaciones debidas a efectos estacionales o por el desarrollo tecnológico. Los ajustes que realizan los centros estadísticos son los siguientes:

- Ajustes estacionales; muchos precios de ciertos productos y servicios varían de manera estacional. Por ejemplo, en España, los precios relacionados con el

turismo alcanzan su punto cúspide en agosto. O bien, los precios decrecen en enero si se comparan con los del mes anterior. Con el objetivo de mitigar este efecto sobre los precios a la hora de hacer el cálculo del IAPC ese mes, el BCE recopila datos sobre esas variaciones estacionales para ajustar el índice el mismo día que el EUROSTAT publica los datos sobre el IAPC.

- Ajustes por mejora tecnológica o cualidad; cuando las características de un producto varían, los precios observados son ajustados. Cambios en el empaquetado o cualquier mejora eficiente son valorados y cuantificados para luego restarlos al incremento del precio del producto. Por ejemplo, nuevos modelos de coche salen al mercado, incluyendo aquellos que ahora ofrecen características tales como aire acondicionado, navegación por satélite, ABS y sucesivo, como modelo básico y no como extras que puedes elegir. Los precios observados son ajustados por las agencias nacionales de estadística basándose en juicios de expertos, técnicas de regresión y por medio de la comparación con aquellos productos similares que están disponibles pero que no han variado cualitativamente.

Cabe recordar que no todos los productos sufren el mismo cambio estacional; mientras que el precio de la mantequilla se mantiene estable, el precio de los coches, ordenadores, móviles o servicios turísticos, entre otros, sufren importantes cambios a lo largo del año.²⁵

El papel que juegan los agentes responsables de medir estas variaciones en los precios es crucial.

3.2.1. La organización del BCE

Sobre la base del control de precios se funda el BCE en 1998, en línea con los fundamentos del Bundesbank, banco central de Alemania, que durante más de 20 años se

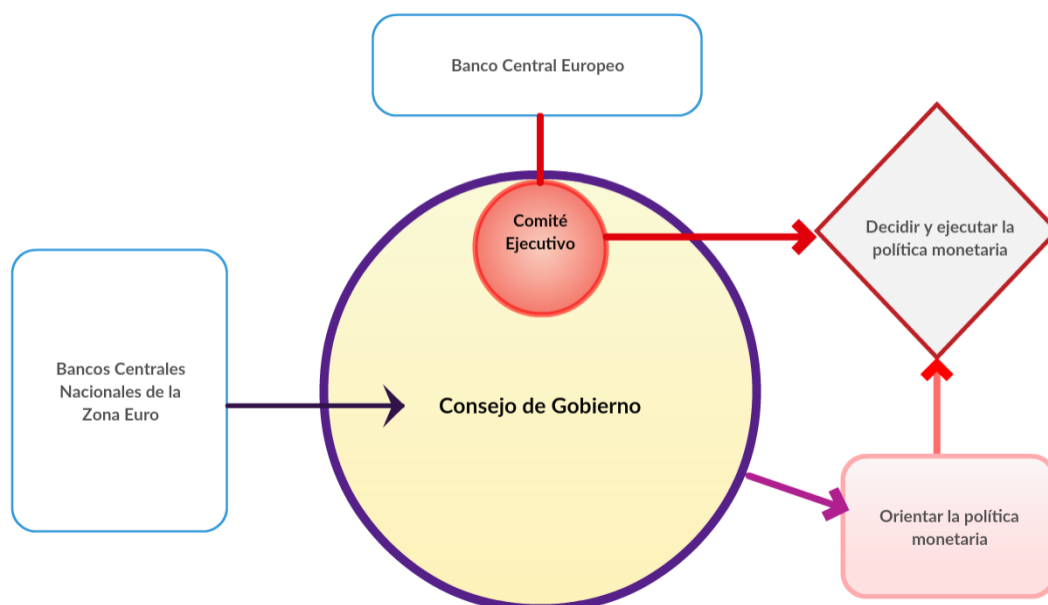
²⁵ *HICP methodology* (s.d.). Recuperado de la página web de EUROSTAT: [http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Glossary:Harmonised_index_of_consumer_prices_\(HICP\)](http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Glossary:Harmonised_index_of_consumer_prices_(HICP))

había ganado el respeto de la opinión pública alemana e internacional, al ver sus buenos resultados respecto a la inflación siendo una institución independiente del gobierno.

El sistema monetario del Euro está organizado de la siguiente manera; Todos los bancos centrales nacionales de la zona euro actuarán en base a las orientaciones e instrucciones del BCE. Podrán ejercer otras funciones bajo su propia responsabilidad, sin embargo, el Consejo de Gobierno puede vetar esas acciones, por mayoría de dos tercios de los votos emitidos, si considera que intervienen en los objetivos y tareas del BCE. Cada banco central nacional se regirá conforme a las leyes de su país, siempre y cuando estén en la línea del BCE y la normativa europea. Todas las decisiones y la estructura monetaria se centralizan en el BCE, de esta manera, los órganos rectores de la voz cantante se componen de la siguiente forma:

- Comité Ejecutivo; compuesto por el presidente, el vicepresidente y otros cuatro miembros, serán nombrados por mayoría cualificada en el consejo europeo, con recomendaciones del Consejo de Gobierno y previa consulta al parlamento europeo, de entre las personalidades de reconocido prestigio y experiencia profesional en asuntos bancarios y monetarios. Su mandato tendrá una duración de 8 años (prolongado para evitar posibles influencias políticas) y no será renovable. Si un miembro del Comité Ejecutivo dejara de reunir los requisitos exigidos para desempeñar sus funciones o si en su conducta se observara una falta grave, el Tribunal de Justicia podrá separarlo de su cargo a petición del Consejo de Gobierno o del Comité Ejecutivo.
- Consejo de Gobierno; formado por los gobernadores de los bancos centrales nacionales de los estados miembros de la zona euro y los miembros del Comité Ejecutivo. La representación en los bancos centrales nacionales también es importante; su mandato no podrá ser inferior a 5 años y los estatutos de cada banco central deberán ser compatibles con la legislación europea. Las reuniones del consejo de gobierno, que como mínimo tendrán que ser 10 veces al año, serán de carácter confidencial a menos que decidan publicar sus acuerdos.

Ilustración 7. Organigrama del Sistema Europeo de Bancos Centrales.



Fuente: Elaboración propia

Entonces, por un lado, tenemos el Consejo de Gobierno, que se encargará de adoptar las decisiones y orientaciones de la política monetaria, como el tipo de interés, los objetivos intermedios del BCE, suministro de reservas, etc. Todo, eso sí, bajo el fin último de controlar la inflación. Por otra parte, el Comité Ejecutivo, responsable de la actividad del BCE, será el encargado de ejecutar esa política monetaria, conforme a lo acordado en las reuniones del Consejo de Gobierno, mediante los instrumentos que explicaremos más adelante e impartiendo instrucciones a los Bancos Centrales de cada país.

Así pues, tenemos a cada país integrante de la moneda representados por sus Bancos Centrales en el Consejo de Gobierno, donde se deciden las orientaciones de la política monetaria bajo el margen del control de precios y en cual también están presentes los miembros del Comité Ejecutivo. En las reuniones del consejo, que serán de carácter confidencial a menos que se decida lo contrario, el quorum necesario para llegar a un acuerdo entre todos los mandatarios de los Bancos Centrales y el BCE será de dos tercios de sus miembros con derecho a voto, de entre los cuales también figuraran los votos de los 6 miembros del Comité Ejecutivo. Si no se llega a un acuerdo, el presidente puede convocar una nueva reunión donde se podrán adoptar decisiones independientemente del

quorum mencionado.²⁶ En las votaciones del Consejo de Gobierno se respetaba el principio de un miembro, un voto. No obstante, en cuanto la zona del euro contara con más de dieciocho Estados, sería necesario introducir un nuevo sistema de participación en el cual el derecho a voto fuera rotando, como es el caso desde el 1 de enero de 2015 con la incorporación de Lituania.

En la página web del Parlamento Europeo lo explican de la siguiente manera:

“El propósito de la rotación es garantizar la eficacia del sistema de toma de decisiones del BCE incluso con un mayor número de participantes. Los gobernadores de los países de la zona del euro que ocupan las cinco primeras posiciones según el tamaño de sus economías y de sus sectores financieros (en estos momentos, Alemania, Francia, Italia, España y los Países Bajos) disponen de cuatro votos. Los demás (actualmente, catorce) disponen de once. Para ejercer sus derechos de voto, los gobernadores se turnan siguiendo una rotación mensual. Los miembros del Comité Ejecutivo del BCE tienen derechos permanentes de voto.” (Recuperado de; http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/es/displayFtu.html?ftuId=FTU_4.1.3.html) [Última consulta; 10/08/2017]

Para asegurar el objetivo del BCE, la inflación, la organización de esta institución es clave. Las distintas responsabilidades y funciones tienen que asegurar unas buenas condiciones de independencia respecto al gobierno o cualquier institución que pudiera ejercer una influencia en las decisiones del banco central. Por otra parte, tiene que servir al interés del conjunto de países integrantes de la Unión Económica Monetaria. La evidencia empírica ha puesto de manifiesto que, a mayor independencia del banco central, mejores resultados en cuanto a la estabilidad de precios se refieren.²⁷

Teniendo en cuenta que el Consejo de Gobierno no puede alejarse mucho de su objetivo inflacionista y que los miembros del Comité Ejecutivo, responsables de dirigir las acciones del BCE, tienen una fuerza significativa dentro de las decisiones de este, es

²⁶ BCE (2012) Protocolo (nº4) Sobre Los Estatutos Del Sistema Europeo De Bancos Centrales Y Del Banco Central Europeo. (C 326/230). Recuperado de: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_32620121026es_protocol_4.pdf

²⁷ GONZÁLEZ IBÁN, R., AHIJADO QUINTILLÁN, M. (1999) *El Banco Central Europeo y la política monetaria común; el banco que gobernará Europa*. Madrid

de esperar que los miembros de dicho comité estén cubiertos con una gran cantidad de mecanismos de salvaguarda, que eviten la corrupción de estos últimos. De este modo, el BCE dispone de ciertos códigos de conducta (*ECB Staff Rules*) al que están suscritos, no solo los miembros del comité, sino todos los componentes de los órganos rectores del BCE y sus empleados. Entre sus normas podemos encontrar artículos muy específicos del más alto nivel ético y profesional; de cómo/cuando aceptar regalos, prohibiciones al uso de la información para beneficio propio, confidencialidad, prohibiciones al staff sobre la compra de activos financieros, etc.²⁸ Además, tanto el Consejo de Gobierno como el Comité Ejecutivo disponen de un asesor en asuntos de ética profesional, nombrados por los propios miembros de los órganos rectores del BCE.²⁹

En el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (2007) quedan reflejados una serie de artículos en relación con la independencia institucional del BCE y el SEBC. Así, el artículo 123 prohíbe;

“Queda prohibida la autorización de descubiertos o la concesión de cualquier otro tipo de créditos por el Banco Central Europeo y por los bancos centrales de los Estados miembros, denominados en lo sucesivo «bancos centrales nacionales», en favor de instituciones, órganos u organismos de la Unión, Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de los Estados miembros, así como la adquisición directa a los mismos de instrumentos de deuda por el Banco Central Europeo o los bancos centrales nacionales.”

Sin embargo, el Tratado de Maastricht no contempla restricción alguna sobre los depósitos de los gobiernos integrantes en sus respectivos bancos centrales o en el BCE. Este apunte es importante, ya que los movimientos y volúmenes de depósitos pueden afectar a la consecución de la política monetaria y, por lo tanto, a su independencia. Esto principalmente se debe por tres motivos; Los bancos centrales pueden actuar como agentes fiscales de sus gobiernos; tienen mayor experiencia en el funcionamiento de los mercados financieros y monetarios; su labor se debe exclusivamente al control de la estabilidad económica y de precios, es decir, no persiguen ningún objetivo lucrativo o de

²⁸ BCE (2001) Código De Conducta Del Banco Central Europeo, elaborado de conformidad con el apartado 3 del artículo 11 del Reglamento interno del Banco Central Europeo (2001/C 76/11).

Recuperado de: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_07620010308es00120015.pdf

²⁹BCE (2006) HANSPETER K. SCHELLER. *El Banco Central Europeo Historia, Misión Y Funciones*.

otra índole. En los artículos 124 y 130 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, se da cierta importancia a las relaciones del BCE con los gobiernos integrantes e instituciones financieras, prohibiendo solicitar o recibir instrucciones por parte de estos, o cualquier medida que no se base en consideraciones prudenciales que establezca un acceso privilegiado a las entidades financieras para las instituciones públicas de la unión.

En 2012, los integrantes de la Unión Europea decidieron impulsar la creación de un supervisor bancario único con el objetivo de proporcionar una base sólida de confianza entre el sistema financiero, la deuda pública y el mercado.

Un año más tarde, se aprobó por el Consejo de la Unión Europea la creación del Mecanismo Único de Supervisión. El MUS se define como un sistema de vigilancia de las entidades financieras, dirigido por el Banco Central Europeo, con la ayuda de las autoridades nacionales competentes, como es el caso del Banco de España, y de aquellos que quisieran participar, estando obligadas aquellas entidades nacionales competentes integrantes de la zona euro. Cada autoridad nacional integrante del MUS tendrá asignadas aquellas entidades financieras menos significativas en cuanto a nivel de activos y el BCE tendrá la responsabilidad de supervisar aquellas más significativas de la eurozona, 122 entidades que representan el 82% de los activos bancarios de la zona euro.

En noviembre de 2014 empieza a operar libremente, cuando el BCE asume el cargo de todas sus funciones. Según el Banco de España (2016); “el establecimiento del MUS constituye el primer paso hacia la creación de una «unión bancaria»”, unión que quedaría culminada con el Mecanismo Único de Resolución, en enero de 2015, y un sistema de garantías de depósitos europeo. Siguiendo con esto último, en noviembre de 2015 la Comisión Europea presentó una propuesta de creación de un esquema armonizado de garantía de depósitos a nivel europeo, el cual podría dar mayor confianza al sector bancario por parte del público, además, en enero de 2014 entró en vigor un nuevo marco de requerimientos de capital que limita los requisitos de fondos propios de las entidades financieras.³⁰ El propósito de estas medidas es tener una salvaguarda ante las pequeñas crisis o los ajustes producidos en sectores muy concretos, pero con capacidad de llegar a afectar a muchos otros, principalmente a través del sector financiero. Las soluciones tienden a ser preventivas, configurando una serie de herramientas de supervisión, como

³⁰ Reglamento No 468/2014 del Banco Central Europeo, de 16 de abril de 2014.

los test de stress o la supervisión de activos, y herramientas de actuación, como la de fijar nuevos requisitos mínimos de capital o fijación del riesgo.³¹

Este mecanismo, que establece unos protocolos claros de actuación ante posibles suspensiones de pagos, ha resultado eficaz para la venta del Banco Popular en junio de 2017,³² pero no fue capaz de evitar (ni de prever) la inminente quiebra del banco.

Por último, la gestión financiera del BCE es sometida a un examen minucioso por parte de auditores externos independientes, la designación de dichos auditores se hace sobre la base de una recomendación del Consejo de Gobierno y necesita la aprobación del Consejo de la UE. Además de la auditoría, la gestión financiera también es controlada por el Tribunal de Cuentas Europeo. Los actos o las omisiones del BCE, en el ejercicio de sus funciones, estarán sujetos a la revisión y a la interpretación del Tribunal de Justicia de la Unión Europea.

3.3. Análisis/explicación de las herramientas y mecanismos de la política monetaria

En este capítulo resolveremos de que manera interactúa el BCE entre los distintos agentes financieros para llevar a cabo su política monetaria. Empezaremos dando una breve definición de dinero, haremos la distinción entre las distintas clases de dineros y activos líquidos, expondremos como responde la oferta monetaria agregada a las emisiones nuevas de euros y, por último, comentaremos las políticas del BCE en los últimos años.

³¹ Comité Europeo de las Regiones. (2017) El Sistema Europeo de Garantía de Depósitos. Dictamen 2017/C 088/15. Recuperado de: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52016IR1602&from=ES>

³² El acuerdo se cerró en menos de 24h desde que la dirección del popular decidió tirar la toalla tras las constantes fugas de depósitos de los últimos 15 días: GARCÍA-ABADILLO, C. (2017), *El Independiente*. El Popular fue declarado “insolvente” por Videoconferencia. Recuperado de: <https://www.elindependiente.com/opinion/2017/07/02/el-popular-fue-declarado-insolvente-por-videoconferencia/>

3.3.1. Definición de dinero

Generalmente es aceptado que el dinero cumple una serie de necesidades que hace que este sea demandado por los agentes. Los motivos por los que existe esa demanda de dinero son 3:

- Transacción; los agentes económicos necesitan dinero para el desempeño de sus labores comerciales. La gente demanda una cantidad de dinero en stock para salvaguardar las futuras transacciones.
- Precaución; para contingencias imprevistas.
- Especulación; este último estará relacionado con el ahorro y el tipo de interés. Se puede dar el caso en el que los agentes económicos tiendan a acumular dinero ya sea porque esperan llegar a una cierta cantidad para poder invertirlo o porque esperan que el tipo de interés vaya a subir.

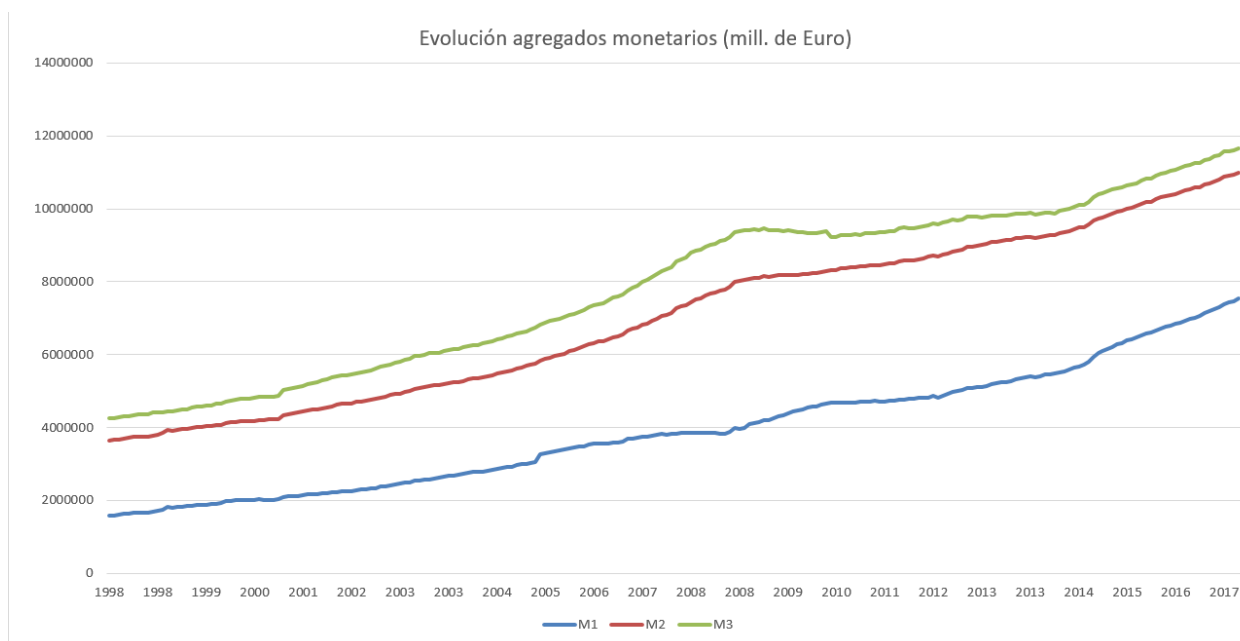
A grandes rasgos, la demanda de dinero depende de la renta y el tipo de interés.

Por otro lado, la oferta monetaria, controlada por el BCE, incluye el dinero líquido o efectivo (billetes y monedas en circulación) y el dinero bancario. Se mide a partir de los siguientes agregados monetarios:

- M1; también llamado como oferta monetaria en sentido estricto, y está formado por el efectivo en circulación más los depósitos a la vista y los depósitos *overnight*. En suma, efectivo.
- M2; también llamada oferta monetaria en sentido amplio, y está formado por M1 y los depósitos de ahorro de hasta los 2 años de plazo o aquellos en los que se pueda sacar el depósito con preaviso al banco de hasta 3 meses.
- M3; que incluye adicionalmente M2, más los instrumentos del patrimonio o activos comercializables con un alto grado de liquidez y precio conocido, como, por ejemplo, los pactos de recompra (repos), participaciones en fondos de inversión o títulos de deuda con un plazo de hasta 2 años.

Esta es la evolución de los agregados monetarios para la zona euro (en millones de euro):

Ilustración 8. Evolución de los agregados monetarios en la Zona Euro.

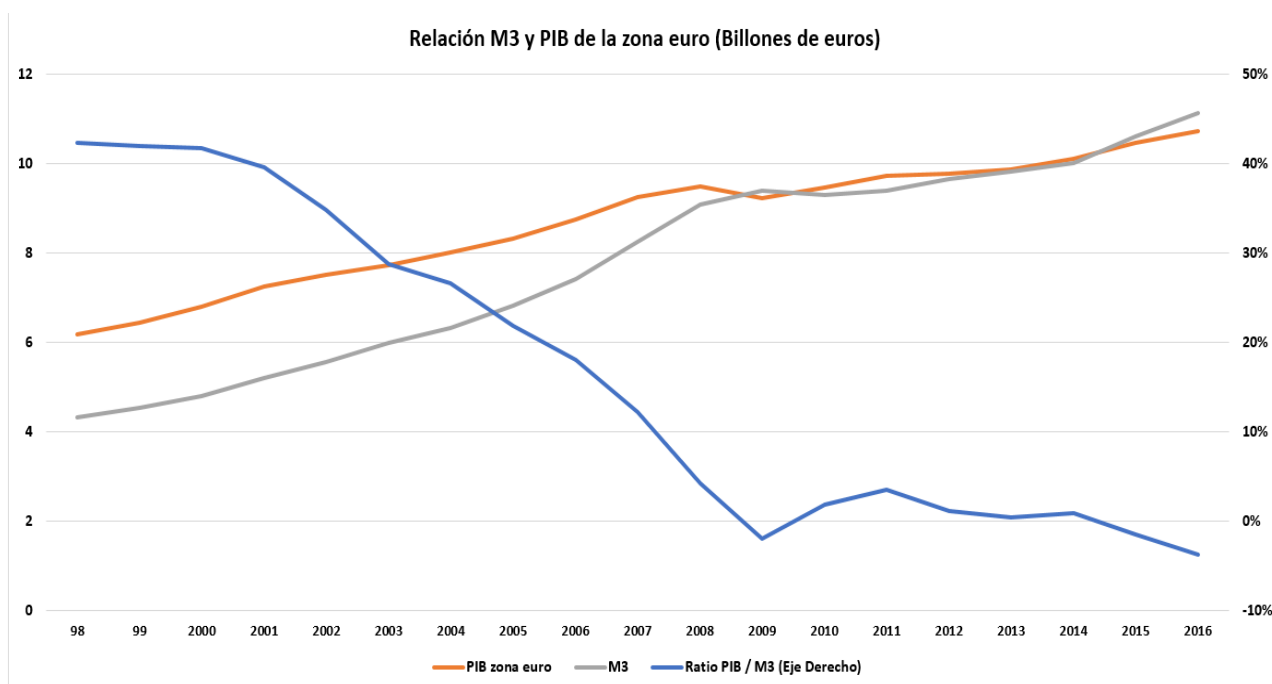


Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central Europeo

Ya casi rozamos los 12 billones de euros de oferta monetaria en 2017. En 2016, el PIB de la zona euro ascendió a 10,7 billones de euros. El hecho de que la oferta monetaria supere al PIB se empezó a dar a raíz de la crisis, antes de esta, el valor de la oferta monetaria se situaba desde un 40% sobre el PIB, hasta un 12% antes del inicio. También resaltar en el gráfico como en épocas de bonanza económica los agregados tienden a distanciarse entre si y en tiempos de crisis se concentran, en especial la M3, a causa de una corrección en el precio de los activos que contempla.

En el siguiente gráfico relacionamos el PIB de la zona euro con el valor de la oferta monetaria M3. La gran desconfianza de los mercados estrangulo la velocidad de circulación del dinero, haciendo que ambos agregados quedasen muy próximos entre si:

Ilustración 9. Relación M3 y PIB de la Zona Euro, precios corrientes. (Billones de euros)



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

El ratio PIB/M3 se define como el número de veces que la cantidad de dinero da vueltas al año para financiar el flujo anual de renta. Quedaría de la siguiente forma:

$$v = \frac{Y * P}{M} \quad (1)$$

Siendo v la velocidad de circulación de dinero, $Y * P$ sería el PIB a precios corrientes y M la cantidad total de saldos nominales.

La velocidad de circulación del dinero puede ser un indicativo de la confianza que tienen los mercados; a mayor confianza, mayor número de transacciones entre los distintos agentes. Por consiguiente, con la misma cantidad de oferta monetaria, el PIB puede ser mayor o menor dependiendo de la velocidad a la que circule esta.

La oferta monetaria está formada en su mayor parte por los billetes impresos, los distintos depósitos bancarios (a la vista o a plazo) en los bancos y algunos activos que, por sus características, tienen un alto grado de liquidez. No está respaldado íntegramente por dinero tangible o real, sino tan sólo una parte, esto se debe al negocio bancario, que utiliza los depósitos de sus clientes para hacer sus inversiones, guardando un coeficiente

de reserva, que es lo que se denomina reservas bancarias. Por tanto, si en el mismo momento del tiempo todos los depositantes reclamaran su dinero, no sería posible, puesto que dicha cantidad de dinero “físico” no existe en la realidad. Se considera dinero por la confianza de que tienen los agentes de convertirlos en dinero en cualquier momento, es decir, aunque no exista la totalidad del dinero depositado, sigue siendo una cantidad de la que pueden disponer los agentes económicos para sus transacciones. Ese coeficiente de reserva obligatorio de los bancos fue reducido al 1% el 18 de enero de 2012 en la Eurozona. Bastantes seguras han de ser las inversiones de los bancos para que no se produzca una corrección repentina de sus activos, como pasó en 2007, y, por consiguiente, que no puedan hacer frente a sus obligaciones.

De una manera más heurística, la oferta monetaria se definiría como sigue:

$$OM = Lm + D \quad (2)$$

Donde Lm es el efectivo (billetes y monedas) en manos del público y D son los depósitos bancarios. Como bien se ha explicado en el apartado 2.3.2, los depósitos bancarios estarían constituidos por todos esos apuntes contables frutos de la expansión crediticia. El único dinero real sería aquel que correspondiera al emitido por el BCE, que es quien controla la base monetaria, a partir de la cual nuevo dinero puede ser generado a través del sistema financiero. La base monetaria está formada por el efectivo impreso y las reservas bancarias.

Las reservas bancarias se mantienen por dos motivos:

- Las mantiene el banco por propia iniciativa para asegurar cierta liquidez ante sus clientes.
- Lo exige una autoridad competente para mantener a salvo el riesgo de una bancarrota que pueda afectar a la economía y para fines de control monetario, ya que al modificar el coeficiente legal de caja la oferta monetaria cambia en función de si los bancos tienen más dinero para prestar o menos.

Estas reservas se denominan como efectivo en caja de los bancos y necesitan cubrir el 1% mínimo legal del total de depósitos a la vista para la Zona Euro, las cuales habrán de depositarse en el BCE.

La base monetaria es el dinero a partir del cual se genera todo el dinero de la economía, es decir, la oferta monetaria. Por tanto, está constituida por el dinero efectivo (billetes y monedas) que está en manos de público (familias y empresas) y las reservas bancarias, que, o bien vienen determinadas mínimamente por el Banco Central a partir del coeficiente legal de caja, o bien son las que el propio banco determina.

Resumiendo, la base monetaria queda definida entonces como:

$$BM = Lm + RB \quad (3)$$

Donde Lm es el efectivo en manos del público y RB son las reservas bancarias (las legales y las que mantienen los bancos de forma voluntaria para asegurar la liquidez de los clientes).

La base monetaria es controlada por el banco central ya sea modificando la cantidad de efectivo en circulación (Lm) o modificando las reservas mínimas legales. De la relación entre la base monetaria y la oferta monetaria extraemos el multiplicador del dinero, que es la capacidad de creación de dinero de los bancos.

Si

$$OM = Lm + D \quad (4)$$

$$BM = Lm + RB \quad (5)$$

Entonces,

$$\frac{OM}{BM} = \frac{Lm + D}{Lm + RB} \quad (6)$$

A continuación, para desvelar el multiplicador bancario dividimos el anterior cociente por el total de depósitos de la economía:

$$\frac{OM}{BM} = \frac{\left(\frac{Lm}{D}\right) + \left(\frac{D}{D}\right)}{\left(\frac{Lm}{D}\right) + \left(\frac{RB}{D}\right)} \quad (7)$$

Donde Lm/D es la proporción de efectivo disponible respecto al total de depósitos. Se le denomina coeficiente de efectivo y a partir de ahora lo representaremos por la letra “e”.

RB/D representa la proporción de los depósitos bancarios que los bancos comerciales mantienen en forma de reservas bancarias (legales y voluntarias). A partir de ahora lo representaremos como “r”, y su valor dependerá mayoritariamente del valor del coeficiente legal de caja que dicte el Banco Central. Simplificando los términos obtenemos:

$$OM = BM \frac{e + 1}{e + r} \quad (8)$$

Tenemos, por tanto, el multiplicador monetario:

$$\frac{e + 1}{e + r} \quad (9)$$

Que representa las veces que se multiplica la base monetaria.

Si el coeficiente de efectivo (e) aumenta, significará que los agentes económicos mantienen más dinero en forma de efectivo, por lo que, al haber menos depósitos en el sistema bancario, los bancos podrán prestar menos dinero, reduciéndose así la capacidad de creación de dinero bancario.

Si aumentan las reservas bancarias (r), bien porque haya aumentado el coeficiente legal de caja o bien porque decidan mantener más dinero en efectivo en sus cajas, ello implica de nuevo que podrán prestar menos dinero y por tanto se generará menos dinero bancario en la economía, reduciéndose así la oferta monetaria.

Por el contrario, si el coeficiente de efectivo o el coeficiente de reservas disminuyen, el efecto será el contrario y los bancos tendrán más capacidad de generar dinero.

3.3.2. Desarrollo de la política monetaria

Ahora que ya sabemos cómo se estructura el dinero, pasamos a explicar las diferentes herramientas de control monetario del BCE.

La política monetaria puede ser expansiva o contractiva. Si se quiere aumentar la producción no hay más que emitir más dinero, bajando los tipos de interés y aumentando la inversión que afecta directamente al PIB, lo que se llama una política monetaria expansiva. Por otro lado, las políticas monetarias contractivas consisten en recaudar el dinero que hay en circulación (por parte del BCE) y quitarlo del juego. Esto se hace a través de la emisión de bonos o deuda y para que resulte efectivo el BCE tiene que poner un tipo de interés más alto para colocar en el mercado los bonos que se quieran, al aumentar los tipos de interés, baja la inversión, ya que el crédito fluirá hacia los intereses asegurados del BCE y, por consiguiente, la producción se ve disminuida. Cuanto menor sea el precio del bono a emitir, mayor será el tipo de interés y a la inversa.

Los instrumentos de los que se sirve el BCE son las operaciones de mercado abierto, modificación del tipo de interés de referencia y modificación del coeficiente de reserva bancaria.

Las operaciones de mercado abierto consisten en la compra o venta de activos financieros (bonos) por parte del Banco Central a los bancos comerciales. Se distinguen cuatro clases de operaciones; principales de financiación (la más común), financiación a largo plazo, de ajuste y estructurales. Todas ellas encaminadas a controlar la cantidad de dinero en circulación y se resumen en compra de activos o venta de activos:

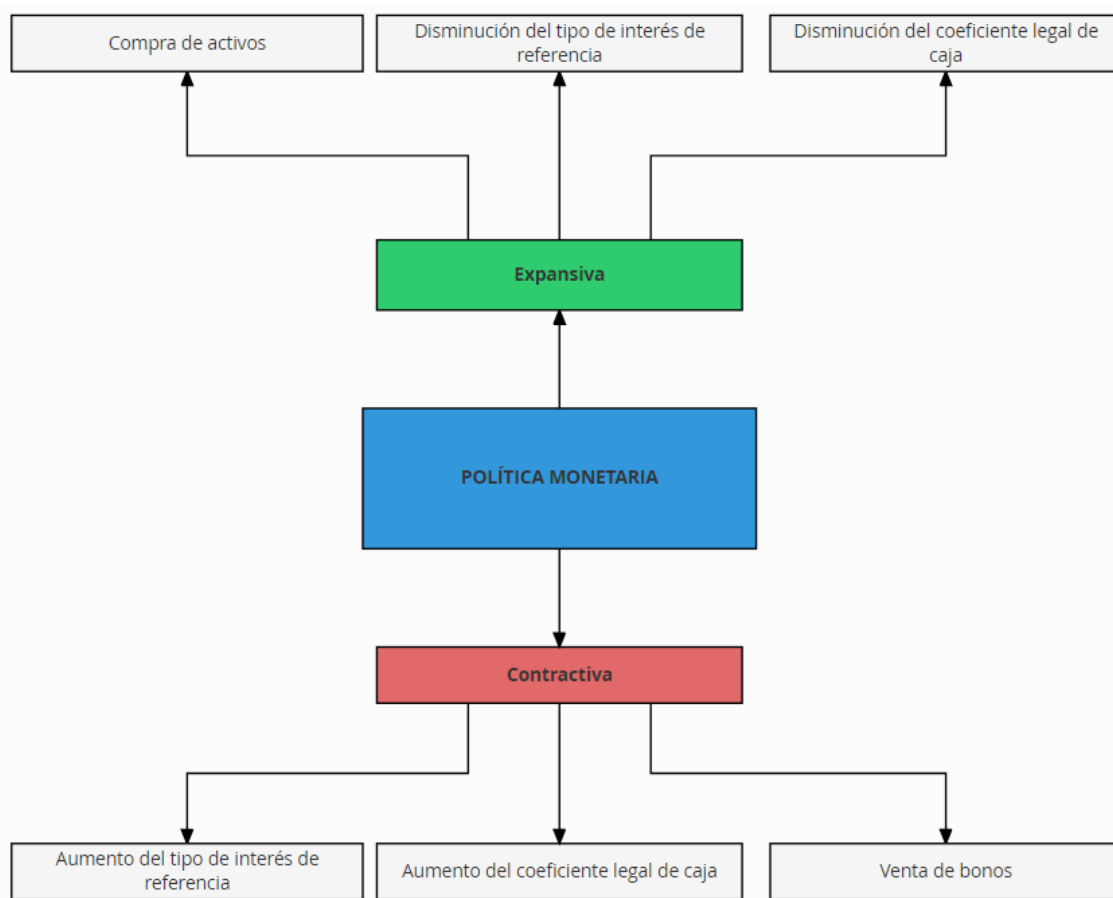
- En la compra de bonos, el BCE inyecta dinero en la economía a cambio de activos, generalmente bonos. Se considera un préstamo para los bancos, que tienen que pagar un cierto tipo de interés, que se corresponderá con el tipo de interés de referencia. Esto aumenta los activos del banco central de dos formas distintas; a través de los bonos que compra y de los depósitos de los bancos comerciales que, a causa de la reserva legal, aumentan. Las operaciones principales de financiación son las más importantes y se realizan semanalmente. Estas operaciones están encaminadas a expandir la producción.

- En la venta de bonos, se produce el efecto contrario, el BCE retira dinero de la economía vendiendo bonos con un interés atractivo, haciendo que el dinero fluya en la dirección del banco central, con la consecuente disminución productiva del activo de inversión y de la producción.

La modificación del tipo de interés de referencia es otro de los instrumentos del BCE. Estas modificaciones se materializan en las operaciones de financiación comentadas anteriormente. Viene determinado por la diferencia entre el precio del bono en el momento de la emisión y el pago del cupón en periodos posteriores. Cuando el BCE quiere disminuir el tipo de referencia, la cantidad prestada a los bancos aumenta en las operaciones de financiación. Por otra parte, recortar ese flujo de crédito a las entidades eleva el tipo de interés de referencia. La modificación del EURIBOR es importante, ya que este es el tipo al que se financian los bancos entre si, aunque después del escándalo de las hipotecas subprime, los bancos no se fían de las garantías del negocio interbancario, dejando el mercado prácticamente muerto.

Por último, la modificación del coeficiente legal de reserva es otro de los instrumentos que posee el BCE, aunque en la realidad este coeficiente rara vez se ve alterado. Dependiendo de si lo aumenta o disminuye el coeficiente de caja, la base monetaria disminuirá o aumentará respectivamente. A raíz de la crisis, el BCE rebajo el tipo de coeficiente de caja del 2% al 1%.

Ilustración 10. Las dos caras de la política monetaria.



Fuente: Elaboración propia.

Como podemos ver en la Ilustración 8. Evolución de los agregados monetarios, la política del BCE en los últimos años ha sido expansiva, pero ¿ha resultado tan eficaz como se esperaba? ¿Qué cosas han cambiado?

En la propia web del BCE se puede encontrar, los cambios acontecidos en la política monetaria, agotando las modificaciones del tipo de interés o la modificación de las reservas de liquidez, conocidas como acciones de política monetaria convencional, y pasando a utilizar medidas monetarias no convencionales.³³

La política monetaria no convencional dentro del BCE se compone de las siguientes acciones:

³³ Página web del Banco Central Europeo. <https://www.ecb.europa.eu/explainers/topic/non-standard-measures/html/index.es.html> [Última consulta; 12 de agosto de 2017]

- Forward Guidance: Trata de influir en las expectativas racionales de los mercados a través de los comunicados de los principales portavoces, en este caso Mario Draghi, para indicar con antelación el camino que tomará el banco central en su política monetaria.
- Quantitative Easing o Expansión Cuantitativa: se trata de crear dinero para comprar activos privados o públicos (bonos, por ejemplo). Aumenta, por tanto, el balance del BCE. La expansión cuantitativa trata de comprar activos sin modificar la calidad del total de activos en balance. Por ejemplo, en el último programa del BCE de este tipo, el Public Sector Purchase Programme (PSPP), tiene por objetivo la compra de deuda pública y privada, centrada en letras del tesoro, bonos con cobertura y activos financieros avalados por otros activos, por un importe total de 60000 millones de euros al mes desde marzo de 2015 hasta septiembre de 2016. Los 1,1 billones de euros emitidos, equivalentes al PIB español en un año, tendrá el riesgo repartido de la siguiente forma; el 80% para los bancos centrales nacionales de cada país y el 20% entre el BCE y los bancos centrales nacionales. Pero no es el único programa de Expansión Cuantitativa: el Programa de Compras de Activos Respalados por Activos, el Programa de Compras de Cédulas Hipotecarias o la Compra de Bonos Garantizados conforman el Quantitative Easing del BCE. Este tipo de programas han hecho que el balance del BCE, como veremos más adelante, se haya triplicado desde el año 2004, pero no es el único banco central que ha llevado a cabo estas medidas; la Reserva Federal o el Banco Central de Inglaterra también han aumentado de manera considerable sus balances.
- Qualitative Easing o Expansión Cualitativa de los bancos centrales: trata de cambiar la composición de la calidad de sus activos en el balance aceptando otros de peor calidad o garantías de mayor riesgo para el desarrollo de la política monetaria.
- Operaciones de Inyección de Liquidez; Longer-Term Refinancing Operations (de ahora en adelante LTRO) & Targeted Longer-Term Refinancing Operations (de ahora en adelante TLTRO): son préstamos a largo plazo con un tipo de interés muy reducido. Este tipo de préstamos vinieron a sustituir la función interbancaria

de financiación que se venía haciendo desde antes de la crisis, pero que, a causa de esta, el mercado interbancario estaba casi inactivo.

La diferencia entre la Expansión Cuantitativa y las Operaciones de Inyección de Liquidez radica en que las primeras son compras masivas de activos y las segundas son préstamos a los bancos que pueden utilizar como quieran (para el caso de los LTR), o de manera condicionada (para el de los TLTRO) aunque para estas últimas, la condición impuesta es la de facilitar el crédito al sector privado no-financiero.

La causa de que existan dos tipos de operaciones de inyección de liquidez (las LTRO y TLTRO) fue que, en las primeras, las LTRO, se utilizaron en su mayor parte para comprar deuda del gobierno y sacarse un margen de beneficio asegurado a costa del banco central, quiere decir que, si se presta a un interés del 1%, mediante este tipo de operaciones a los bancos y a su vez, estos le prestan al gobierno a un 5%, se llevan un 4% de beneficio casi sin riesgo alguno. Esto hacía que el dinero no llegara a la economía real y, en respuesta, el BCE puso en marcha las TLTRO, condicionando el uso del préstamo a sectores privados no-financieros como particulares o pymes.

En 2014³⁴, en la primera subasta de este tipo, se adjudicaron préstamos por un importe de 82,600 millones de euros, de los cuales la banca española solicitó 15.000 millones de euros, importe que, a simple a vista, no parece muy elevado, pero si se tiene en cuenta que ese préstamo forma parte de una nueva base monetaria, de la cual y a través del multiplicador monetario, ese montante podría llegar a convertirse en 8.2 billones de euros de oferta monetaria (como máximo y con un coeficiente de caja del 1%, como es el de la Eurozona), no parece un parche tan pequeño.

Este tipo de políticas monetarias no convencionales no solo se han llevado a cabo en la Unión Europea: La Reserva Federal lanzó tres programas de Expansión Cuantitativa conocidos como QE1, QE2 y QE3. El Banco de Inglaterra también ha realizado su propio programa de Quantitative Easing. En comparación con los dos anteriores, el BCE ha hecho menos Expansión Cuantitativa, pero si ha llevado a cabo un programa de

Expansión Cualitativa al aceptar como garantía en pactos de recompra y en las facilidades permanente de crédito, el uso de activos de baja calidad.

³⁴ Portillo, J. (2014). El país. *La banca europea pide 82.600 millones en la primera subasta TLTRO*.

Recuperado de:

https://cincodias.elpais.com/cincodias/2014/09/18/mercados/1411033104_722654.html

Una forma de ver este tipo de políticas es a través de las cuentas consolidadas del

BCE:

Tabla 1. Total Activo BCE a 31 de diciembre de 2016

Activo	31 de diciembre de 2016	% sobre el Activo
1 Reservas de Oro	382.061	10,43%
2 Activos en moneda extranjera frente a no-residentes en la zona del euro	327.859	8,95%
2.1 Valores del Fondo Monetario Internacional	78.752	2,15%
2.2 Depósitos, valores, préstamos y otros activos exteriores	249.107	6,80%
3 Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	30.719	0,84%
4 Activos en euros frente a no-residentes en la zona euro	19.082	0,52%
4.1 Depósitos, valores y préstamos	19.082	0,52%
4.2 Activos de la facilidad de crédito del MTC II	0	0,00%
5 Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	595.873	16,27%
5.1 Operaciones principales de refinanciación	39.131	1,07%
5.2 LTRO	556.570	15,20%
5.3 Operaciones de ajuste	0	0,00%
5.4 Operaciones temporales estructurales	0	0,00%
5.5 Facilidad marginal de crédito	172	0,00%
5.6 Préstamos relacionados con el ajuste	0	0,00%
6 Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	69.134	1,89%
7 Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	1.974.866	53,94%
7.1 Valores mantenidos con fines de la política monetaria	1.653.995	45,17%
7.2 Otros valores	320.870	8,76%
8 Deuda general del gobierno	26.460	0,72%
9 Otros activos	235.384	6,43%
Total Activo	3.661.439	100,00%

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

Tabla 2. Total Pasivo, Capital y reservas del BCE a 31 de diciembre de 2016.

Pasivo, Capital y Reservas	31 de diciembre de 2016	% sobre el Pasivo, Capital y Reservas
1 Billetes en circulación	1.126.215	30,76%
2 Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	1.313.264	35,87%
2.1 Cuentas corrientes y reservas legales	888.988	24,28%
2.2 Facilidad marginal de depósito	424.208	11,59%
2.3 Depósitos a plazo fijo	0	0,00%
2.4 Operaciones temporales de ajuste	0	0,00%
2.5 Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	69	0,00%
3 Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	9.427	0,26%
4 Certificados de deuda emitidos	0	0,00%
5 Pasivos en euros de otros residentes en la zona del euro	220.760	6,03%
5.1 Administraciones públicas	114.887	3,14%
5.2 Otros pasivos	105.873	2,89%
6 Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	205.678	5,62%
7 Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	3.644	0,10%
8 Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	9.301	0,25%
8.1 Depósitos y otros pasivos	9.301	0,25%
8.2 Pasivos derivados de la facilidad de crédito prevista en el MTC II	0	0,00%
9 Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	59.263	1,62%
10 Otros pasivos	218.929	5,98%
11 Cuentas de revalorización	394.357	10,77%
12 Capital y reservas	100.601	2,75%
Total Pasivo, Capital y Reservas	3.661.439	100,00%

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

Dado que los billetes en circulación y los depósitos de las entidades de crédito conforman la base monetaria, el multiplicador monetario, considerando que la base monetaria es M3 (11.3 billones), el 31 de diciembre de 2016, tendría un valor aproximado de;

$$\frac{M3}{\text{Billetes en circulación} + \text{Depósitos en euros por entidades de crédito}} \quad (10)$$

$$\frac{11378701000000}{1126215000000 + 1313264000000} = 4.66$$

Que correspondería con el valor de la ecuación (9). Este indicador nos muestra la magnitud con la que el banco central puede afectar a la oferta monetaria, aunque el ajuste entre la base monetaria y la oferta tarda un tiempo en realizarse. El multiplicador de la base monetaria depende en cierto modo de la habilidad de los bancos para crear nuevos depósitos a través de nuevos préstamos, al mismo tiempo que cubren nuestras necesidades de efectivo. Son las entidades financieras las responsables, en cierto modo, del valor del multiplicador monetario.

Si bien en tiempos pasados el valor de un billete estaba respaldado por una porción de oro, actualmente es el activo del BCE el que respalda la base monetaria:

Desde el punto de vista del activo, tan solo tres partidas suman el 80% del balance a finales de 2016: Las reservas en oro (10,43%), préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona euro (16,27%) y valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro (53,94%). La última de ellas corresponde a la política de Expansión Cuantitativa del BCE y se divide en dos sub-categorías; valores mantenidos con fines de la política monetaria y otros valores emitidos, siendo más importante la primera. En los valores mantenidos con fines de la política monetaria podremos encontrar aquellos activos comprados mediante los programas Securities Markets Programme y Covered bond purchase programme³⁵, los cuales se pusieron en marcha a raíz de la pasada crisis.

³⁵ Banco Central Europeo. (2013) The ECB's non-standard monetary policy measures the role of institutional factors and financial structure. Nº 1528. Recuperado de; <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1528.pdf>

Cabe destacar que esta sub-partida empezó a usarse en 2009 y que, a fecha de 2016, representaba un 45,17% del total del activo.

Respecto a la segunda partida más alta del balance; los préstamos concedidos a entidades de crédito, podemos encontrar la sub-partida de las LTRO y TLTRO, comentadas anteriormente, que solo representan el 15,2% del total del activo, llegando al pico de 35% en 2012. Una bajada precedida por la utilización de esos préstamos para comprar deuda soberana, haciendo que no llegara a la economía real.³⁶

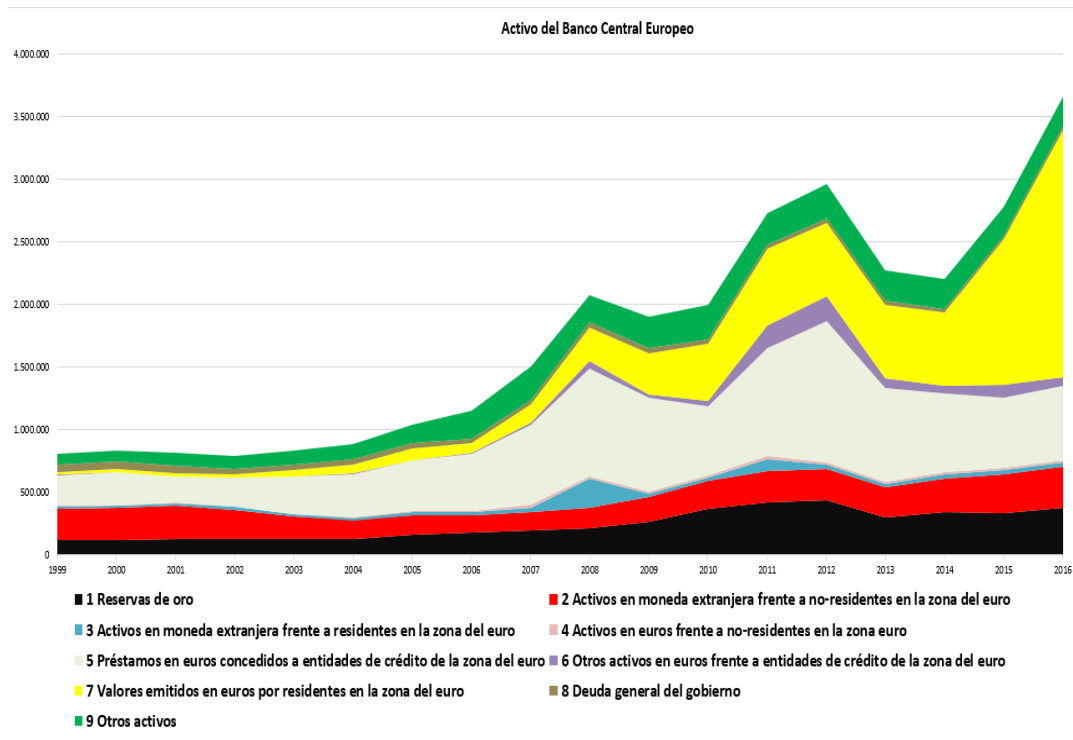
Desde el otro lado, el pasivo y patrimonio neto, de nuevo solo 3 rúbricas contienen más del 75% del total. Estas son los depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona euro (35,87%), los billetes en circulación (30,76%) y las cuentas de revalorización (10,77%).

Esto quiere decir que gran parte de la oferta monetaria depende de los billetes en circulación en manos del público, aunque la mayor parte se la llevan las entidades de crédito. Viendo más de cerca a las entidades de crédito, las cuentas corrientes (las cuales incluyen las reservas legales) alcanzan el 24% del Pasivo más PN, un pico sin precedentes, siempre se había mantenido en torno al 15% del total, incluso en tiempos anteriores a la crisis. El otro 11% corresponde a las facilidades de depósito.

³⁶ Gore, G. (13 de Junio de 2014) TLTRO to boost banks more than economy. *Reuters*. Recuperado de; <http://in.reuters.com/article/tltro-banks/tltro-to-boost-banks-more-than-economy-idINL5N0OU2LK20140613>

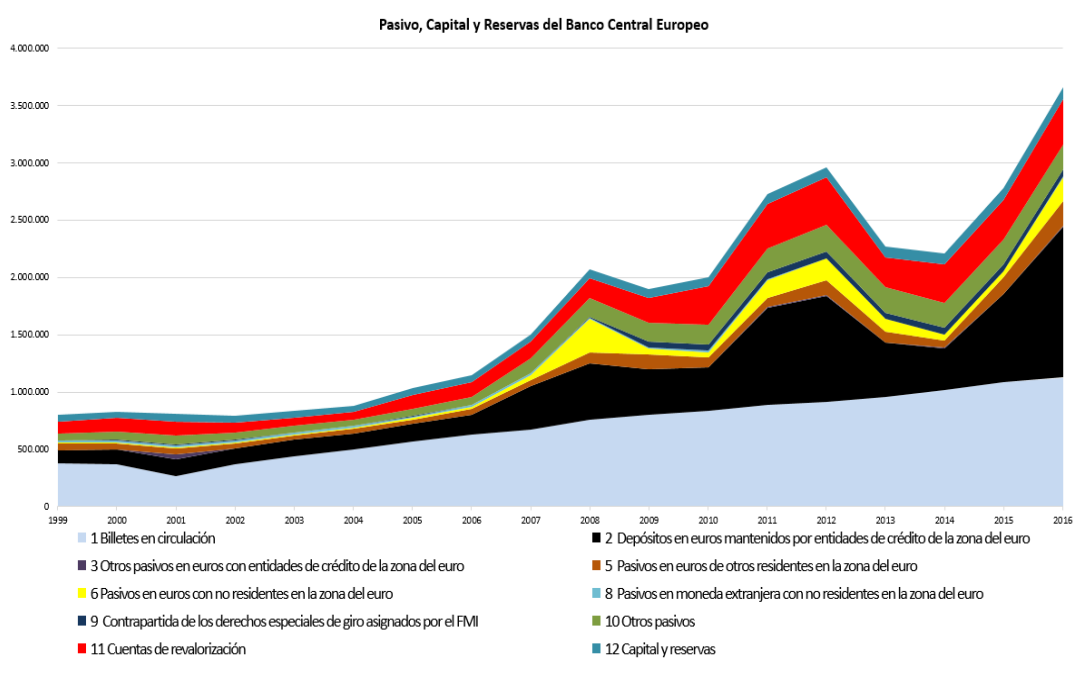
A continuación, vemos cómo ha evolucionado este balance:

Ilustración 11. Evolución del Activo del Banco Central Europeo.



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

Ilustración 12. Evolución del Pasivo, Capital y Reservas del Banco Central Europeo.



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

Según los datos, el Banco Central Europeo ha multiplicado su balance por 3.2 desde finales del 2006. La masiva emisión de base monetaria evidencia el tremendo alcance del estallido de la burbuja. Esta vez, el banco central ha conseguido frenar la caída, mediante todos los hechos expuestos anteriormente, reduciendo el tipo de interés de referencia (EURIBOR) del 4% al 0%. Las nuevas medidas tomadas durante la última década parecen haber mantenido un crecimiento interanual de las principales magnitudes de la eurozona; el PIB se ha mantenido a un ritmo de crecimiento de 1,3% de media desde comienzos de la crisis y la tasa de inflación se ha mantenido a raya, por debajo del 2% y con puntuales entradas de deflación en 2009, 2014, 2015 y 2016.³⁷ A pesar de que algunos países han conseguido recuperarse hasta lograr una economía sana, otros no han corrido la misma suerte; la elevada tasa de desempleo y el bajo crecimiento económico sigue siendo acusado en el sur de Europa.

Capítulo 4. Inflación, deflación y teorías económicas

Tener la inflación y la deflación bajo control no siempre puede resultar fácil. Se cree que una inflación moderada puede ser la más idónea para el desarrollo económico, pero ¿qué pasa si juntamos periodos prolongados de inflación con una alta tasa de desempleo y estancamiento económico? El crecimiento se detiene.

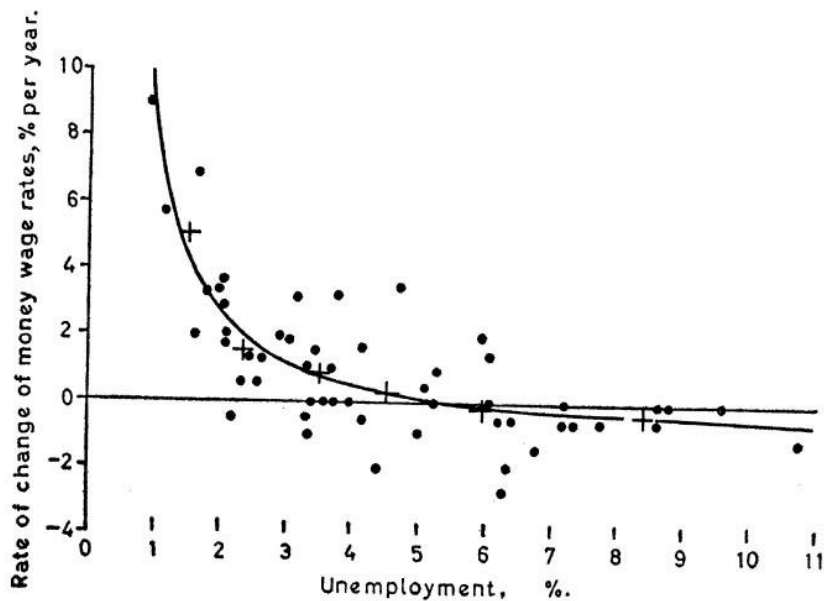
Como bien se sabe desde tiempos de la era moderna, un aumento en la cantidad de dinero en circulación siempre venía acompañado de un aumento en el nivel de precios, es decir, el banco central, que tiene el control monetario, puede influir sobre el nivel de precios.

A partir del siglo XX la relación se amplía. Los precios y la producción a lo largo de la curva de la oferta agregada se construyen a partir de las relaciones entre los salarios, los precios, el empleo y la producción. Es decir, el nivel de empleo está ligado al nivel de precios, a la producción y a los salarios, aunque no de manera directa ni en el mismo momento del tiempo. El proceso de ajuste sigue siendo complejo y depende de una multitud de factores que varían de un país a otro.

³⁷ Datos de la oficina europea de estadística; EUROSTAT. Recuperado de; <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database> [Última consulta; 17 de agosto de 2017]

La relación entre la inflación y el desempleo se materializa a través de la curva de Phillips. La relación, hallada en 1958 por A. W. Phillips, de la conducta de los salarios en el Reino unido, durante los años 1861 – 1957, muestra una relación inversa entre la tasa de desempleo y la tasa de aumento de los salarios.

Ilustración 13. La curva de Phillips original correspondiente al Reino Unido 1861 - 1913.



Fuente: The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957

Cuando crece el desempleo, la producción tiende a decrecer y las empresas no encuentran incentivos para hacer crecer los salarios. Al contrario, cuando el desempleo se encuentra en su nivel natural o de pleno empleo, las empresas tienden a subir los salarios a causa de una mayor producción (más horas trabajadas) o bien porque la oferta laboral es escasa y hay mucha competencia. Cuanto más alta es la tasa de desempleo, más baja es la tasa de inflación de los salarios. En la práctica, el mercado de trabajo tarda en ajustarse a las variaciones de la demanda agregada, al igual que la producción o la oferta.

Además, cuando hay un elevado desempleo, los precios del siguiente periodo serán más bajos, a causa de que las personas tienen menos poder adquisitivo y, por lo tanto, la demanda de bienes servicios disminuye. Al contrario, cuando hay un alto nivel de empleo los precios del siguiente periodo serán más altos a causa de una mayor

demanda.³⁸ Aunque el proceso de ajuste a lo largo del tiempo sigue siendo objeto de debate hoy en día, esta relación se convirtió rápidamente en una pieza clave del análisis de la política macroeconómica.

Hasta los años 70, la curva de la oferta agregada contemplaba las siguientes relaciones:

- Los costes de las empresas directamente relacionados con sus precios, ya que estas siempre buscarán cubrir todos sus costes, además de obtener un pequeño margen por su actividad.
- El desempleo y la producción (ley de Okun), según la cual un aumento de la producción conlleva una reducción del desempleo.
- La curva Phillips.

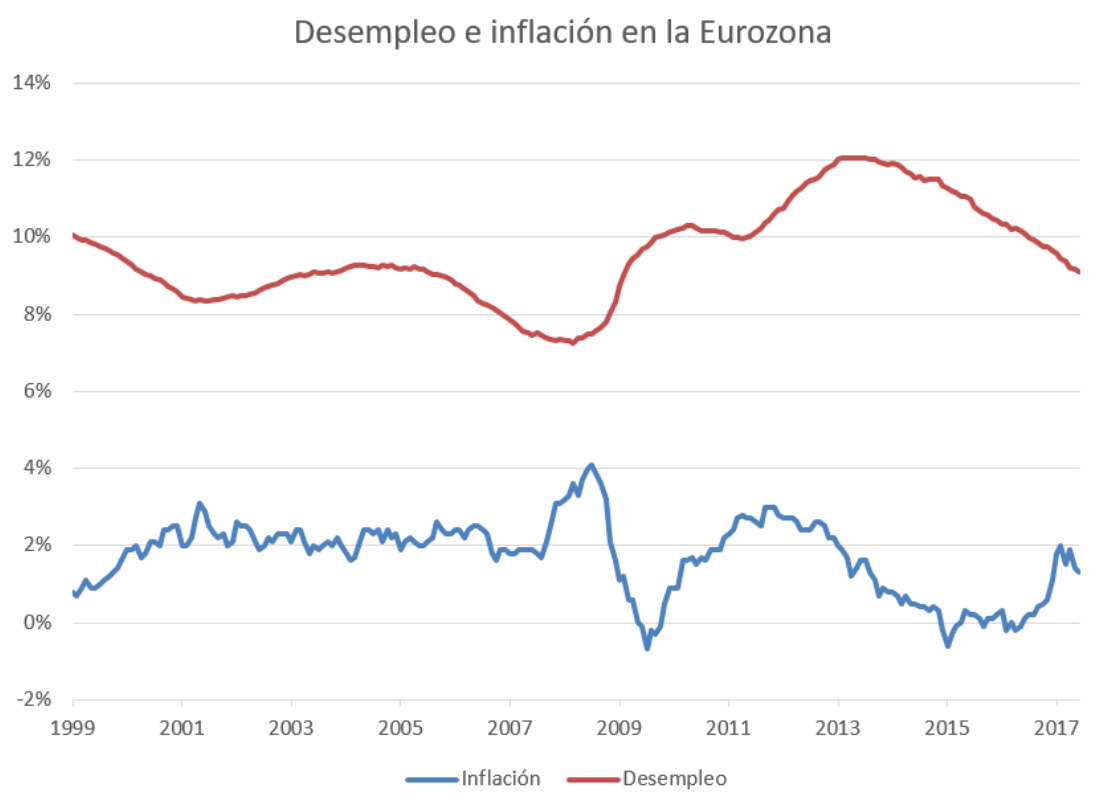
Pero en 1973, los países árabes deciden cortar la producción para aquellas naciones que apoyaron a Israel durante la guerra de Yom Kipur. Las consecuencias fueron nefastas para un mundo que dependía totalmente del petróleo. La elevada inflación, derivada del aumento galopante de los precios del petróleo y el desempleo muy por encima de sus tasas naturales llevaron a la aparición de la estanflación a finales de los años 70. La estanflación reúne dos condiciones perjudiciales para los consumidores y, por lo tanto, para la economía; por un lado, el descenso de la demanda y, por otro, la inflación, donde se combinan el alza de los precios, el crecimiento del desempleo y el estancamiento económico.

El modelo de la curva Phillips traía nuevas incógnitas y a pesar de que los países árabes levantaron el bloqueo, se seguía dando el mismo problema durante décadas después, incluso en la última crisis económica, aun teniendo una inflación baja, el elevado desempleo no la ha bajado de los niveles establecidos por el BCE. ¿Que había cambiado entonces? ¿El fin del sistema de Bretton Woods? ¿O las expectativas sobre la inflación?

En Europa, los resultados de la pasada crisis, que poco tiene que ver con el aumento de los precios del petróleo, fueron los siguientes:

³⁸ PHILLIPS, A. W. (1958) *The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957*. London

Ilustración 14. Desempleo e inflación en la Eurozona.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la oficina de estadística de la Unión Europea, EUROSTAT

Como podemos ver en el gráfico, la estanflación alcanzó su clímax en el periodo que va desde el 2011 hasta el 2013, cuando la tasa de desempleo no conseguía bajar y la inflación se mantenía en torno al 2%. A pesar del creciente balance del BCE, el desempleo siguió su ritmo alcista hasta alcanzar el tope del 12% en 2013. Esto causó el estancamiento del crecimiento económico, dejándolo por debajo del 2% durante toda la crisis, o incluso en negativo en algunos años.

Este desbarajuste entre las teorías económicas y los datos empíricos hacen que de nuevo la economía se replantee desde otro punto de vista. Algunos expertos apuntan a la nueva revolución de internet, la liberalización del comercio internacional que ha traído consigo la globalización, la aparición de nuevas tecnologías y modelos de negocio que abaratan aún más el mercado, como puntos mediante los cuales una nueva teoría económica necesita ser desarrollada. Otros simplemente culpan al sistema de coeficiente de caja del negocio bancario, que provoca un desajuste en el tipo de interés real a lo largo de tiempo, provocando una economía basada en ciclos económicos de expansiones desmesuradas y contracciones violentas.

Según los modelos sobre las expectativas racionales, cualquier anuncio de modificación de la política económica hará que los agentes económicos la tomen por efectiva en el mismo momento del anuncio, aunque sus efectos no vayan a venir hasta mucho después. En esta era de la información la propagación de las crisis se acentúa. Y, por supuesto, este hecho puede ser contemplado por los agentes, haciendo que los mercados reaccionen aparentemente de manera irracional a causa de sus expectativas racionales en el mismo momento en el que se decide cambiar de política económica. Todo se vuelve muy perverso, el afán por conseguir una rentabilidad más alta nunca deja de estar presente, los ejemplos más claros los tenemos en la burbuja inmobiliaria o en las burbujas de las recién aparecidas criptomonedas.

Capítulo 5. Conclusión

El papel de la intermediación financiera ha jugado un papel clave en el desarrollo económico. Una correcta asignación de los recursos es esencial en cualquier sociedad que quiera llegar a tener un crecimiento sólido y sostenido.

En el capítulo 2 vimos cómo se desarrolla la banca a lo largo de la historia; empezando por los simples depositantes de bienes, algunos de ellos vieron como su stock de depósitos no bajaba de una cierta cantidad y empezaron a emplear depósitos de sus clientes para sus negocios. Este hecho fue condenado durante mucho tiempo, haciendo de esta acción algo secreto y oculto. Pronto, las primeras quiebras de bancos empezaron a sucederse con más frecuencia y la aparición de los bancos centrales permitió que el sistema bancario pudiera hacer uso del coeficiente de caja. Posiblemente esta fuera la causa por la cual el patrón oro dejó de existir; las constantes devaluaciones de las monedas respaldadas en oro hicieron que se replanteara el sistema monetario a nivel internacional.

El fin del sistema de Bretton Woods supuso la eliminación de restricciones a la emisión de dinero por parte del banco central. Los nuevos avances económicos y acuerdos internacionales parecen tenerlo todo bajo control en un mundo que cada día está más conectado.

A pesar de que la ciencia económica haya avanzado mucho, no lo ha hecho lo suficiente como para adelantarse a los acontecimientos, tampoco resulta fácil en un

mundo con un sinnúmero de agentes implicados. Es en los periodos de crisis cuando más se evidencia la incorrecta asignación de recursos que se venía llevando a cabo, ya sea por exceso de especulación, por error de cálculo o por situaciones imprevistas. La prueba más fehaciente de ello es el balance del banco central, condenado a engullir parte de esos activos, emitiendo más dinero y haciendo la base monetaria más amplia. Las conclusiones que sacamos del capítulo 3 indican que el banco central ha soportado como ha podido la última crisis, ha sabido solventar los problemas relacionados con la inflación, el crecimiento económico y la tasa de desempleo, aunque no lo ha hecho en materia de calidad y con ciertas dificultades entre el norte y el sur de Europa.^{39 40 41}

Esto puede acontecer varios problemas, como el expuesto en el capítulo 4 sobre la estanflación o sobre la consecución de la política monetaria. Tener una Europa a dos velocidades dificulta las decisiones en materia de política monetaria; por ejemplo, mientras que en Alemania el sector industrial es el que más peso tiene, en España, es el sector hostelero, a consecuencia del turismo, como resultado, una apreciación del euro favorecería a Alemania en sus exportaciones y perjudicaría al turismo procedente del extranjero en España.

Aún estamos lejos de encontrar esa fórmula económica que sea capaz de coordinar a todos los agentes implicados.

Además, las tasas nulas o negativas del tipo de interés dejan al BCE contra las cuerdas; otra corrección como la del 2007 sería aún más devastadora al no tener los mismos recursos para poder enfrentarla.

Parece que ahora todo está en manos de quienes controlan la oferta monetaria; los intermediarios financieros. Depende de estas entidades, y suya es la responsabilidad, de que no se vuelva a congelar la economía, que, como hemos visto, depende en gran medida de este sector. De esta forma, la Unión Europea ha ido avanzando en los últimos años en materia de regulación financiera, la creación del MUS y del MUR, comentados en el

³⁹ GUZMÁN C. (2017) Dirigentes Digital. *La brecha de la productividad en la Eurozona*. Recuperado de; <https://dirigentesdigital.com/articulo/economia-y-empresas/57664/la-brecha-la-productividad-la-eurozona.html>

⁴⁰ PEREZ, C. (2017) El País. *Europa entra en su quinto año de crecimiento, pero la recuperación no despega*. Recuperado de; https://economia.elpais.com/economia/2017/05/11/actualidad/1494489667_762937.html

⁴¹ (S.D.) (2017) Eldiario. *Los datos que cuestionan la "primavera del empleo" de la que habla Báñez*. Recuperado de; http://www.eldiario.es/economia/datos-cuestionan-primavera-empleo-Banez_0_681032271.html

capítulo 3, o los nuevos requisitos de solvencia de Basilea-III⁴², parecen encaminadas a salvaguardar otro estrepitoso derrumbe.

Ahora solo queda esperar para ver si las medidas tomadas desde la crisis han resultado claves para evitar el colapso de un sistema monetario donde los principales bancos centrales se han quedado sin apenas margen de maniobra, manteniendo unos tipos de interés próximos a 0.

⁴² Banco de Pagos Internacional, (2010), *Basilea III: Marco regulador global para reforzar los bancos y sistemas bancarios*. Recuperado de: http://www.bis.org/publ/bcbs189_es.pdf

Bibliografía

- (S.D.) (2017) Los datos que cuestionan la "primavera del empleo" de la que habla Báñez, *Eldiario*. Recuperado de; http://www.eldiario.es/economia/datos-cuestionan-primavera-empleo-Banez_0_681032271.html
- Asociación Española de Banca (2016) Estados financieros individuales de las entidades de crédito españolas. 2016. Recuperado de: <https://www.aebanca.es/es/EstadosFinancieros/index.htm?pAnio=2017&pMes=03>
- Banco Central de Canadá (2016) A Bitcoin Standard: Lessons from the Gold Standard, 2016-14. Recuperado de: <http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2016/03/swp2016-14.pdf>
- Banco Central Europeo. (2013) The ECB's non-standard monetary policy measures the role of institutional factors and financial structure. N° 1528. Recuperado de; <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1528.pdf>
- Banco de España, El modelo de supervisión. Recuperado de: https://www.bde.es/bde/es/secciones/mus/el-modelo-de-sup/El_modelo_de_supervision.html [Última consulta el 25/06/2017]
- Banco de Pagos Internacional, (2010), Basilea III: Marco regulador global para reforzar los bancos y sistemas bancarios. Recuperado de: http://www.bis.org/publ/bcbs189_es.pdf
- BCE (2001) Código De Conducta Del Banco Central Europeo, elaborado de conformidad con el apartado 3 del artículo 11 del Reglamento interno del Banco Central Europeo (2001/C 76/11). Recuperado de: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_07620010308es00120015.pdf
- BCE (2012) Protocolo (nº4) Sobre Los Estatutos Del Sistema Europeo De Bancos Centrales Y Del Banco Central Europeo. (C 326/230). Recuperado de: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_32620121026es_protocol_4.pdf
- CARANDE, R. (1987), *Carlos V y sus banqueros*. Madrid
- Comité Europeo de las Regiones. (2017) El Sistema Europeo de Garantía de Depósitos. Dictamen 2017/C 088/15. Recuperado de: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52016IR1602&from=ES>
- Condition Statement of Federal Reserve Banks. Recuperado de la página web de la Reserva Federal: <https://www.federalreserve.gov/releases/h41/current/> [Consulta; 8 de junio de 2017]
- CONTAMINE P. (1968) *La guerra de los cien años: Reflexión sobre la raíz y desarrollo del largo conflicto entre Francia e Inglaterra (1337-1453)*. París. Traducción de Miguel Martín, Madrid 2014.
- Convenio Constitutivo (2017) Fondo Monetario Internacional. Recuperado de: <http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/aa/aa.pdf>
- Datos de la oficina europea de estadística; EUROSTAT. Recuperado de; <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database> [Última consulta; 17 de agosto de 2017]
- DE MOLINA, L. (1597), *Tratado sobre los cambios*. Cuenca
- DE ROOVER R., (1963) *The Rise and Decline of the Medici Bank 1397-1494*. Harvard University Press, Cambridge.
- DEMÓSTENES (384 A.C. - 322 A.C.), *Discursos privados II*. Atenas. Edición española a cargo de la editorial Gredos. Biblioteca Clásica Gredos. Madrid, 1983.
- EBERHARD MAYER H. (1965), *Historia de las cruzadas*. Traducción de Espino Nuño J., Stuttgart

- European Central Bank. (2016) *Informe Anual 2016*. Recuperado de:
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2016es.pdf?24da2916b47d6f43dcffaedfb6e0a87b>
- G. K., Robert y Levine, R., (1993), Finance and Growth: Schumpeter Might be Right. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, No. 3. pp. 717-737.
- GARCÍA-ABADILLO, C. (2017) El Popular fue declarado “insolvente” por Videoconferencia. *El Independiente*. Recuperado de: <https://www.elindependiente.com/opinion/2017/07/02/el-popular-fue-declarado-insolvente-por-videoconferencia/>
- GERTLER M., AND KARADI P. (2012), QE 1 vs. 2 vs. 3... *A Framework for Analyzing Large Scale Asset Purchases as a Monetary Policy Tool*. Recuperado de la página web de la FED;
<https://www.federalreserve.gov/Events/conferences/2012/cbc/confpaper1/confpaper1.pdf>
- GONZÁLEZ IBÁN, R., AHUADO QUINTILLÁN, M. (1999) *El Banco Central Europeo y la política monetaria común; el banco que gobernará Europa*. Madrid
- GORE, G. (13 de Junio de 2014) TLTRO to boost banks more than economy. *Reuters*. Recuperado de;
<http://in.reuters.com/article/tltro-banks/tltro-to-boost-banks-more-than-economy-idINL5N0OU2LK20140613>
- GRICE-HUTCHINSON M. (1982) *El pensamiento económico en España (1177-1740)*. Traducción de Rochar C., Editorial Crítica, Barcelona.
- GUZMÁN C. (2017) Dirigentes Digital. *La brecha de la productividad en la Eurozona*. Recuperado de;
<https://dirigentesdigital.com/articulo/economia-y-empresas/57664/la-brecha-la-productividad-la-eurozona.html>
- HICP methodology* (s.d.). Recuperado de la página web de EUROSTAT:
[http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Glossary:Harmonised_index_of_consumer_prices_\(HICP\)](http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Glossary:Harmonised_index_of_consumer_prices_(HICP))
- HIDALGO DE LA VEGA, M.J. SAAS ABENGOCHEA J.J. y ROLDÁN HERVÁS, J.M. (1998) *Historia De La Grecia Antigua*. Salamanca.
- IGLESIAS J. (1972) *Derecho romano: Instituciones de derecho privado*. Barcelona
- I. JONES, C. (2009) *Macroeconomía*, Stanford
- Instituto Nacional de Estadística, Contabilidad Nacional Trimestral de España. Año base 2010.
 Recuperado de:
http://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736164439&menu=resultados&idp=1254735576581
- ISÓCRATES, (436 A.C. - 338 A.C.), *Discursos I*. Atenas. Edición española a cargo de la editorial Gredos. Biblioteca Clásica Gredos. Madrid, 1979.
- JIMÉNEZ MUÑOZ, F.J. (2010) *La usura. Evolución histórica y patológica de los intereses*. Madrid.
- Joyce M., Tong M, and Woods R.; (2011) *The United Kingdom's quantitative easing policy: design, operation and impact*. Recuperado de la página web del Banco de Inglaterra:
<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/qb110301.pdf>
- K. SCHELLER, H. (2006), *El Banco Central Europeo Historia, Misión Y Funciones*. Banco Central Europeo.
- L. DIAZ BRUZUAL (1995) *El poder monetario*. Monte Ávila.
- L. RIOJA (2014) *La moneda y su historia*. Buenos Aires.

- La Aplicación De La Política Monetaria En La Zona Del Euro, (s.d.) (2008). Recuperado de la página web del Banco Central Europeo:
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/gendoc201109es.pdf?4ff2a899aca4de0c7c0a17c55418adff>
- Los grandes bancos centrales inflan sus balances al mayor ritmo desde 2011. (18 de octubre de 2016). *elEconomista.es* Recuperado de:
<http://www.eleconomista.es/economia/noticias/7896887/10/16/Los-grandes-bancos-centrales-inflan-sus-balances-al-mayor-ritmo-desde-2011.html>
- Manual de préstamos para prestatarios del Banco Mundial (2017), Banco Mundial. Recuperado de:
<http://siteresources.worldbank.org/BORROWERPORTAL/Resources/DisbursementHandbookSpanish061107.pdf>
- MARCO POLO (1298) *Il milione*, República de Venecia
- MARÍA CIPOLLA, C. (1994) *El gobierno de la moneda: ensayos de historia monetaria*. Traducción de Vivanco J., Editorial Crítica, Barcelona.
- Ministerio De Agricultura Y Pesca, Alimentación Y Medio Ambiente (2016) Informe Anual De La Industria Alimentaria Española Periodo 2014-2015. Recuperado de:
http://www.mapama.gob.es/es/alimentacion/temas/industria-agroalimentaria/_informeanualindustriaalimentaria2014-2015_tcm7-421229.pdf
- National Accounts (2017), Statistisches Bundesamt, recuperado de la oficina nacional de estadística alemana:
https://www.destatis.de/EN/FactsFigures/NationalEconomyEnvironment/NationalAccounts/DomesticProduct/Tables/GrossValueAddedIndustries_BWS.html
- Página web de Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication;
<https://www.swift.com/about-us> [Última consulta; 15 de agosto de 2017]
- Página web del Banco central de Inglaterra; Bank of England. [Última consulta; 01/08/2017]
<http://www.bankofengland.co.uk/about/Pages/history/default.aspx>
- Página web del Banco Central Europeo. <https://www.ecb.europa.eu/explainers/topic/non-standard-measures/html/index.es.html> [Última consulta; 12 de agosto de 2017]
- Página web del Fondo Monetario Internacional, <https://www.imf.org/en/About> [última consulta; marzo de 2017]
- PEREZ, C. (2017) Europa entra en su quinto año de crecimiento, pero la recuperación no despega. *El País* Recuperado de;
https://economia.elpais.com/economia/2017/05/11/actualidad/1494489667_762937.html
- PHILLIPS, A. W. (1958) *The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957*. London
- PONCELA GONZÁLEZ, A. (2015) *La Escuela de Salamanca. Filosofía y Humanismo ante el mundo moderno*. Madrid.
- Portillo, J. (2014). La banca europea pide 82.600 millones en la primera subasta TLTRO. *El País* Recuperado de:
https://cincodias.elpais.com/cincodias/2014/09/18/mercados/1411033104_722654.html
- Reglamento No 468/2014 del Banco Central Europeo, de 16 de abril de 2014.
- Reserva Federal. *Factors Affecting Reserve Balances of Depository Institutions and*

ROSTOVITZ M. (1941) *Historia social y económica del mundo helenístico*. Oxford. Traducción de Presedo Velo F.J.

SARAVIA DE LA CALLE, L. (1544), *Instrucción de mercaderes*. Medina del Campo

United Nations Treaty Collection, (s.d.), <https://treaties.un.org/> [Última consulta; 29 de Julio]

VELASCO GARCÍA C., (1985) *Algunas observaciones sobre las Societas Argentaria*, Departamento de Derecho Romano, Universidad de Sevilla.

ⁱ La banca ha tenido nombres distintos a lo largo de la historia. En la antigua Grecia, por ejemplo, a los banqueros comúnmente se les llamaba *Trapezitei* porque desarrollaban sus negocios sobre una *Trapeza* o mesa. Durante el imperio romano se les nombraba *mensarii* o *argentarii*. En la Italia medieval, se les conocía como *Tavolieri* o *Banchieri*, refiriéndose otra vez a la mesa o banco donde realizaban las operaciones.

ⁱⁱ Generalmente se conocían dos clases de depósitos; 'a la vista', en los que el cliente puede disponer en cualquier momento de lo depositado y 'a plazo', en los que el cliente le presta una cantidad de riqueza, durante un tiempo pactado, al banquero. En el primer tipo el depositante pagaba por la custodia. En el segundo, el depositario le pagaba un cierto tipo de interés al cliente.