



## **TRABAJO FIN DE GRADO**

### **DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA E HISTORIA ECONÓMICA**

#### **FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES**

#### **Grado de Economía**

### **LAS DECISIONES DE POLÍTICA ECONÓMICA DEL BCE. DEL NACIMIENTO DE LA INSTITUCIÓN HASTA LA EXPANSIÓN CUANTITATIVA.**

**Director/a**  
Luis Ángel Hierro Recio

**Alumno/a**  
Sergio Guillén Castro

**Fecha:** 20 de Julio de 2016

## RESUMEN

Las decisiones de política económica tomadas por el BCE no han seguido una trayectoria firme, sino que ha ido experimentando variaciones según el contexto económico en el que se encontraba la Eurozona. Concretamente, la crisis financiera internacional afectó a la gran parte de los estados miembros de la misma, lo que se tradujo en pronunciados desequilibrios, poniéndose de manifiesto la débil unión entre los países que la forman. Por ello, el objetivo de este estudio es analizar detalladamente cómo han evolucionado las medidas de política monetaria a lo largo de la historia del BCE desde su nacimiento hasta la reciente expansión cuantitativa, creando una dualidad entre las medidas tomadas antes y después de la crisis de deuda soberana que nos está afectando desde 2009. Además, se expone exhaustivamente cada una de las medidas monetarias adoptadas y sus efectos, tanto las convencionales como las no convencionales, siendo éstas últimas empleadas para reforzar el crédito bancario. Finalmente, concluimos con las posibles actuaciones del BCE en un futuro cercano.

## ABSTRACT

Economic policy decisions taken by the ECB have not followed a firm trajectory, but that has been experiencing changes according to the economic context in which was the Eurozone. Specifically, the international financial crisis affected the great part of the member states of the same, which resulted in pronounced imbalances, exposing the weak connection between the countries that form. Therefore, the purpose of this study is to analyze in detail how they have evolved the monetary policy measures throughout the history of the ECB since its birth until the recent quantitative expansion, creating a duality between the measures taken before and after the crisis of sovereign debt that is affecting us since 2009. In addition, comprehensively set out each of the monetary measures taken and their effects, both conventional and non-conventional, being the latter used to reinforce the bank credit. Finally, we conclude with the potential activities of the ECB in the near future.

## ÍNDICE

|   |         |
|---|---------|
| Introducción.....   | Pág. 4  |
| 1. Aspectos Fundamentales del Banco Central Europeo.....  | Pág. 5  |
| 1.1. Surgimiento, Evolución y Objetivo del BCE.....   | Pág. 5  |
| 1.2. Instrumentos del BCE.....  | Pág. 6  |
| 1.2.1. Operaciones de Mercado Abierto.....  | Pág. 6  |
| 1.2.2. Facilidades Permanentes.....   | Pág. 7  |
| 1.2.3. Reservas Mínimas.....  | Pág. 8  |
| 2. Evolución de las medidas de política monetaria del BCE.....  | Pág. 8  |
| 2.1. Desde 1997 hasta la entrada en el nuevo siglo.....   | Pág. 8  |
| 2.2. Desde la entrada en el S. XXI hasta 2007.....  | Pág. 17 |
| 2.3. Desde 2007 hasta 2009: Ampliación de los mecanismos de inyección de liquidez.<br>.....   | Pág. 32 |
| 2.4. Desde 2009 hasta 2011: Actuaciones ante el impacto de la crisis<br>de deuda soberana.....                                      | Pág. 41 |
| 2.5. Desde 2011 hasta la expansión cuantitativa: Fase Sistémica de la crisis de deuda<br>soberana y Fraccionamiento Financiero..... | Pág. 48 |
| 3. Conclusiones.....  | Pág. 56 |
| 4. Bibliografía.....  | Pág. 58 |

## INTRODUCCIÓN

El presente documento trata de recoger una investigación acerca de la evolución que ha experimentado la política monetaria practicada por el BCE en la Eurozona desde el nacimiento de dicha institución hasta la reciente expansión cuantitativa, conocida internacionalmente como Quantitative Easing. En especial, a la hora de exponer las medidas de política monetaria, tenemos en cuenta el contexto económico internacional, el cual condiciona fuertemente las actuaciones del BCE. Es por ello que nuestro análisis hace hincapié en el suceso financiero más trascendental durante el transcurso de la evolución del BCE. No es más ni menos que la famosa crisis financiera internacional, iniciada en 2007, y que se tradujo dos años más tarde en la actual crisis de deuda soberana. Tomándolo como agente divisorio de la política monetaria, analizamos la política practicada antes de 2007, basada principalmente en medidas convencionales sobre las variables macroeconómicas, en concreto, la variable de referencia son los tipos de interés; y la política practicada posterior al inicio de la crisis financiera, la cual mantiene vigente las medidas convencionales, ahora menos significativas, pero sus principales instrumentos son las medidas no convencionales, cuyo fin más trascendental es reforzar el crédito bancario.

Previamente al estudio detallado de las decisiones monetarias, hemos de destacar el objetivo que el BCE ha tomado como referencia desde sus inicios, así como el proceso de surgimiento del mismo y los principales instrumentos de política monetaria utilizados, los cuales se vieron complementados por el empleo de medidas no convencionales. La meta del BCE es mantener la estabilidad de precios a medio plazo en torno al 2%, es decir, por debajo pero cercano al mismo. Hemos de destacar que el cumplimiento del mismo se dio prácticamente en los años antes a la crisis financiera, ya que al llegar la misma a Europa hizo que se desestabilizaran los niveles de inflación, situándola relativamente lejos del objetivo marcado.

Por lo tanto, con el propósito de comprender con mayor facilidad la red amplia de medidas de política monetaria empleadas por el BCE, hemos dividido el estudio de diversas partes: una primera parte en la que se exponen resumidamente cómo surgió el BCE, su evolución a nivel institucional y su objetivo fundamental, así como los instrumentos de política monetaria que emplea comúnmente, es decir, los ya existentes en el sistema económico; y una segunda parte, en la que se recoge de manera detallada cada una de las actuaciones del BCE en función de la etapa económica en la que se encontraba el sistema financiero, tanto a nivel internacional como a nivel europeo. Dentro del mismo, subdividimos esta parte, en líneas generales, en dos etapas: la primera comprende desde el nacimiento del BCE hasta 2007, año previo a la llegada efectiva de la crisis financiera internacional, y la segunda comprende todas las medidas empleadas tras la implantación de la crisis en la Eurozona hasta la actualidad, pasando por fases caracterizadas por la ampliación de liquidez, el impacto de la crisis de deuda soberana y el fraccionamiento financiero. Y finalmente, se expondrán posibles medidas que podría adoptar el BCE para paliar en cierto grado la situación económica actual.

Con este estudio exhaustivo sobre la trayectoria que ha seguido la política monetaria de la Eurozona, podemos contrastar que el impacto de la crisis financiera internacional ha generado una gran divergencia en la toma de decisiones del Consejo de Gobierno del BCE, el cual se ha visto en distintas tesituras, siendo éstas en algunos momentos de carácter muy crítico. Igualmente, podemos comentar que los desequilibrios de los estados miembros se han visto acentuados tras las dificultades derivadas de la crisis, agravándose aún más la situación.

## 1. ASPECTOS FUNDAMENTALES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Para poder facilitar la comprensión del análisis que desarrollaremos a continuación sobre la evolución de la política monetaria del BCE, vamos a exponer en primer lugar los principales elementos que caracterizan el surgimiento y la evolución del BCE, así como sus funciones, objetivos e instrumentos monetarios que emplea para llevar a la práctica la política monetaria de la eurozona.

### 1.1. SURGIMIENTO, EVOLUCIÓN Y OBJETIVO DEL BCE.

La actividad de la banca en Europa se ha caracterizado por la realización de actividades de emisión y gestión de la moneda nacional de los estados miembros. Además de las monedas, los billetes han desempeñado un papel crucial en el funcionamiento del sistema económico, siendo asimismo un sello personal de los respectivos países. Al mismo tiempo, los bancos centrales han ido adquiriendo mayor notabilidad y las políticas monetarias que aplicaban se han convertido en un elemento esencial para llevar a la práctica las medidas económicas de los países de la eurozona.

El establecimiento de la Unión Económica y Monetaria en Europa ha facilitado la transmisión comunitaria de las competencias a los distintos estados, ya que supuso la incorporación de un nuevo régimen económico basado en una moneda única, el euro. Para regular las competencias a nivel supranacional, se creó el Banco Central Europeo, hecho que supuso la integración de los bancos centrales nacionales en el SEBC (Sistema Europeo de Bancos Centrales) y de otra parte de estos bancos centrales en el Eurosistema. Y hasta día de hoy, no hay otra área en la que se haya consolidado de una manera tan efectiva las aptitudes de los distintos estados a nivel comunitario.

El SEBC integra el BCE y los 28 bancos centrales nacionales de los estados miembros de la UE a día de hoy. No tiene personalidad jurídica ni órganos que lo regulen, por lo que opera a través del BCE y de los BCN. Centrándonos en el BCE, éste nació en 1998 teniendo como finalidad gestionar la moneda comunitaria, el euro, y cuyo objetivo era garantizar la consecución de la estabilidad de precios a medio plazo. Está encabezado por el presidente en funciones desde 2011, es decir, Mario Draghi y está compuesto por tres órganos: el Consejo de Gobierno, el Comité Ejecutivo y el Consejo General. Ahora pasaremos a exponer las principales cualidades de cada uno.

Empezamos por el Consejo de Gobierno, cuya función es tomar las decisiones de política monetaria que se van a llevar a cabo, así como establecer las directrices a seguir para su aplicación. Acto seguido, tenemos el Comité Ejecutivo, cuya responsabilidad es asignada por el Consejo de Gobierno y se basa en el mantenimiento de que las medidas de política monetaria se apliquen de manera correcta. Y por último tenemos el Consejo General, cuyas atribuciones son más relajadas en el sentido que únicamente lleva a cabo actividades de consultoría y de orientación a la incorporación de nuevos países a la zona euro.

Volviendo al objetivo del BCE, podemos decir que éste quedó recogido en el artículo 105.1 del Tratado de la Unión Europea, en el que se especifica que se pretende la consecución de la estabilidad de precios, de tal manera que los niveles de inflación se mantengan por debajo del 2% pero cercanos al mismo. Pues bien, el control de esta variable macroeconómica ha sido llevado a cabo mediante el empleo de un indicador específico, el IAPC (Índice Armonizado de Precios al

Consumo). Y para controlar que los resultados obtenidos a través de este indicador eran efectivos y evaluar los posibles riesgos inflacionistas, el BCE puso en marcha dos tipos de análisis: un análisis financiero y un análisis monetario. El primero de ellos valora los posibles riesgos que puedan surgir a corto y medio plazo, mientras que el segundo de ellos evalúa los riesgos que se pueden producir a largo plazo, usando para ello distintos indicadores monetarios, aunque el más utilizado y establecido como base es el agregado monetario M3, cuya evolución analizaremos posteriormente.

Siendo éste el objetivo primordial, el BCE también ha tenido otras responsabilidades a nivel secundario, entre las que se encuentran el mantenimiento del crecimiento económico y del empleo, otras variables fundamentales para los países de la eurozona.

Pues bien, a la hora de llevar a cabo la consecución de estos objetivos, el BCE ha ido actuando bajo los principios de libre competencia y de una economía de mercado sin obstáculos, lo cual ha fomentado el alcance de los mismos eficientemente, al igual que una buena asignación de los recursos.

## 1.2. INSTRUMENTOS DEL BCE

Antes de comenzar a hablar de los instrumentos que utiliza el BCE para realizar las operaciones de política monetaria, hemos de aclarar ciertos aspectos relativos a las entidades que pueden participar en las mismas. Esto es, las entidades financieras que pueden participar en las operaciones de política monetaria reciben el nombre de contrapartes, y deben cumplir unos criterios, promoviendo de esta manera un trato equitativo dentro de la zona euro. Dichos criterios son los siguientes:

- Las entidades contraparte deben cumplir el ratio de reservas mínimas exigido por el BCE para poder participar en las operaciones de mercado abierto y en las facilidades permanentes ofrecidas por el Eurosistema, las cuales explicaremos a continuación.
- Las contrapartes debe ser solventes, es decir, que tengan liquidez para poder afrontar adversidades financieras.
- Las entidades deben estar sometidas a un sistema de supervisión armonizado ejecutado por las autoridades a nivel nacional, dentro de la Unión Monetaria o el Espacio Económico Europeo.
- Las entidades que actúan como contrapartes deben utilizar los instrumentos eficientemente, cumpliendo ciertos criterios de carácter operativo.

Una vez expuestos los criterios que permiten a las entidades de crédito a poder participar en las operaciones de financiación del BCE, pasamos a recoger los principales instrumentos monetarios que usa el BCE para operar en el mercado financiero.

### 1.2.1. Operaciones de Mercado Abierto (OMA)

Estas operaciones son las que desempeñan un papel fundamental en el marco de la política monetaria practicada por el Eurosistema. Tienen como objetivo gestionar los niveles de liquidez

del mercado, vigilar la evolución de los tipos de interés oficiales y señalar la orientación de la política monetaria establecida por el BCE.

Pues bien, estas operaciones se dividen en cuatro categorías, atendiendo a las nociones de finalidad, procedimientos y formalidad, las cuales exponemos más abajo:

- Operaciones Principales de Financiación: son operaciones con carácter temporal, cuya finalidad es inyectar liquidez al sistema financiero de manera frecuente. Su periodicidad es semanal (todos los martes), al igual que su vencimiento también es semanal. El procedimiento empleado para estas operaciones son las subastas estándar, suponiendo la fuente esencial para proporcionar liquidez al sistema.

- Operaciones Principales de Financiación a plazo más largo: son operaciones con carácter temporal, cuya finalidad es inyectar liquidez al sistema pero con vencimiento a más largo plazo. Su periodicidad es mensual (último miércoles de cada mes), y su vencimiento se fija a los tres meses. El procedimiento empleado para tales operaciones son las subastas estándar, al igual que las OPF, aunque también se utilizan bajo la modalidad de operaciones temporales.

- Operaciones de Ajuste Fino: son operaciones con forma *ad hoc* que se utilizan para corregir desviaciones imprevistas en la liquidez del sistema financiero, mediante absorciones o inyecciones de recursos financieros; y en los casos en los que el BCE necesita obtener respuestas rápidas. El procedimiento empleado son las subastas rápidas o los procedimientos bilaterales. Además, estas operaciones pueden utilizar otros instrumentos para llevarse a cabo, como son las operaciones temporales, la captación de depósitos a plazo fijo o los swaps de divisas.

- Operaciones Estructurales: son operaciones que tratan de reorientar la posición estructural del sistema financiero. Son las menos usuales, las cuales se realizan con mayor o menor periodicidad según el alcance del problema estructural. Los procedimientos son varios, entre los que cabe destacar los certificados de deuda, operaciones simples u operaciones temporales. Concretamente, para absorber liquidez, el BCE utiliza los certificados de deuda. Según las necesidades, inyecta o absorbe liquidez mediante el empleo de subastas estándar o procedimientos bilaterales; y según se use uno de ellos, emplean operaciones temporales y certificados de deuda en caso de subastas estándar, y operaciones simples en caso de se empleen procedimientos bilaterales.

### 1.2.2. Facilidades Permanentes.

Este instrumento de política monetaria trata de evitar que se produzca una fluctuación excesiva de los tipos de interés oficiales a un día, al igual que proporciona o absorbe liquidez según las necesidades de las contrapartes. Estas facilidades son gestionadas por parte de los bancos centrales de los estados de la zona euro, pero con carácter descentralizado.

En función de las necesidades de las entidades de crédito, éstas pueden recurrir a dos tipos de facilidades permanentes:

- Las facilidades de crédito: acuden aquellas entidades que requieren liquidez y no han podido obtenerla en el mercado interbancario. Por ello, el BCE les cobra un interés superior al interbancario a cambio de ofrecerle recursos, constituyéndose un límite superior (techo superior) al tipo de interés del mercado.

- Las facilidades de depósito: acuden aquellas entidades que presentan exceso de liquidez y no han conseguido depositarla en el mercado interbancario. Por ello se dirigen al BCE, el cual les ofrece un tipo de interés inferior al interbancario, facilitando el depósito del excedente de liquidez. Este tipo es inferior (suelo) al tipo de interés del mercado.

Por lo tanto, podemos decir que las facilidades permanentes constituyen un sistema de fluctuación de los tipos de interés, pero todos en torno al tipo de interés de referencia, que en la Unión Europea recibe el nombre de EONIA. Este instrumento, evidentemente, es uno de los más empleados en la actualidad, ya que permite depositar u obtener liquidez a un día. Ahora bien, el procedimiento de estas facilidades depende en función del tipo que sea: las de crédito usan operaciones temporales y las de depósitos usan la modalidad de depósito.

### 1.2.3. Reservas Mínimas.

Las reservas mínimas constituyen uno de los instrumentos de política monetaria más veteranos, ya que se empezó a implantar su uso desde 1963. A pesar de su historia, su finalidad no ha experimentado grandes cambios, ya que sigue siendo controlar los tipos de interés existentes en el mercado interbancario a un día, y de este modo se inspeccionaban las variaciones de liquidez en el sistema financiero. Igualmente, se pretendía crear un déficit estructural de liquidez, lo cual facilita que el Eurosistema pueda realizar funciones como provisor de liquidez.

Pues bien, el coeficiente de reservas mínimas es exigido a las entidades de crédito residentes en la zona euro, según lo establecido por el BCE. En sus inicios era del 2% de los pasivos más líquidos de las entidades, es decir, de los pasivos computables<sup>1</sup>, con un periodo de mantenimiento de un mes. Pero tras la llegada de la crisis, el BCE consideró que la cantidad exigida a las entidades era considerablemente excesiva, por lo que se decidió reducirlas al 1% desde enero de 2012.

## 2. EVOLUCIÓN DE LAS MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE.

Para analizar la evolución cuantitativa de las decisiones en materia de política monetaria por parte del BCE hay que remontarse a varias décadas atrás:

### 2.1. DESDE 1997 HASTA LA ENTRADA EN EL NUEVO SIGLO.

Para conocer las medidas de política monetaria tomadas por el BCE hay que recurrir a un informe que publica el IME. El mismo 23 de septiembre de 1997, el Instituto Monetario Europeo

---

<sup>1</sup> Los pasivos computables están compuestos por los pasivos más líquidos de las entidades de crédito y por los depósitos de los clientes que tienen un plazo máximo de dos años.

(IME) publicó un informe titulado "La política monetaria única en la tercera fase: Documentación general sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del SEBC". El informe puso de manifiesto un análisis detallado de los instrumentos de política monetaria y procedimientos elaborados por el IME para ser presentado al Banco Central Europeo (BCE) después de su creación. El informe, además de este fin, perseguía ampliar el material que venía recogido en el otro informe del IME publicado el 10 de enero de 1997 titulado "La política monetaria única en la tercera fase: Especificación del marco operativo". Éste, tras compararlo con el del año 1997, siguió presentando una mayor especificación en ciertas áreas como son los procedimientos a seguir para convertirse en contraparte y poder operar en el mercado financiero, teniendo en su cartera, eso sí, una serie de activos de garantía (avales).

Principalmente, el informe del 23 de septiembre tenía como objetivo proporcionar toda la información ineludible para que las instituciones financieras pudieran prepararse para llevar a cabo las operaciones de política monetaria fijadas por el SEBC una vez empezada la tercera fase de la UEM. Es por ello que, en primer lugar, el informe manifestó las condiciones que debían tener dichas instituciones para poder ser contrapartes, esto es, recogió una serie de criterios que debían cumplir para que pudieran llevar a cabo las operaciones de política monetaria que dictara el SEBC. Junto a esto, el informe presentó las principales peculiaridades de los diferentes tipos de operaciones de mercado abierto (OMA), las cuales podrían ser ejecutadas por el SEBC. Entre ellas caben destacar las siguientes: operaciones principales de financiación, operaciones de financiación a plazo más largo, operaciones de ajuste y operaciones estructurales. Además de ellas, se pusieron de manifiesto los dos límites existentes en el mercado monetario y financiero, contra los cuales se enfrentarían las contrapartes, que serían las llamadas facilidades permanentes del SEBC: la facilidad marginal de crédito y la facilidad marginal de depósito.

Por otro lado, el informe expresó de manera específica tanto los criterios de elegibilidad como las medidas de control de riesgos. Éstas últimas se aplicarían a los activos que tuvieran como finalidad garantizar las operaciones de inyección de liquidez en el mercado interbancario llevadas a cabo por el SEBC. Por último, también acopió las principales propiedades que regían el sistema de reservas mínimas establecido por el propio SEBC.

En definitiva, debía tenerse en cuenta que la decisión final sobre el marco operativo de la política monetaria debería ser tomada por el Consejo de Gobierno del BCE después de su creación. El Consejo de Gobierno del BCE podría no utilizar todas las opciones disponibles o cambiar ciertas características de los instrumentos y procedimientos presentados en el informe.

El año 1998 se caracterizó principalmente por el fenómeno económico conocido como inflación, al experimentarse un aumento del índice armonizado de precios al consumo. A pesar de ello, podemos decir que éste se mantuvo dentro de las líneas fijadas por el BCE acerca de la estabilidad de precios, objetivo principal a cumplir por los países de la zona euro que pretendieran entrar a formar parte de la zona monetaria común. Por ello, en líneas generales y según el Informe Anual del BCE (1998), se podría decir que el IAPC disminuyó, tomando como referencia valores relativos, ya que en términos absolutos aumentó. Éste cayó alcanzando una cifra del 1.1%, relativamente baja en relación a la registrada en el año 1997, que fue de 1.6%. Pues bien, todo esto se debió a uno de los pilares vitales de toda economía, los recursos energéticos. El precio de éstos

experimentó un desplome, originando debilidades que afectaron de forma íntegra al sistema económico que reinaba en ese momento. Las propias debilidades frenaron en cierta medida la racha expansiva que estábamos experimentando. Todo esto generó un ambiente de incertidumbres y de expectativas muy negativas, llegándose a plantear si un crecimiento sostenido de la zona común sería posible, ya no solo para el mismo año 1998, sino también para futuros periodos.

Respecto a otra de las macromagnitudes, el PIB experimentó un crecimiento bastante significativo en relación a 1997, todo ello debido a un aumento considerable de la demanda interna, lo que supuso un giro a favor de la economía europea. Concretamente, el consumo privado fue el responsable, en cierta medida, de elevar los niveles de PIB existentes hasta el momento. Además de ello, otro factor inherente a este crecimiento fue la crecida real que experimentaron las rentas familiares, como consecuencia de la generación de más puestos de trabajo y de la disminución marginal del crecimiento de los precios de consumo. Numéricamente, la tasa de PIB creció un 3% en términos relativos respecto a 1997, según el Informe Anual del BCE (1998).

Sin embargo, respecto a la inversión, esto es, la formación bruta de capital fijo, no podríamos decir lo mismo, ya que a pesar de crecer en términos absolutos un 4.2% aproximadamente según el mismo informe citado anteriormente, desde una perspectiva relativa experimentó una disminución, aun siendo el contexto existente favorable, al existir tipos de interés a corto y largo plazo muy bajos.

Respecto al empleo, éste presentó cifras positivas, ya que fue a partir de la primavera de 1997 cuando se registró una mejora de los puestos de trabajo. Por ello, el empleo creció más de 1%, y su fortalecimiento permitió reducciones sucesivas y graduales de la tasa de desempleo de la zona euro. En términos numéricos, la tasa de desempleo disminuyó hasta alcanzar el 10.7% en diciembre de 1998, según nos muestra el Informe Mensual del BCE (1998). Según estudios internacionales, este nivel de desempleo siguió siendo elevado en comparación a otras economías, como la de EEUU, Japón o Reino Unido. Y todo esto tuvo una explicación, el carácter estructural del desempleo existente en la zona euro.

Y por último, nos referimos a la deuda pública, la cual también se vio reducida, viéndose el porcentaje por término medio de la misma con respecto al PIB reducido en 0.8 puntos porcentuales. Si lo expresamos en porcentaje, la situaríamos en un 73.8%, según informa el BCE en su Informe Anual (1998).

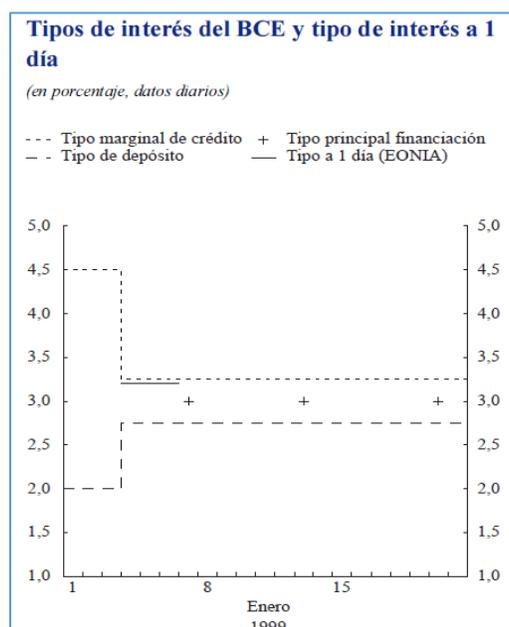
Pero lo realmente importante fue el objetivo que fijó el Consejo de Gobierno del BCE en 1998, el cual marcó el antes y el después en la toma de decisiones de política monetaria. Señaló la consecución de la estabilidad de precios, esto es, conseguir un incremento anual del índice armonizado de precios del consumo inferior al 2%, y que este se mantenga a medio plazo.

Pues bien, teniendo en cuenta las principales tendencias existentes en este año, el BCE decidió reorientar su política monetaria, lo que hizo que la autoridad monetaria tomara las siguientes medidas de actuación:

El 22 de Diciembre de 1998 el BCE decidió poner en conocimiento de los agentes económicos los tipos de interés que iban a regir las primeras operaciones de financiación en el ámbito del Eurosistema. Con ello pretendía que los mismos pudieran actuar en el mercado monetario sabiendo

de antemano los tipos de interés existentes. En concreto, se fijó en torno a un 3%, según la Nota de Prensa del BCE (22/12/1998). En la misma línea, el Consejo de Gobierno del BCE también decidió reestablecer los tipos referentes a las facilidades permanentes tanto de depósito como de crédito, siendo éstos del 2% y del 4,5% respectivamente. Aunque hay que destacar que estos tipos no eran los definitivos sino transitorios, ya que durante el periodo comprendido entre el 1 y el 21 de enero de 1999, los tipos fueron 2,75% y del 3,25% respectivamente. Gracias a los mismos, el BCE pretendía conseguir un mayor control de los precios, y así intentar lograr su objetivo final que era la estabilidad de precios. De manera ilustrativa, lo podemos apreciar en el siguiente gráfico:

Gráfico 1: Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día.



Fuente: BCE.

Y teniendo en cuenta estas medidas, el Consejo de Gobierno decidió establecer el tipo de las operaciones principales de financiación en torno al 3%, ya que esto garantizaría la estabilidad de precios a medio plazo. Asimismo, entre el 4 y el 21 de Enero de 1999, según recoge el mismo informe, el Consejo optó por fijar un margen de una amplitud de aproximadamente 50 puntos en las facilidades permanentes para ampliar y facilitar las posibilidades de adaptación de los nuevos estados que se incorporarían a la zona euro en momentos venideros. Pero siempre dejando claro que esta medida tenía carácter transitorio y temporal, ya que estaría vigente únicamente durante las tres primeras semanas de la conocida como Tercera Etapa.

Entramos ya en el año 1999, donde las medidas de política monetaria experimentaron ciertos cambios en relación a las tomadas en años anteriores. Para poder analizarlas, primero procederemos a establecer el marco macroeconómico existente en ese año, el cual incidió en la ejecución de dichas medidas. En primer lugar, resaltar el hecho más importante, que fue la adopción de una nueva moneda, el euro, dentro del Eurosistema. Esto influyó de manera significativa en las decisiones tomadas en los mercados financieros, afectando a las variables que los regulan. De hecho, la adopción del euro supuso un impulso para el desarrollo de los mercados de rentas en la zona euro.

Vamos por partes. Si nos fijamos en los mercados de renta fija, éstos experimentaron un auge en la emisión de grandes volúmenes de deuda, expresados en euros, en relación a la emisión de valores por parte de otras entidades financieras, los cuales estaban expresados en dólares estadounidenses. Concretamente, la emisión realizada tanto por las entidades financieras como por las empresas no financieras superó con creces el volumen del año anterior. Esto influyó en las decisiones que tomó el BCE acerca de los tipos de interés del mercado monetario, en relación al mercado europeo. Otro aspecto que jugó un papel importante fue la reestructuración empresarial producida en la zona euro a inicios del año en cuestión, derivada de la fuerte demanda de fondos por partes de las entidades para poder financiar sus proyectos empresariales.

Sin embargo, el sector público perdió peso relativamente, en relación a años anteriores, debido a que sus necesidades de obtener financiación del mercado europeo se vieron reducidas, y por consiguiente, redujeron su importancia en los mercados de valores, sobretodo de deuda privada. Por lo tanto, la disminución de la presencia del sector público en los mercados financieros supuso un impulso en la emisión de valores a las entidades financieras, tanto empresariales como no empresariales. Según el Boletín Mensual del BCE relativo al año 1999, puso de manifiesto que se mantuvo el objetivo establecido consistente en la estabilidad de precios, lo cual hizo que los tipos de interés de las principales operaciones de financiación no cambiaran (según la reunión del 4 de enero de ese año), es decir, se mantuvieran en sus respectivos niveles, fijados anteriormente. Por otra parte, el Boletín Mensual recogió que, para el periodo comprendido entre los días 4 y 21 de enero de 1999, se establecieron unas tasas de crédito y de depósito del 3.25% y 2.75% respectivamente. Aunque esta medida solo duraría pocos días, ya que a partir del día 21 se pretendía modificarla de nuevo para que dejara de ser una medida transitoria.

Pues tras examinar la evolución de esta medida, en la reunión del día 21 de enero de 1999, según expresa los medios de comunicación del BCE, el propio BCE observó que ya no haría falta seguir con el “pasillo estrecho” comprendido por los tipos de interés de las facilidades de crédito y de depósito, ya que las dificultades de los participantes en el mercado financiero se habían visto reducidas, por lo que esta medida transitoria se vio eliminada. Si se hubiese mantenido esta medida en el tiempo, el riesgo derivado del “pasillo estrecho” de tipos de interés repercutiría en el funcionamiento correcto del mercado financiero de la eurozona. Por tanto, ante esto, el Consejo de Gobierno decidió volver a establecer los tipos impuestos en el inicio de la Tercera Etapa, de manera que las facilidades de crédito se fijaron al 4.5% y las facilidades de depósito se fijaron al 2%, ampliando de esta forma la banda de fluctuación de las principales operaciones de financiación.

Y otro aspecto a destacar fue que las subastas realizadas por las operaciones principales de financiación se ejecutaron a un tipo de interés fijo del 3%. Dicho tipo no cambió en la primera parte del año en cuestión, con el fin de que los mercados permaneciesen estables respecto a su objetivo de la estabilidad de precios. Tras ver las mejoras de las perspectivas del mercado de valores, los tipos de interés disminuyeron, estableciéndose la siguiente correspondencia, recogida en la Nota de Prensa del BCE, de la reunión del 8 de abril: el tipo de las subastas pasó a ser del 2.5%; el tipo de crédito fue del 3.5%; y el tipo de depósito fue del 1.5%, es decir, todos se vieron reducidos en 0.5 puntos porcentuales. Pero a su vez, esta medida también fue transitoria, ya que a finales de año, según el Boletín Mensual (1999), se volvieron a situar los tipos en sus cifras iniciales (aumentaron de nuevo 0.5 puntos porcentuales), ya que la tendencia que siguió la variable M3 durante los meses centrales del año fue creciente y esto se tradujo en un incremento de los

tipos del BCE de forma progresiva. Asimismo, el tipo de referencia tomado para el crecimiento de la variable M3 se mantuvo en torno al 4.5%, mientras la tasa de crecimiento interanual de la misma a final del año se situó comprendida entre el 6-6.5%, debido en gran medida a las influencias de carácter estacional que hicieron que se elevara el volumen de millones de euros (aumento aproximado de 11 mm de euros, según nos indica las notas de prensa del BCE). En gran parte, el motivo por el que la tasa se encontró por encima de la media fue el aumento considerado de los préstamos al sector privado. Según datos obtenidos en la conferencia de prensa del presidente el día 5 de enero de 2000, se registró un 10.1% en noviembre frente al 9.9% de octubre de 1999.

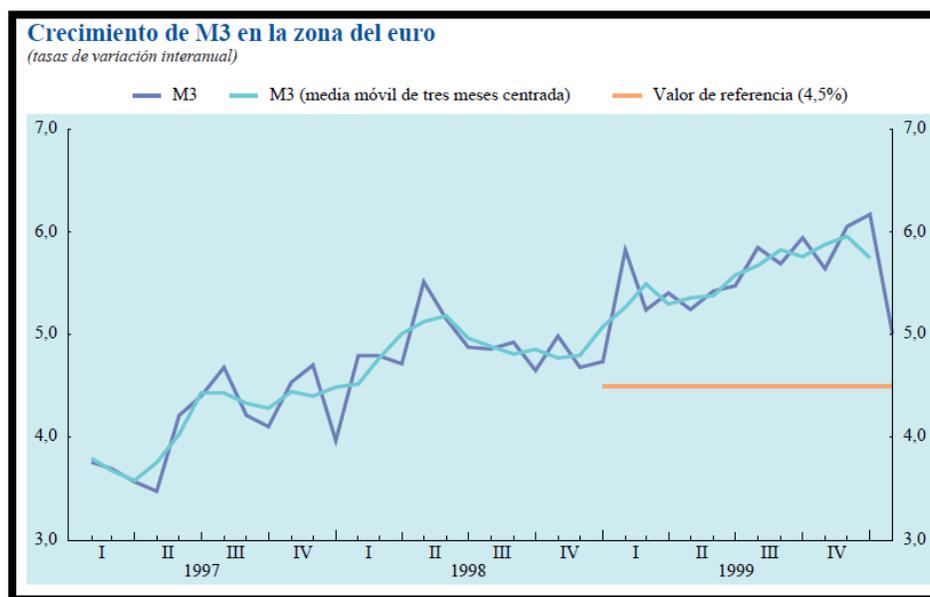
Gráficamente, podemos recoger en la siguiente tabla los valores adoptados por dicha variable en los últimos meses del año 1999.

Gráfico 2: Tasas de crecimiento interanual del agregado monetario M3 en 1999.

| Tasas crecimiento interanual | <b>OCTUBRE 1999</b> | <b>NOVIEMBRE 1999</b> | <b>DICIEMBRE 1999</b> | <b>MEDIA OCTUBRE-DICIEMBRE 1999</b> |
|------------------------------|---------------------|-----------------------|-----------------------|-------------------------------------|
| <b>M3</b>                    | 5,8                 | 6,2                   | 6,4                   | 6,1                                 |

Fuente: Nota de Prensa del BCE.

Gráfico 3: Tasas de variación interanual del agregado monetario M3 durante los últimos años del S. XX



Fuente: BCE.

El año 2000 se considera el tránsito de una década a otra, lo cual supuso que muchos de los indicadores variaran sus objetivos con respecto a los años anteriores, al mismo tiempo que se tomaran diversas medidas con el fin de conseguir el mantenimiento del objetivo primordial como era la estabilidad de precios. Según la rueda de prensa del presidente del BCE en ese momento, Willem F. Duisenberg, los mercados de valores pasaron a la nueva década sin problemas, por lo que la transición fue exitosa. Esto se debió, según justificó el mismo en la conferencia, al marco institucional y financiero del Eurosistema, el cual contaba con una alta flexibilidad y sin la existencia de “lagunas” en el marco normativo.

Por tanto, ello supuso que el marco operativo de los mercados financieros no experimentara cambios a principios de año, de manera que los tipos se conservaron sin modificaciones. Tanto el tipo de crédito como el de descuento se mantuvieron al 4% y al 2%. De igual forma, el tipo de referencia de las subastas siguió establecido en torno al 3%, según nos informó la nota de prensa del BCE de la reunión del 5 de enero del 2000.

Por otro lado, el presidente del BCE también anunció, en la declaración introductoria de la conferencia de ese mismo día, que para hacer frente a la transición de los mercados financieros a la hora de cambiar de siglo, se tuvieron que tomar medidas de expansión de la liquidez de los mismos para disponer de la misma en caso de problemas de liquidez, pero tras ver que el paso se realizó de forma satisfactoria, dicha medida iba a ser eliminada por completo.

En general, las perspectivas económicas eran positivas, de manera que la actividad en la economía mundial no dejó de avanzar a buen ritmo, impulsando a la vez el resto de economías. Según la conferencia de prensa ofrecida el 5 de enero del 2000, esto se debió en gran medida al intenso y continuo crecimiento de la economía estadounidense, así como a los repuntes alcistas de crecimiento de las economías industrializadas y al buen ritmo de expansión de los recursos del continente asiático.

Pero este panorama cambió un mes inmediatamente después de iniciar el siglo, y por consiguiente, las principales variables experimentaron variaciones. Los tipos de interés del mercado aumentaron 25 puntos básicos, según informa la Nota de Prensa de la reunión de febrero del 2000, de manera que los tipos pasaron a ser del 3.25% para las subastas realizadas en las operaciones principales de financiación, del 4.25% para las facilidades de crédito y del 2.25% para las facilidades de depósito. Esta medida tuvo su explicación: la existencia de riesgos persistente que podían afectar a la estabilidad de precios a medio plazo. Los niveles de liquidez del sistema eran bastantes generosos, y junto a ellos, la demanda de liquidez por parte del sector privado era cada vez mayor. Ello se tradujo en un aumento de los precios del mercado, y por consiguiente, en una desviación del objetivo de la estabilidad de precios. Por tanto, al existir signos de mejoras en el sistema financiero de la eurozona, estos riesgos aumentaron de forma considerable, y por tanto, ocasionaron desviaciones irremediables.

Según las consecutivas ruedas de prensa ofrecidas por el presidente del BCE, los riesgos comentados anteriormente no vieron fin, sino que cada vez iban creciendo más, por lo que se tuvieron que tomar medidas para frenarlos en cierta medida, al mismo tiempo de comprobar que las medidas tomadas generaron los efectos oportunos dirigidos a su corrección. Entre esas medidas, tal como quedan recogidas en el Boletín Mensual del BCE de ese año, podríamos mencionar la subida de 0.25 puntos porcentuales de los tipos de interés existentes en el mercado. En concreto, el tipo de las subastas pasó a ser del 3.5%, el tipo de las facilidades de crédito pasó a ser del 4.5%

y el de las facilidades de depósito pasó a ser del 2.5%. Con ello se pretendía hacer frente a los riesgos surgidos como consecuencia del creciente ritmo de crecimiento de la economía, por lo que se pretendía mantener las perspectivas prósperas de desarrollo económico. Con el establecimiento de las mismas se procuraba controlar el excesivo crecimiento de la oferta monetaria M3, la cual se alejó cada vez más del valor establecido como referente en torno al 4.5%. En el momento en el que se disparó la liquidez del sistema, esto se tradujo en un aumento considerable de los precios, y estos a su vez, en un incremento de la inflación, que no podía desviarse demasiado del 2%.

Desde otra perspectiva, tanto la trayectoria al alza del precio del petróleo, como la reducción del tipo de cambio contribuyeron a acentuar dichos riesgos, los cuales influyeron de forma directa sobre el IAPC.

Pero esta medida preventiva de corrección del riesgo derivado de la posibilidad del alza de la estabilidad de precios no solo se aplicó en marzo de 2000, sino que también se aplicó a finales de abril de 2000. Según la conferencia de prensa de ese mes, concretamente, se aplicó a partir del 28 de abril con el fin de seguir garantizando la estabilidad de precios y la sostenibilidad del crecimiento económico. Por ello, se optó por volver a aumentar los tipos en 0.25 puntos porcentuales, siendo del 3.75% el tipo de las subastas, del 4.75% el tipo de las facilidades de crédito y del 2.75% el tipo de las facilidades de depósitos. En todo momento, se pretendía a la vez controlar el agregado monetario M3, el nivel, en ese momento, del tipo de cambio del euro y que la liquidez del sistema no fuese excesiva, ya que en ese caso, se traduciría en altos niveles de inflación.

Según la rueda de prensa del 8 junio de 2000 ofrecida por el presidente, volvieron a cambiar los tipos de interés, justificándose dicho cambio al aumento considerable y continuo de los agregados monetarios y del volumen de créditos al sector privado, generándose a la vez más liquidez en el sistema. Junto a ello, el aumento del precio de las importaciones derivado de una subida al alza del precio del petróleo y de una depreciación del tipo de cambio contribuyó a tomar las decisiones de política monetaria, concretamente el aumento de 0.5 puntos porcentuales de las tasas de interés. Con ello se pretendía garantizar un crecimiento no inflacionista de los precios en la zona euro.

Por otro lado, además de cambiar el tipo de las subastas de las operaciones principales de financiación, se adoptó el cambio del tipo de subasta, pasando a ser con tipo variable, sin excluir en un futuro la adopción de nuevo de subastas de tipo fijo. Esa decisión se tomó como consecuencia del elevado y excesivo número de solicitudes por parte de las entidades para participar en las mismas.

Como el contexto económico mostraba signos de crecimiento continuo, el 31 de agosto de 2000, según la rueda de prensa ofrecida en ese mes, se decidió volver a elevar las tasas de interés en 0.25 puntos porcentuales. De igual forma, se produjo en el mes de octubre, elevándose en la misma cuantía, de manera que a finales de año los tipos de interés se encontraban de la siguiente manera: el tipo de las subastas era del 4.75%; el tipo de las facilidades de crédito era del 5.75% y el tipo de las facilidades de depósito era del 3.75%, según recoge el Informe Anual del BCE (2000) y las respectivas ruedas de prensa del 31 de agosto y del 5 de octubre.

Y en relación al agregado monetario, M3, su tasa de crecimiento interanual se vio reducida al 4.9%, valor cercano al tipo de referencia, el cual permaneció sin cambio al nivel de 4.5%.

A modo resumen, en la siguiente tabla encontramos las principales medidas de política monetaria tomadas en el periodo estudiado:

Tabla 1: Decisiones de política monetaria desde 1997 hasta la entrada en el nuevo siglo.

| AÑO  | FECHA      | MEDIDA  | DESCRIPCIÓN   |
|------|------------|---|---|
| 1998 | 22/12/1998 | Establecimiento de los tipos de interés oficiales.  | OPF: 3%<br>F.P. Crédito: 4.5%<br>F.P. Depósito: 2%        |
| 1999 | 07/01/1999 | Establecimiento de los tipos de interés oficiales.  | OPF: 3%<br>F.P. Crédito: 3.25%<br>F.P. Depósito: 2.75%    |
| 1999 | 21/01/1999 | Establecimiento de los tipos de interés oficiales.  | OPF: 3%<br>F.P. Crédito: 4.5%<br>F.P. Depósito: 2%        |
| 1999 | 08/04/1999 | Bajada de los tipos de interés oficiales en 0.5% y en 0.1% de las facilidades de crédito. | OPF: 2.5%<br>F.P. Crédito: 3.5%<br>F.P. Depósito: 1.5%    |
| 1999 | 04/11/1999 | Subida de los tipos de interés oficiales en 0.5%  | OPF: 3%<br>F.P. Crédito: 4%<br>F.P. Depósito: 2%          |
| 2000 | 03/02/2000 | Subida de los tipos de interés oficiales en 0.25%   | OPF: 3.25%<br>F.P. Crédito: 4.25%<br>F.P. Depósito: 2.25% |
| 2000 | 16/03/2000 | Subida de los tipos de interés oficiales en 0.25%   | OPF: 3.5%<br>F.P. Crédito: 4.5%<br>F.P. Depósito: 2.5%    |
| 2000 | 27/04/2000 | Subida de los tipos de interés oficiales en 0.25%   | OPF: 3.75%<br>F.P. Crédito: 4.75%<br>F.P. Depósito: 2.75% |
| 2000 | 08/06/2000 | Subida de los tipos de interés oficiales en 0.5%  | OPF: 4.25%<br>F.P. Crédito: 5.25%<br>F.P. Depósito: 3.25% |
| 2000 | 31/08/2000 | Subida de los tipos de interés oficiales en 0.25%   | OPF: 4.5%<br>F.P. Crédito: 5.5%<br>F.P. Depósito: 3.5%    |
| 2000 | 05/10/2000 | Subida de los tipos de interés oficiales en 0.25%   | OPF: 4.75%<br>F.P. Crédito: 5.75%<br>F.P. Depósito: 3.75% |

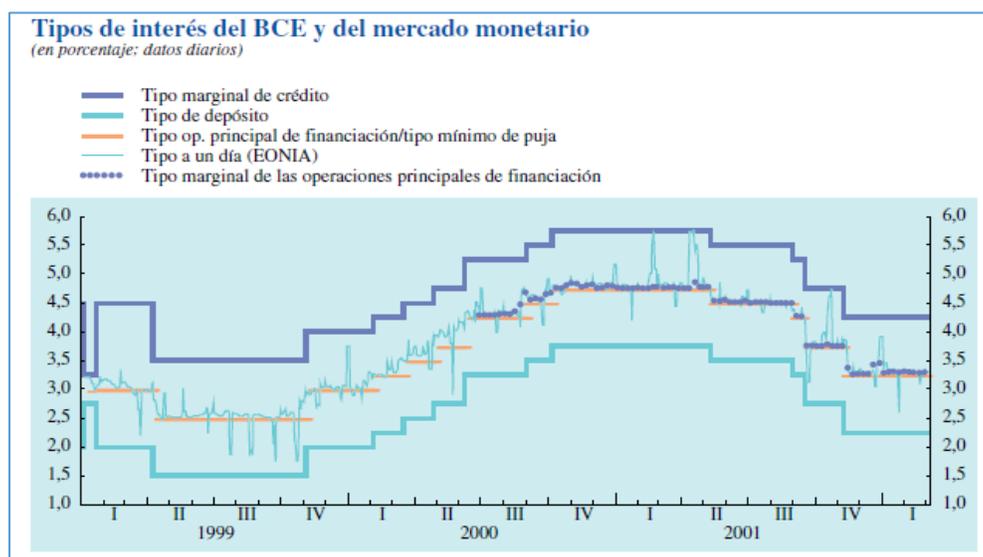
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del BCE.

## 2.2. DESDE LA ENTRADA AL SIGLO XXI HASTA 2007.

Para poder analizar las decisiones de política monetaria, en primer lugar tenemos que conocer el contexto económico del país, y así poder entender el porqué de las medidas tomadas. Para empezar, hemos de destacar que la política monetaria practicada este año no fue nada fácil, ya que la evaluación de las perspectivas de crecimiento se enfrentó a un cambio gradual de la economía global, lo cual dificultaba que las medidas que se pudieran tomar tuvieran efectos a largo plazo. Todo ello se vio reforzado por el incremento del precio del petróleo y la caída incesante del tipo de cambio. Además, si recurrimos al panorama social, hemos de destacar los atentados producidos en Estados Unidos el 11 de septiembre de 2001, los cuales influyeron de forma determinante en las decisiones que se tomaron en el marco monetario de nuestro país. Esto es, se inició un proceso de ralentización económica, que hizo que la gestión de la política monetaria se hiciera más complicada. En gran parte, los términos inflacionistas derivados de tal situación supusieron un obstáculo para la consecución de las metas establecidas.

A principios de año, los tipos de interés oficiales establecidos por el BCE se mantuvieron invariables desde su subida de 0.25 puntos porcentuales el 5 de octubre de 2000, según nos informa el Informe Mensual del mes en cuestión. Gráficamente podemos observar cómo se encontraban las tasas de interés oficiales:

Gráfico 4: Tipos de interés del BCE durante los años 1999-2000-2001



Fuente: BCE.

Como podemos ver en la imagen, las facilidades de crédito tenían como máximo un tipo del 5.75%, mientras que las facilidades de depósito tenían un tipo del 3.75%. Ambos se establecieron ante la incertidumbre generada por los riesgos que podían originarse como consecuencia de tensiones inflacionistas y de los cambios bruscos del tipo de cambio.

Como el sistema económico vigente en ese momento mostraba signos positivos y graduales de crecimiento, ello implicó un aumento de la masa monetaria y por tanto, el agregado monetario

experimentó una subida de gran medida. Ante esto, el Consejo de Gobierno del BCE decidió adjudicar a principios de año, concretamente el día 4 de enero de 2001 según nos informa la nota de prensa de ese día ofrecida por el BCE, una cantidad de 20 mm de euros a las operaciones de financiación a plazo más largo, con el fin de poder hacer frente al aumento de demanda de liquidez por parte del sector privado, pero también del sector público mediante la realización de operaciones principales de financiación. Es por ello que para conceder esa cantidad de liquidez el Consejo de Gobierno tuvo que analizar de forma previa las necesidades de los distintos agentes económicos.

A pesar de ello, la situación experimentó ciertos cambios, de manera que se tuvieron que realizar variaciones en las tasas de referencia existentes. Según el Boletín Mensual de mayo de 2001, las tasas de interés se vieron reducidas en 25 puntos básicos, volviendo a sus niveles antes de su última variación. Esta medida se debe a la reducción del riesgo de incertidumbre ante el precio del petróleo, el cual experimentó una cierta reducción, al igual que el tipo de cambio del euro se apreció. Ambos acontecimientos hicieron que las tasas se vieran reducidas. Esto es, se decidió reducir las tasas ante las influencias inflacionistas a medio plazo. Junto a ello, no había señales de que el resto de economías como la de Estados Unidos tuvieran efectos perjudiciales a la nuestra, aspecto que sí tendría consecuencias más adelante, tal como hemos comentado al principio.

Ahora bien, no se puede hablar de una caída de los precios de forma generalizada, ya que si bien el precio del petróleo empezó a declinar, no ocurrió lo mismo con el precio de los alimentos y otros servicios no elaborados, ya que éstos experimentaron una subida significativa derivada del aumento de los impuestos sobre el consumo (impuestos indirectos). De forma global, podríamos decir que todos estos factores pudieron evitar que la inflación cayera por debajo del 2%, tal como estaba planteado en la consecución de la estabilidad de precios, objetivo primordial hasta el momento del sistema económico del país.

Asimismo, comentó el presidente del BCE en la rueda de prensa ofrecida el 1 de marzo de 2001 que la realización de ciertas modificaciones estructurales contribuyó a conseguir un crecimiento estable sin generar tensiones inflacionistas. Pero observando los ejercicios presupuestarios vieron que las medidas estructurales eran de difícil aplicación. Tal como comentó el presidente: “Las reducciones de impuestos eran bienvenidas, pero los planes presupuestarios actuales previeron una limitación del gasto insuficiente”. Aun así, las perspectivas sobre el crecimiento económico fueron más equilibradas que a finales del año pasado, lo cual evitó en cierto grado que los riesgos existentes crecieran al alza.

Si continuamos, a mediados del año 2001, el riesgo existente acerca de la inflación experimentó un cambio a la baja, lo cual favoreció la inexistencia de exceso de liquidez y el agregado monetario M3 continuó su curso con tendencia a la baja. Ello se debió, en gran medida, a la evolución de los componentes más líquidos de M3, ya que éstos no experimentaron una expansión rápida de sus cifras, sino que fue de forma más ralentizada.

Concretamente, en el mes de mayo, el Consejo de Administración del BCE llevó a cabo una de sus revisiones, y tras analizar la situación existente descrita anteriormente sobre el nivel de precios y los riesgos existentes para la consecución de la estabilidad de los mismos, se decidió a volver a bajar los tipos existentes hasta el momento en 0.25 puntos porcentuales, de manera que el tipo de las operaciones principales pasó a ser del 4.50%, el tipo de las facilidades de crédito pasó a ser del 5.50% y el de las facilidades de depósitos del 3.50%, los cuales empezaron a estar en vigor a partir

del día 15 y 11 de mayo respectivamente. Entre los motivos por los cuales se produjo esta caída se recalcaron las presiones inflacionistas a medio plazo, las cuales obligaron a reajustar de nuevo las bandas de fluctuación del tipo de referencia.

Ahora bien, si atendemos al agregado monetario M3, podemos destacar que éste experimentó una tendencia progresiva a la baja, alcanzando su tasa media cifras en torno al 4.8%. Si lo comparamos con los años analizados anteriormente, vemos claramente ciertas diferencias, y ello se tradujo en un menor flujo de liquidez en los mercados financieros. A pesar de mostrar estas cifras, se indicó que existían ciertos indicadores distorsionadores al alza los cuales hicieron que no se reflejara la cantidad existente verdaderamente. Por tanto, a grandes rasgos, las distorsiones al alza no supusieron una amenaza potente para la consecución de la estabilidad de precios, aunque la tendencia general era que la liquidez existente dentro del sistema económico se encontraba en decrecimiento.

Y si atendemos a los términos inflacionistas, observamos que el IAPC siguió dependiendo de las modificaciones que se producían en el mundo laboral, encontrándose en una clara reducción, y ello se debió a la evolución de las presiones internas. En este caso, la trayectoria de los precios se vio entorpecida por la evolución de los precios de los alimentos no elaborados, ya que éstos se vieron afectados por los problemas de salud existentes en el momento derivados del consumo de carne y por consiguiente, de las consecuencias de un brote de fiebre aftosa (por subida de la temperatura corporal), los cuales pusieron en juego la estabilidad de precios.

Asimismo, la estabilidad de precios se vio influenciada por la trayectoria que siguieron las remuneraciones en el mercado laboral, así como por la existencia del famoso Pacto de Estabilidad y Crecimiento, el cual jugó un papel esencial en las decisiones monetarias próximas.

Durante los meses posteriores a mayo, la tendencia general no cambió, ya que los tipos de interés permanecieron invariables y la trayectoria del agregado monetario siguió siendo a la baja, si bien distorsionada por las carteras de instrumentos monetarios existentes en el mercado financiero-monetario y por los valores de deuda a corto plazo de los residentes dentro de la zona euro. Una vez llegados al mes de agosto, se volvió a producir otra reducción de las tasas de interés en 25 puntos básicos, mostrándose una clara mejoría en las perspectivas de la evolución de los precios, tal como quedó recogido en el Informe Mensual del BCE de agosto de 2001.

En concreto, el determinante esencial de esta disminución fue la menor presión inflacionista que se registró por el lado de la demanda, como consecuencia de la falta de crecimiento de la demanda externa derivada del lento crecimiento de la economía estadounidense y del consumo en la eurozona, éste último ocasionado por pérdidas en el poder adquisitivo de los residentes europeos. Sin embargo, esta disminución de la inflación ayudó a potenciar la demanda interna, ocasionando por otro lado efectos positivos, los cuales se derivaron de una reducción de las tasas impositivas en el resto de países y a la existencia de buenas condiciones de financiación dentro de la zona euro, ya que la masa monetaria mostraba buenas cifras, aunque según los expertos, un poco encubiertas.

Y por último, a finales del año, concretamente en septiembre de 2001, como consecuencia de los atentados terroristas llevados a cabo el 11 de septiembre en Estados Unidos, el Eurosistema decidió poner en marcha operaciones de ajuste fino, mediante la inyección de liquidez, así como una evaluación económica del mercado de Estados Unidos y del resto de mercados. Por ello, se

empezaron a realizar actividades de cooperación del Eurosistema junto con la Reserva Federal de Estados Unidos. En lo que respecta a los tipos de interés, éstos experimentaron una reducción de 0.5 puntos porcentuales como consecuencia de la gran incertidumbre existente en los mercados financieros tras el atentado terrorista, según nos comunicó el presidente en la rueda de prensa ofrecida el 17 de septiembre. Según el Consejo de Administración del BCE, fue la decisión más adecuada, ya que tal acontecimiento ejerció presiones de crecimiento a la baja, creando un clima desfavorable de la zona corto plazo. Dentro de este contexto trágico, lo único positivo fue la caída de los precios del petróleo, y de esta manera, se pudo controlar las presiones inflacionistas y contener el apoyo a la renta real de los consumidores, sosteniéndose a medio plazo el consumo de muchos de los países afectados.

Como consecuencia de tal acto, y según nos indica el Informe Anual de 2001, la masa monetaria M3 aumentó considerablemente, generando una tasa media en torno al 6.8% entre agosto y octubre, lo cual pudo poner en riesgo el sistema, pero que al final no resultó de gran importancia, ya que las variables influyentes en la misma no generaron fuertes presiones. En concreto, la demanda del crédito por parte del sector privado siguió disminuyendo tras el atentado, y la gran incertidumbre en los mercados financieros hicieron que el aumento de liquidez, requerido y necesario en esos momentos, no supusiera un riesgo a garantizar la estabilidad de precios a medio plazo. De igual modo, siguieron bajando las tasas de referencia en 0.5 puntos porcentuales, de manera que a final de año, y según queda recogido en la rueda de prensa ofrecida por el presidente del BCE el 8 de noviembre, éstas se encontraban en torno al 3.25% el tipo de puja; 4.25% y 2.25% los tipos aplicables a las facilidades de crédito y depósito respectivamente.

En definitiva, la posible aparición de efectos conocidos como de segunda vuelta influyeron en la estabilidad de precios, mediante su impacto en los salarios, los cuales han ejercido presión a su vez en los precios del consumidor. Asimismo, podríamos destacar que esta tendencia continuó; y si analizamos el contexto actual, podríamos resaltar dos componentes que apoyaron esta opinión. En primer lugar, la falta de movimientos financieros dentro del sistema económico contribuyó a reducir las presiones inflacionarias derivadas del mercado de trabajo. En segundo lugar, hubo signos positivos, relativos a los precios del consumidor y del productor, los cuales confirmaron que el aumento de la inflación de estos precios fue temporal y que, en caso de que no se produjeran nuevos movimientos desfavorables, era factible que la estabilidad de precios se reestableciera a medio plazo. La tendencia bajista de la inflación de precios al consumidor contribuyó a controlar las expectativas de inflación que se generaron en los agentes económicos, lo que influyó en el propio precio y en la fijación de los salarios.

Acto seguido, vamos a analizar la trayectoria de las decisiones de la política monetaria en el año 2002, hemos de decir que según el Consejo de Gobierno, los sucesivos acontecimientos producidos en la economía global no eran distintos de las medidas acerca de los tipos de interés que se tomaron en los periodos previos al año en cuestión. Éstos se mantuvieron sin cambios en los niveles fijados a finales del año 2001.

En primer lugar, hemos de destacar que la tasa media de la masa monetaria existente en la economía experimentó una cierta elevación, estableciéndose en torno al 7.4%, según recogió el Informe Mensual del BCE del mes de enero de 2002, y tomando como detonantes del mismo las explotaciones que los inversores hicieron del líquido existente en los mercados financieros. De hecho, el Consejo de Gobierno decidió asignar 20.000 millones de euros a las operaciones de

financiación a plazo más largo para que pudieran hacer frente durante el transcurso del año a la demanda de liquidez por parte de los agentes económicos, informando de ello en la nota de prensa dada el 3 de enero. Esto se debió a la gran incertidumbre que existía tras los atentados producidos en EE.UU. Aunque se puede decir que esta tendencia solo fue temporal.

Sin embargo, a principios del periodo, las condiciones financieras no mostraban signos pesimistas, lo cual se tradujo en una mejora del comportamiento de los consumidores ya que la renta real disponible experimentó un aumento, y ésta a su vez, potenció la demanda interna. Y todo ello fue posible gracias a una disminución esperada de la inflación de los precios al consumidor. En líneas generales, en los mercados existían datos que inducían a una recuperación de la economía de la zona euro.

Conforme avanzamos en el transcurso del año, el Consejo de Gobierno verificaba que los tipos de interés establecidos eran acordes con la situación económica existente en ese momento. Atendiendo a la masa monetaria, la tasa promedio de la misma experimentó una elevación porcentual considerable, situándose en torno al 8%, cifra recogida en el Informe Anual del BCE (2002). Pero este aumento fue relativo, ya que en marzo se vio reflejada una disminución, debido al proceso de normalización en el desarrollo de M3. Asimismo, la tasa de crecimiento anual de los préstamos al sector privado contribuyó a determinar el ritmo de decrecimiento de la oferta monetaria.

Si atendemos a la situación vigente en términos de PIB, vemos que la confianza empresarial desde que se produjeron los atentados hasta mediados del año 2002 mostró signos de recuperación, favoreciendo las condiciones para poder efectuarse correctamente una recuperación sostenida a largo plazo de la demanda interna de la zona euro, junto con la existencia de condiciones financieras favorables. Esta recuperación fue confirmada por las primeras estimaciones registradas estadísticamente por la web de Eurostat sobre el crecimiento del PIB real. Concretamente, estas estimaciones mostraron que las tasas de crecimiento al trimestre mejoraron desde el -0.3% existente en el último cuarto del año 2001 hasta tasas prudentemente positivas a principios de 2002. Incluso algunos expertos asintieron que si miramos a un futuro cercano, se podrían ver signos que apuntarían a una recuperación consolidada y sostenida de la demanda interna, pero también del comercio exterior, acorde a un entorno externo más próspero.

En términos de inflación, vemos que ésta, según queda indicado en el Informe Anual del BCE (2002), medida por el IAPC, experimentó una caída alcanzando en mayo de 2002 un valor aproximadamente al 2%, la cual se debió al efecto de un repunte que se originó en mayo de 2001. Pero si observamos el corto plazo, vemos que la inflación registró cifras elevadas, y ello se debió a las tendencias de los precios de los servicios. Sin embargo, últimamente se produjo una apreciación del tipo de cambio del euro, lo cual contribuyó a contener las presiones inflacionistas en cierto modo, ya que no podemos asegurar con total seguridad el impacto que tuvo esa apreciación en el IAPC.

Por último, si miramos la tendencia a finales del año 2002, podríamos observar como el agregado monetario M3 se mantuvo apenas sin variaciones. Todo ello reflejado tanto en el coste de oportunidad de mantener dinero en manos del público como todos los desplazamientos de cartera producidos hacia una masa monetaria renovada, sabiendo que el ambiente en el mercado financiero estaba cargado de incertidumbre. Ahora bien, si tomamos como referencia un horizonte temporal a largo plazo, existían serias preocupaciones por un mayor volumen de liquidez en el

sistema financiero, lo cual era necesario para poder financiar un crecimiento económico sostenible y no con carácter inflacionista. Pero si el contexto fuese a corto plazo, no existirían riesgos de producirse efectos inflacionistas, dada la poca demanda que había por parte del sector público y del sector privado.

Al mismo tiempo, el bajo nivel de los tipos de interés existentes a final de año fue estimulante de la demanda de los activos más líquidos, incluidos dentro del agregado monetario M1. Éstos se redujeron 0.5 puntos porcentuales según nos indicó el presidente del BCE en la rueda de prensa del 5 de diciembre, siendo el tipo mínimo de puja del 2.75%, el tipo de las facilidades de crédito del 3.75% y el de las facilidades de depósito del 1.75%. En definitiva, los préstamos concedidos al sector privado se estabilizaron, mostrando tasas de crecimiento ligeramente superior al 5%, ampliamente en línea con la media establecida.

Seguimos ahora con el análisis de las decisiones de política monetaria tomadas durante el transcurso del año 2003. Hemos de destacar que las perspectivas sobre la estabilidad de precios a medio plazo no se modificaron desde las últimas variaciones que se realizaron en diciembre de 2002 en torno a los tipos de interés de las facilidades permanentes y de las subastas. De hecho, los tipos permanecieron sin cambios.

Tomando como referencia la masa monetaria M3, el promedio de la misma no experimentó cambios desde el mes de agosto del año 2002. Sin embargo, las preferencias de los inversores financieros por la posesión de activos líquidos y fiables siguió siendo un incentivo para el mantenimiento de una fuerza impulsora sobre los mercados financieros. Todo ello quedó justificado en la existencia de tipos de interés relativamente bajos, lo cual supuso un atractivo para los inversores. Por tanto, en líneas generales, la liquidez existente en el sistema económico de la zona euro era holgada.

A pesar de todo, a principios de año seguía existiendo un panorama de cierta incertidumbre, en el que los inversores se mostraban, en cierto modo, reacios al riesgo existente originado por las tensiones geopolíticas dentro de la zona euro. Junto a ello, la falta de transparencia en la fijación de los precios del petróleo también contribuyó generando un impacto negativo sobre las actividades económicas en curso, y por ende, en los niveles de empleo de la eurozona.

Conforme nos vamos adentrando dentro del año, en el mes de marzo, se produjo una reducción de las tasas de interés en 0.25 puntos porcentuales como consecuencia de la mejora de las perspectivas de la estabilidad de precios a medio plazo y de la apreciación del tipo de cambio del euro, tal como nos informó el presidente en la rueda de prensa dada el 6 de marzo. Y estos efectos se tradujeron en un ligero ascenso de los precios, como consecuencia además del aumento de los precios del petróleo y de los precios de los alimentos. Según la fuente estadística de Eurostat, la relativa volatilidad del mercado del petróleo pudo ser la causante de tal efecto en los precios.

Pero todo cambió con el estallido de la guerra de Irak a finales de marzo de 2003, la cual supuso ciertas alteraciones de las medidas establecidas hasta el momento. Pues bien, hasta la fecha, la orientación de la política monetaria era compatible con la situación económica de la zona euro. Pero al final de la guerra de Irak, la volatilidad existente en los mercados financieros se vio reducida de forma significativa, acompañada de un aumento considerable de las cotizaciones bursátiles. Sin embargo, siguieron existiendo riesgos poniendo en entredicho la estabilidad a medio plazo. Entre éstos podemos resaltar los desequilibrios macroeconómicos generados fuera de la

zona euro y los problemas de salud derivados de la llegada del virus SARS. Junto a ellos, no podía faltar la incertidumbre existente en el sector empresarial para conseguir los niveles fijados de productividad y de rentabilidad, los cuales influyeron de manera directa en las tasas de empleo y de consumo privado.

En cuanto al agregado monetario M3, el sistema mostraba cifras de liquidez por encima de la necesaria con el fin de evitar un crecimiento inflacionista. Podemos decir que las bajas tasas de interés contribuyeron a este crecimiento monetario de la zona. A pesar de ello, la acumulación de liquidez no debió traducirse en fenómenos inflacionistas, ya que el crecimiento económico era modesto. Por lo tanto, los riesgos existentes no supusieron un obstáculo para garantizar la estabilidad de precios a medio plazo.

Llegados a mediados de año, en junio se decidió volver a reducir los tipos de interés en 50 puntos básicos, ya que las perspectivas de la estabilidad de precios habían mejorado, según la rueda de prensa del BCE ofrecida el día 5 de junio. Además, a la hora de reducirlas se tuvieron en cuenta los riesgos posibles que se podían dar para conservar el crecimiento económico. Conjuntamente, las expectativas de crecimiento de la renta real disponible eran cada vez mayores, ya que no existían desequilibrios pronunciados en el sector de los hogares para poder impedir dicho crecimiento. Y en lo que respecta al agregado monetario, según la fuente Eurostat, la liquidez existente seguía siendo superior a la necesaria para mantener el equilibrio monetario. Esto se debió al fomento de los desplazamientos de cartera que los inversores realizaron en los mercados monetarios, influidos por las preferencias de activos líquidos y seguros. Como consecuencia, los préstamos del sector privado experimentaron un aumento a un ritmo mayor que la propia masa monetaria M3, mostrando una tasa de crecimiento anual en torno al 5%, cifra recogida en el Informe Anual del BCE (2003).

Acto seguido, en los últimos meses del año no se registraron grandes cambios. La orientación de la política monetaria era la adecuada para la consecución del objetivo macroeconómico fijado desde los inicios, por lo que no hubo que modificar los tipos de interés, los cuales habían alcanzado los mínimos históricos, tanto a nivel nominal como a nivel real, ayudando al mismo tiempo a evitar que se reduzca el ritmo de crecimiento económico. Sin embargo, un aspecto a destacar fue que, concretamente el 16 de octubre de 2013, sustituido el presidente del BCE por Jean-Claude Trichet, el cual asumió desde ese momento las funciones como presidente del Banco Central Europeo.

En lo relativo a la inflación, los precios de los alimentos no elaborados ejercieron cierta presión al alza sobre los términos inflacionistas, como consecuencia en gran medida de la ola de calor que afectó los terrenos rurales el verano de 2003. Asimismo, los precios del petróleo permanecieron altos ante la elevada incertidumbre existente tras la guerra en Oriente Medio y los aumentos impositivos tuvieron una incidencia clara sobre la inflación.

Por ende, las medidas tomadas se mantuvieron de acuerdo a lo pactado el 4 de diciembre, última reunión de 2003, ya que a medio/largo plazo contribuyeron a garantizar la estabilidad inflacionista. En términos generales, y tras más de cuatro años, la estrategia de la política monetaria del BCE, que fue publicada el 13 de octubre de 1998, se articuló en torno a tres pilares fundamentales: un objetivo macroeconómico de estabilidad de precios a medio plazo, una importancia relativa asignada al dinero en el marco de la valoración de los conflictos para la consecución de la estabilidad de precios y una valoración de las perspectivas de la inflación a través de un conjunto amplio de indicadores económicos.

Durante más de cuatro años, dicha estrategia resultó factible, por lo que el Consejo de Gobierno decidió realizar una valoración de la misma, teniendo en consideración la opinión pública y varios estudios realizados por los expertos del Eurosistema.

Para empezar, pasaron a precisar el objetivo macro establecido: "La estabilidad de precios se define como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) inferior al 2% para el conjunto de la zona del euro; la estabilidad de precios ha de mantenerse a medio plazo". Tras ello, el Consejo de Gobierno pasó a confirmar que si logran la estabilidad de precios, dirigiría sus esfuerzos a defender un nivel de inflación inferior pero cercana al 2% a medio plazo. Esto es, el BCE decidió contar con un fondo de seguridad holgado que sirviera de protección para afrontar los riesgos de deflación, al mismo tiempo que contemplaría la existencia de un sesgo de cálculo en el IAPC y las implicaciones de los diferentes niveles de inflación entre los distintos países de la eurozona.

Por tanto, las decisiones de política monetaria, según el Consejo de Gobierno, siguieron basándose en un análisis exhaustivo y detallado de los posibles riesgos que pudieran poner en peligro la estabilidad de precios.

A tal fin, el Consejo de Gobierno decidió asimismo que la revisión del valor de referencia dejara de tener un carácter anual, para que la proyección fuera a más largo plazo. Aun así, se siguió realizando una valoración de las condiciones y premisas subyacentes.

Llegamos con el análisis económico al año 2004, donde trataremos de poner de relieve las medidas de política monetaria que se tomaron y el motivo de las mismas. Para empezar, el presidente del BCE expresó en la primera reunión del año, que tuvo lugar el día 8 de enero de 2004, el mantenimiento de los tipos de interés oficiales, ya que la actividad económica mostró signos de recuperación.

Concretamente, en el ámbito exterior, las últimas variaciones del tipo de cambio afectaron de forma negativa la competitividad de los precios de los productos exportados. Sin embargo, esto fue compensado por el fuerte aumento de la demanda mundial. En general, las exportaciones dentro de la zona euro seguirán creciendo. Y en el ámbito interno, la formación bruta de capital se vio beneficiada por los ajustes llevados a cabo por el sector empresarial para mejorar su productividad y al mismo tiempo, sus niveles de rentabilidad.

Acto seguido, el consumo privado también recibió la ayuda del crecimiento de la renta real disponible, el cual se debió en parte a las condiciones favorables de intercambio de bienes y servicios y a la inflación derivadas de la última subida del tipo de cambio.

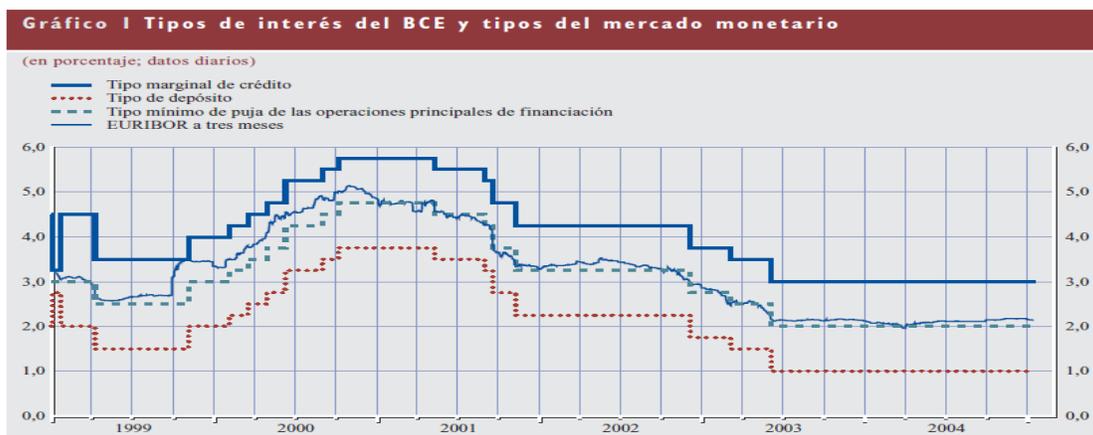
En lo que respecta al agregado monetario M3, la liquidez existente era superior a la necesaria, lo cual no supuso problemas al tratarse de una recuperación económica con carácter gradual. En caso contrario, supondría términos inflacionistas elevados y desequilibrios monetarios dentro de la zona euro.

Esta situación cambió a raíz de las modificaciones realizadas en el primer trimestre del 2004 en el marco operativo de la política monetaria del Eurosistema. Estos cambios afectaron a la demanda de liquidez por parte de los agentes económicos. Cabe destacar los más relevantes:

- Definición del periodo para mantener las reservas mínimas, el cual tuvo su origen el día de liquidación de la operación principal de financiación que se realice.
- El vencimiento de las operaciones principales de financiación se redujo, pasando de dos semanas a una semana.
- La ejecución de las operaciones principales de financiación a plazo más largo se realizaría los últimos miércoles de cada mes.
- Las variaciones de los tipos de interés de las facilidades permanentes serían aplicadas el primer día desde que se inicie el periodo de mantenimiento.
- Definición más completa y detallada de los valores que se tomarían como activos de garantías para poder operar como contraparte en el mercado monetario.

Conforme fuimos avanzando, se hicieron efectivas las nuevas medidas de política monetaria. Los tipos de interés oficiales tanto de las subastas como de las facilidades permanentes permanecieron inalterados desde su última modificación. El tipo de puja se encontró en un 2%, el de las facilidades de crédito en un 3% y el de las facilidades de depósito en un 1%, tal como queda recogido en el gráfico adjunto.

Gráfico 5: Evolución de los tipos de interés del BCE desde 1999 hasta 2004.



Fuente: BCE.

Esto fomentó el aumento de M3, al haber más agentes demandando una liquidez cada vez mayor en los mercados monetarios. Y por consiguiente, supuso un aliciente al aumento de la demanda interna, concretamente del consumo privado. Como vemos en el siguiente gráfico (Gráfico 6), en el que queda reflejada la trayectoria del agregado monetario M3 durante varias décadas, tras la caída pronunciada en 2003, el agregado monetario empezó a presenciar expectativas de mejora a lo largo de 2004.

Como podemos observar, el aumento de la liquidez por parte de los ciudadanos se vio reflejado en un aumento de la cantidad de dinero en la economía. Pero esta recuperación fue gradual y con cierta lentitud, ya que existía aun aversión al riesgo por parte de los hogares. En cualquier caso, la demanda de activos por parte de los agentes económicos no cesó.

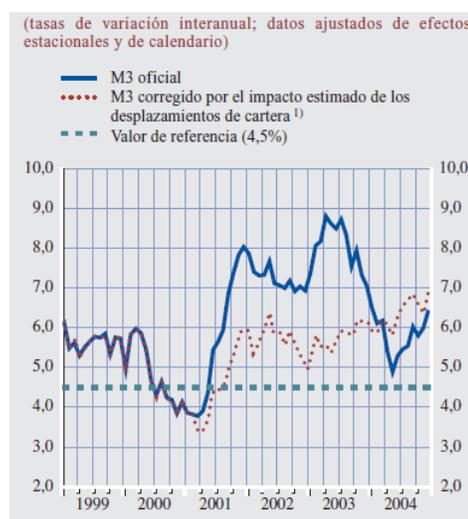
Pues bien, si miramos el indicador adjunto, el M3 corregido, hemos de decir que su estimación estuvo sujeta a ciertos grados de incertidumbre. Si nos fijamos, en los últimos tres trimestres del año 2004, la tasa de M3 estuvo por debajo de la tasa de M3 corregida. Ello se debió al efecto moderador que generó la normalización del comportamiento de los agentes económicos en la nueva asignación de la cartera de activos líquidos. Aun así, algunos expertos achacaron dicha situación a la existencia de reducidas tasas de interés, y no tanto a la nueva asignación de la cartera. Teniendo en cuenta estas consideraciones, hemos de destacar que el principal componente causante del aumento de M3 fue el componente más líquido existente, esto es, M1 (efectivo en circulación y depósitos a la vista), al igual que ocurrió en 2003.

Si nos fijamos en la tasa de crecimiento del PIB, según la fuente estadística de Eurostat, la tasa del último cuarto del año 2003 fue del 0.3%, mientras que la tasa del primer trimestre del año en cuestión fue del 0.4%, lo cual puso de manifiesto que la recuperación económica estaba en marcha continua y gradual. Y si atendemos a los términos inflacionistas, según el Informe Anual del BCE (2004), la tasa de inflación experimentó una reducción, alcanzando cifras del 1.6% en febrero de 2004, desde la última variación registrada del 1.9% en enero del mismo año.

Pues bien, dicha caída se produjo como consecuencia de la modificación de los precios de los factores energéticos, concretamente la modificación al alza de los precios del petróleo que se produjo en 2003 se decidió erradicarla de la base de cálculo de la tasa anual en febrero de 2004. Si avanzamos en el año, y según el Boletín Mensual de octubre de 2004, en ese mes se registró otro aumento de los precios del petróleo, lo cual se tradujo en una alerta inmediata para desviar la estabilidad de precios. A pesar de ello, la inflación subyacente permaneció estable, por lo que los efectos derivados del mismo se controlaron bastante bien. Por lo tanto, si miramos a corto plazo, esta tendencia al alza si podría poner en riesgo la estabilidad planteada, mientras que si miramos más allá del corto plazo, el panorama era compatible siempre que los salarios se desarrollaran de forma contenida y sin cambios excesivos y radicales.

En definitiva, a pesar de los eminentes grados de incertidumbre y de riesgo existentes en el sistema económico, éstos no supusieron un obstáculo para la consecución de la estabilidad de precios, ya que la demanda tanto interna como externa presentó signos positivos con tendencia creciente, derivado del fomento de la inversión en bienes de equipo y software y del consumo privado, todo ello debido a unas tasas de crecimiento del PIB real en continuo ascenso, derivadas de un moderado aumento de los costes laborales y de un control fuerte de los precios de la energía. Y también gracias a la favorable evolución de las exportaciones dentro de la zona euro. De hecho, si no se hubiesen pagado dividendos en el mes de diciembre, lo cual supuso un aumento de los ingresos de los individuos, la tasa de ahorro personal se habría reducido considerablemente, poniendo en riesgo la viabilidad de pago de los ciudadanos.

**Gráfico 6: Evolución de la tasa de variación del agregado monetario M3 desde 1999 hasta 2004.**



Fuente: BCE.

Para empezar el año 2005, hemos de decir que el crecimiento económico durante el primer semestre de 2005 fue contenido, debido al alza de los precios del petróleo, a una disminución transitoria del volumen de comercio global y a los efectos de la variación del tipo de cambio del euro. Todo ello cambió de dirección en el segundo semestre del año, donde se retomaron los índices de crecimiento potencial de la actividad económica, todo gracias a la consolidación de la inversión empresarial, al aumento de los beneficios de los agentes empresariales y a las favorables condiciones de financiación.

A pesar de los aumentos experimentados por los precios de las materias energéticas, los términos inflacionistas permanecieron contenidas dentro de los márgenes de fluctuación. Asimismo, la tendencia a la baja de los precios de las importaciones, en concreto, de los bienes manufacturados, supuso un freno a la inflación y evitó que excedieran los límites establecidos.

Junto a esas decisiones, encontramos las relativas al agregado monetario M3, el cual se mantuvo por encima de lo necesario ya que los tipos de interés oficiales permanecieron en los mínimos históricos hasta casi finales del año en cuestión, según nos comunica el Informe Anual del BCE (2005). Es por ello que los niveles de liquidez eran mayores pero a la vez, estaban muy controlados por las autoridades. De hecho, el bajo nivel de los tipos de interés impulsó la demanda de crédito por parte del sector privado, viéndose acelerado el volumen de concesión de préstamos a sociedades no financieras. Por otro lado, se registró un aumento considerable de la demanda de préstamos para la adquisición de viviendas, lo cual contribuyó a la dinámica de precios de las viviendas dentro de la zona euro. En definitiva, el aumento de liquidez existente en la economía europea junto con los aumentos de los precios de las viviendas conllevó a una situación insostenible en los mercados inmobiliarios.

En lo que respecta al crecimiento del PIB, las tasas de crecimiento fueron creciendo conforme iban avanzando los meses, aunque de manera más débil que el año 2004. Ello se debió, tal como nos anuncia el Informe Anual del BCE, al alto grado de incertidumbre existente en el panorama europeo. Concretamente, pasamos de una tasa de crecimiento en torno al 1.8% en 2004 a una tasa de crecimiento del PIB en torno al 1.1% en el primer semestre de 2005. Dicha situación cambió a partir del segundo semestre, pero se notó más el cambio a principios del año 2006, debido a una mayor contribución de la demanda externa neta, mediante el fomento de las exportaciones de productos manufacturados europeos.

Volviendo a la trayectoria de los precios y según el mismo informe anual, la inflación mostró pocos cambios desde finales del año 2004, situándose en marzo-abril aproximadamente en torno al 2.1% su tasa de crecimiento. Los incrementos salariales se mantuvieron contenidos y muy similares de los existentes en enero de 2005. De hecho, la tasa de inflación se mostró cercana al 2% en el mes de mayo, apenas sin variaciones respecto al mes anterior. Por lo tanto, dicha tendencia se mantuvo hasta finales de año, en la que la presión inflacionista subyacente se conservó contenida en torno al objetivo macroeconómico establecido a medio plazo.

Pues bien, el aumento de los precios del petróleo continuó durante un periodo de tiempo mayor al que se esperaba, y ante esto, en diciembre de 2005 se tomó la decisión de reorientar la política monetaria, para proceder a llevar a cabo un ajuste monetario implantando una orientación acomodaticia de la política monetaria para hacer frente a los riesgos patentes. Como consecuencia de esa medida, el mismo mes de diciembre el Consejo de Gobierno del BCE decidió elevar las tasas de interés oficiales en 0.25 puntos porcentuales, tal como queda recogido en la nota de prensa

del 1 de diciembre, después de haberlos mantenido sin ninguna variación durante aproximadamente dos años y medio. De tal manera que el tipo de las subastas pasó a ser del 2.25%, y del 3.25% y 1.25% los tipos de las facilidades de crédito y de depósito respectivamente. Para aclarar cualquier duda, los veremos reflejado en el siguiente gráfico:

Gráfico 7: Evolución de los tipos de interés del BCE desde 1999 hasta 2005.



Fuente: BCE.

Acto seguido, se puso en marcha la nueva orientación de la política monetaria adoptada, la cual era más acorde a contribuir al crecimiento económico en la zona euro. Un aspecto a destacar fue que a pesar de aumentarse las tasas oficiales, aun así siguieron siendo bajas tanto en términos nominales como reales. Asimismo, se plantearon ciertas modificaciones en la concepción de los precios, ya que se sugirió excluir a las materias energéticas del índice de precios, al mismo tiempo que retener algunos elementos distorsionantes como son los productos manufacturados que no se comercializaron a nivel internacional. Por lo tanto, en líneas generales, el año 2005 fue un año que presentó un ritmo de expansión vigoroso, aunque de forma más débil que el año previo.

Proseguimos con el año 2006, que a grandes rasgos, fue un año con crecimiento económico y con cierta estabilidad en los términos inflacionistas. Por lo que se podría decir que las condiciones al principio del año eran bastante favorables. El PIB había empezado a fortalecerse tras los últimos cambios experimentados en sus tasas en el último trimestre de 2005, a pesar del impacto de los altos precios del petróleo. En concreto, según encuestas realizadas y valoradas por el Consejo de Gobierno, el clima existente era próspero y la actividad económica empezó a fortalecerse y a aumentar progresivamente, potenciado en gran medida por una mayor demanda interna, derivada de un ascenso del consumo privado y de la inversión realizada por el sector empresarial. Asimismo, jugó un papel muy importante el nuevo marco regulatorio del mercado laboral, ya que contribuyó de forma incidente en la actividad económica, recogiendo cifras positivas relativas al empleo, tal como queda plasmado en el Informe Anual del BCE (2006).

En lo relativo a los tipos de interés, a principios de año, éstos permanecieron sin cambios desde la última modificación en diciembre de 2005, según nos informa el BCE en sus notas de prensa de primeros de año. Ello demostró el efecto positivo derivado de la aplicación de la política monetaria

acomodaticia adoptada en dicho momento. Y respecto al agregado monetario M3, siguió creciendo pero de forma moderada, debido al impacto que tuvieron sobre el mismo las contribuciones de sus componentes más líquidos, esto es, M1; el crecimiento de los préstamos al sector privado y en concreto, los préstamos hipotecarios, los cuales influyeron en cierto modo en los precios del mercado de las viviendas.

Pues bien, esta tendencia se mantuvo prácticamente dos meses, ya que en marzo de 2006 se registraron las primeras modificaciones. En concreto, y según el Boletín Mensual del BCE de marzo de 2006, las perspectivas económicas existentes elaboradas por los expertos del Consejo de Gobierno del BCE fueron revisada al alza, y como consecuencia, se estimó que la tasa de crecimiento del PIB estaría entre 1.7% y el 2.5% durante el año en cuestión. De igual forma, se revisaron las proyecciones económicas de los expertos acerca de los términos inflacionistas, obteniendo unos resultados del 1.9% - 2.5% de media a lo largo del 2006. A pesar de estas revisiones, existían múltiples riesgos derivados en cierta medida de los posibles aumentos de los precios de las materias energéticas. Ante estas perspectivas, en marzo de 2006 se decidió subir las tasas de interés oficiales, siendo éstas del 2.5% para el tipo de las subastas y del 3.5% y 1.5% para los tipos de las facilidades de crédito y depósito respectivamente. Gráficamente podemos observar dicho cambio, así como la tendencia, a grandes rasgos, seguida a lo largo del 2006:

Gráfico 8: Evolución de los tipos de interés del BCE desde 1999 hasta 2006.



Fuente: BCE.

Como podemos observar, la tendencia de los tipos de interés oficiales no fue regular, sino que presentó ciertas variaciones a lo largo del año, las cuales analizaremos posteriormente, concretamente hasta en cinco ocasiones el BCE decidió modificarlos. En principio, la primera se produjo en el mes de marzo, viéndose aumentados en 0.25 puntos porcentuales.

Pues bien, dicha tendencia se mantuvo hasta el mes de junio, donde se produjo otro aumento de los tipos oficiales de 0.25 puntos porcentuales, según nos informa la nota de prensa del BCE del 8 de junio. Ello se derivó de un proceso de contención de los riesgos al alza para la consecución de la estabilidad de precios. Esto junto con un ajuste adicional de la política acomodaticia permitió asentar las expectativas de inflación, haciéndola mantenerse firmemente en los niveles requeridos para la estabilidad de precios. De hecho, el Consejo de Gobierno destacó que, a pesar del aumento de los tipos oficiales, la política monetaria proseguiría con una cierta tendencia acomodaticia, ya

que los tipos de interés seguirían estando situados en niveles relativamente bajos y el crecimiento monetario y crediticio hacía que su dinamismo se mantuviera y que la liquidez del sistema siguiera siendo bastante holgada según todos los indicadores estadísticos fiables.

Llegando el mes de agosto, se volvió a producir otro cambio, en concreto, una subida de 25 puntos básicos de los tipos oficiales; en octubre, subieron otros 25 puntos básicos; y antes de finalizar el año, en diciembre, volvieron de nuevo a subir 25 puntos básicos, todas ellas recogidas en el Informe Anual del BCE (2006). Detrás de estas subidas se establecieron como determinantes la elevada volatilidad en las tasas de variación de los precios y en la influencia ejercida por los cambios en los impuestos indirectos. Concretamente, aunque la tendencia general era un aumento del precio de la energía, el precio del crudo experimentó desde agosto de 2006 un descenso relativo, traducido en la presencia de efectos indirectos en el establecimiento de condiciones moderadas de los costes laborales en el mercado de trabajo, sobre todo en el sector de la fabricación.

Volviendo al IAPC, éste experimentó subidas relativamente pequeñas pero constantes a lo largo del año 2006, tal como muestra el Informe Anual del BCE (2006). A principios de año partíamos del 2.2%, y en mayo, se elevó al 2.5% como consecuencia de un fuerte aumento del precio de la energía. Como vemos, estos aumentos eran realmente insignificantes en términos absolutos, mientras que en términos relativos, supusieron riesgos inflacionistas al alza. Al final de año, ésta mostraba cifras en torno al 2.3%, por lo que se observaba a simple vista, que se mantuvo sin grandes cambios. Realmente, se fue adaptando a las variaciones de los precios del petróleo y de los precios del consumidor. Y al mismo tiempo condicionó la liquidez existente en el sistema.

El análisis de la política monetaria siguió apuntando a la existencia de riesgos al alza que podían poner en peligro la estabilidad de precios a medio, pero también a largo plazo. Si atendemos a un contexto de incremento del crecimiento económico y monetario, la tasa de variación de incremento de la concesión de préstamos al sector privado consiguió niveles de dos dígitos. Concretamente, el endeudamiento de los hogares –mediante la concesión de préstamos hipotecarios por parte de las entidades bancarias– y el endeudamiento de las sociedades no financieras no dejó de crecer y, a la vez, lo hizo con mucha intensidad. Esto confirmó que el efecto derivado del establecimiento de los bajos tipos oficiales de interés siguió siendo el factor primordial y condicionante de la elevada tasa de expansión monetaria existente.

Pese a la favorable trayectoria del crecimiento del PIB real de la economía y a las auténticas señales de los mercados laborales, la prosperidad de los costes laborales en la eurozona siguió siendo contenida a lo largo de todo el 2006, como consecuencia en parte una intensa de una moderada competencia a nivel internacional, sobre todo en el sector de las manufacturas, el cual contribuyó a aminorar las presiones inflacionistas. Efectivamente, las expectativas de inflación se mantuvieron firmemente “ancladas” en niveles compatibles con la estabilidad de precios a medio plazo.

A continuación os mostramos una tabla en la que resumimos las medidas de política monetaria más importantes de este periodo de tiempo:

Tabla 2: Decisiones de política monetaria del BCE desde la entrada en el S. XXI hasta 2007.

| AÑO  | FECHA      | MEDIDA  | DESCRIPCIÓN   |
|------|------------|---|---|
| 2001 | 04/01/2001 | Inyección de liquidez.                            | Adjudicación a las OPFML de 20 mil millones de euros.     |
| 2001 | 10/05/2001 | Bajada de los tipos de interés oficiales en 0.25% | OPF: 4.5%<br>F.P. Crédito: 5.5%<br>F.P. Depósito: 3.5%    |
| 2001 | 30/08/2001 | Bajada de los tipos de interés oficiales en 0.25% | OPF: 4.25%<br>F.P. Crédito: 5.25%<br>F.P. Depósito: 3.25% |
| 2001 | 17/09/2001 | Bajada de los tipos de interés oficiales en 0.5%  | OPF: 3.75%<br>F.P. Crédito: 4.75%<br>F.P. Depósito: 2.75% |
| 2001 | 08/11/2001 | Bajada de los tipos de interés oficiales en 0.5%  | OPF: 3.25%<br>F.P. Crédito: 4.25%<br>F.P. Depósito: 2.25% |
| 2002 | 03/01/2002 | Inyección de liquidez.                            | Adjudicación a las OPFML de 20 mil millones de euros.     |
| 2002 | 05/12/2002 | Bajada de los tipos de interés oficiales en 0.5%  | OPF: 2.75%<br>F.P. Crédito: 3.75%<br>F.P. Depósito: 1.75% |
| 2003 | 06/03/2003 | Bajada de los tipos de interés oficiales en 0.25% | OPF: 2.5%<br>F.P. Crédito: 3.5%<br>F.P. Depósito: 1.5%    |
| 2003 | 05/06/2003 | Bajada de los tipos de interés oficiales en 0.5%  | OPF: 2%<br>F.P. Crédito: 3%<br>F.P. Depósito: 1%          |
| 2005 | 01/12/2005 | Subida de los tipos de interés oficiales en 0.25% | OPF: 2.25%<br>F.P. Crédito: 3.25%<br>F.P. Depósito: 1.25% |
| 2006 | 02/03/2006 | Subida de los tipos de interés oficiales en 0.25% | OPF: 2.5%<br>F.P. Crédito: 3.5%<br>F.P. Depósito: 1.5%    |
| 2006 | 08/06/2006 | Subida de los tipos de interés oficiales en 0.25% | OPF: 2.75%<br>F.P. Crédito: 3.75%<br>F.P. Depósito: 1.75% |
| 2006 | 03/08/2006 | Subida de los tipos de interés oficiales en 0.25% | OPF: 3%<br>F.P. Crédito: 4%<br>F.P. Depósito: 2%          |
| 2006 | 05/10/2006 | Subida de los tipos de interés oficiales en 0.25% | OPF: 3.25%<br>F.P. Crédito: 4.25%<br>F.P. Depósito: 2.25% |

|      |            |   |  |
|------|------------|---|--|
| 2006 | 07/12/2006 | Subida de los tipos de interés oficiales en 0.25% | OPF: 3.5%<br>F.P. Crédito: 4.5%<br>F.P. Depósito: 2.5% |
|------|------------|---|--|

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del BCE.

### 2.3. DESDE 2007 HASTA 2009: AMPLIACIÓN DE LOS MECANISMOS DE INYECCIÓN DE LIQUIDEZ

En el año 2007, el Consejo de Gobierno del BCE aplicó la política monetaria de acuerdo a la situación económica existente, la cual era próspera y muy vigorosa, en continua expansión crediticia dentro de la zona euro. Los riesgos existentes que podrían poner la estabilidad de precios en peligro se mantuvieron claramente al alza, según nos indicó el primer análisis que realizó el Consejo de Gobierno a principios de año. Por lo tanto, el BCE tuvo que tomar diversas decisiones de política monetaria para poder contener dichos riesgos inflacionistas. Principalmente se trataron de ajustes de los tipos de interés oficiales.

La política existente al principio del año seguía siendo acomodaticia, con los tipos oficiales de interés en niveles relativamente bajos, la liquidez del sistema era superior a la necesaria, por lo que había fondos holgados y el crecimiento del crédito por parte del sector privado seguía siendo fuerte. Por lo que las tasas de interés permanecieron sin cambios desde la última modificación en diciembre de 2006 hasta marzo de 2007, donde, según el Boletín Mensual del BCE de marzo de 2007, se incrementaron en 0.25 puntos porcentuales. De manera que el tipo mínimo de puja era del 3.75%, mientras que los tipos de descuento y crédito eran del 2.75% y del 4.75%.

Dichos tipos se mantuvieron durante los dos meses siguientes, ya que las presiones inflacionistas se redujeron al existir una tendencia bajista de los precios del petróleo relativamente. Pero en junio de 2007, concretamente el 6 de junio, éstos experimentaron de nuevo una subida de 0.25 puntos porcentuales, situándose el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en el 4%, valor registrado en el Boletín Mensual del BCE de junio de 2007. Todo ello acusado a una mejora en las perspectivas inflacionistas, ya que la inflación, en términos relativos, experimentó una caída en torno al 0.6%. Dichos tipos de interés se mostraron sin cambios hasta terminar el año en cuestión, esto es, permanecieron invariables.

En lo que respecta al PIB, éste siguió experimentando aumentos significativos derivados de un potencial consumo privado y de una inversión empresarial con presiones alcistas por parte del sector manufacturero. Durante los dos primeros trimestres del año 2007 experimentó aumentos del 0.6%, según el Informe Anual del BCE (2007).

Y en lo relativo al IAPC, los precios de las materias energéticas siguieron ejerciendo cierta influencia sobre los precios de los consumidores, al haber un nivel de volatilidad bastante elevado. La tasa de inflación se inició en torno al 2.3%, y según la fuente estadística Eurostat, se mantendría en torno al 2.1%, en promedio, a lo largo de 2007. A principios de año, los riesgos existentes atentaban contra la estabilidad de precios más a largo plazo, debido a las presiones proteccionistas ejercidas por las regiones de la zona euro y a los desequilibrios monetarios que se dieron en los mercados monetarios mundiales.

Asimismo, los cambios producidos en los impuestos indirectos como el IVA no causaron grandes variaciones en el índice de precios. Junto a ello, el límite de los precios del petróleo experimentó una bajada relativa a principios de año, lo cual favoreció durante ese tiempo a las tendencias inflacionistas. Pero conforme avanzamos en el año, estos precios cambiaron su tendencia relativamente, mostrando niveles un poco más superiores de los que existían a principios de año, condicionados por los acuerdos salariales, en particular, la elevada competencia de precios existente en la zona euro, por el desempleo bastante alto de ciertas economías y por los niveles de productividad del sector industrial de la mayoría de economías europeas. Al final del año, según Eurostat, alcanzó niveles por encima del 2%, debido a pronunciadas subidas a partir de mediados de año de los precios de la energía y de los alimentos.

Al mismo tiempo, la influencia de los salarios ejerció presión en la inflación, condicionados por las restrictivas medidas adoptadas en los mercados de trabajo. Esto generó un contexto de inseguridades; sin embargo, los fundamentos económicos de la zona euro permanecieron sólidos por el momento, ya que la rentabilidad financiera de las empresas y las situaciones patrimoniales de las familias seguían siendo firmes y la tasa de desempleo disminuyó del 8.2% registrado en el año 2006 al 7.4% registrado en 2007, tal como queda detallado en la EPA.

Por último, si nos referimos al agregado monetario M3, podemos decir que iniciamos el año registrando el mayor incremento de la tasa del mismo desde la introducción del euro, según el Informe Anual del BCE (2007). Concretamente, la tasa de crecimiento de M3 fue del 9.7% en diciembre de 2006, la cual no se había producido anteriormente. Pues dicha tendencia fue la que siguió a principios del año 2007, protagonizada por una fuerte expansión crediticia, la cual reflejó el alto grado de endeudamiento por parte de las sociedades no financieras. Por lo que el grado de endeudamiento no dejó de crecer desde mediados de 2004 según la declaración introductoria del presidente del BCE de diciembre de 2007, donde se produjo el impacto mayor de esta corriente.

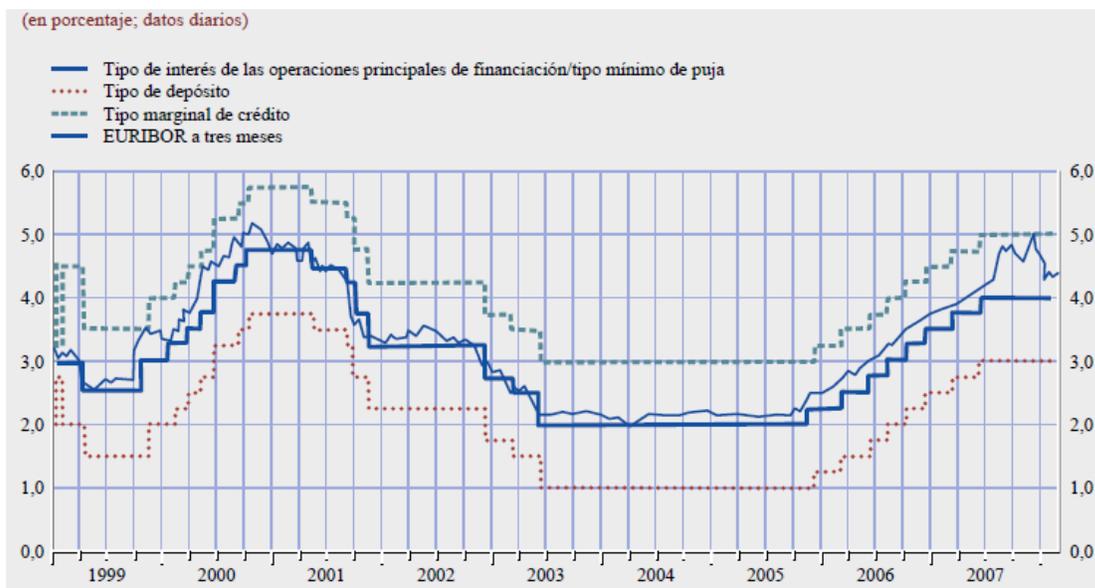
Y en lo que respecta al endeudamiento de las familias, aunque se moderó en cierta medida, aún seguía alto, sobre todo debido a la obtención de préstamos hipotecarios. Debido al elevado exceso de demanda de liquidez por parte de las familias para poseer sus recursos líquidos y por parte de las empresas para afrontar deudas, el BCE tuvo que tomar medidas no convencionales para reducirlo. Por ello, decidió aumentar el plazo de vencimiento de las operaciones principales de financiación de más largo plazo, concretamente dos operaciones a tres meses y otras dos a seis meses. Ambas fueron por un importe de 60 mil millones de euros y se llevaron a cabo el 23 de noviembre y el 12 de diciembre del año en cuestión.

Conforme vamos avanzando en el año, la masa monetaria fue creciendo aún más, registrándose una tasa de crecimiento del 10% en febrero, algo nunca visto antes. Si atendemos a la demanda de préstamos por parte del sector privado, ésta se moderó pero no dejó de crecer fuertemente. Mientras que los meses anteriores registraron una caída en la tasa de crecimiento del endeudamiento de las familias como consecuencia de un aumento significativo de los tipos de interés de las hipotecas en toda la eurozona, así como debido a una disminución gradual de los precios de las viviendas como consecuencia de una medida en la concesión de préstamos hipotecarios a las sociedades no financieras por parte de las entidades bancarias.

Tras el comienzo de ciertas perturbaciones y un aumento significativo de la volatilidad en los mercados financieros a partir del mes de agosto de 2007, hicieron que las perspectivas de crecimiento de la actividad económica de la zona euro volvieran a un marco institucional lleno de

incertidumbre. Y todo ello se debió al deterioro experimentado por el mercado de las hipotecas subprime en EE.UU., es decir, hipotecas con alto riesgo de impago en los mercados financieros estadounidenses. Esto generó un contexto con elevada incertidumbre, pero a pesar de ello, tal como he comentado anteriormente, el BCE decidió no variar los tipos oficiales en la segunda parte del año 2006, tal como queda reflejado en el gráfico de abajo:

Gráfico 9: Evolución de los tipos de interés del BCE desde 1999 hasta 2007.



Fuente: BCE.

Por tanto, tras analizar las proyecciones de los expertos del BCE, el Consejo de Gobierno decidió en diciembre de 2007 dejar los tipos de interés oficiales tal como se encontraban tras la última modificación en junio de ese mismo año. Asimismo, indicó que los responsables de determinar la política monetaria del BCE estaban listos para actuar con seguridad ante cualquier adversidad que ocurriera y poder contrarrestar los efectos derivados de dicha adversidad. Al mismo tiempo que se mantuvieron atentos para evitar desequilibrios monetarios capaces de generar desviaciones en la consecución de la estabilidad de precios a medio plazo.

El año 2008 supuso un cambio en las decisiones de política monetaria derivadas del Consejo de Gobierno del BCE, ya que desde mediados de año anterior, 2007, se vinieron dando ciertas perturbaciones en los mercados monetarios a nivel mundial, lo cual desembocó en lo que hoy se conoce como Crisis Económica. En estos años previos a la gran depresión europea, que se pondría de manifiesto en los años 2010, 2011 y 2012, se determinaron los detonantes de tal hecho, los cuales estuvieron detrás de la crisis financiera que se produjo en EE.UU. a finales de 2007, con la quiebra de una de sus principales entidades financieras, Lehman Brothers. Por ello, para poder entender las medidas tomadas a partir de este acontecimiento, pasaremos a exponer las ideas principales de la crisis financiera que actualmente nos afecta.

Pues bien, la crisis financiera presente hoy en día se derivó de una crisis técnica originada en los EE.UU., como consecuencia de la alta inversión en bienes materiales como consecuencia de

que los tipos de interés eran muy bajos y no era rentable mantener el dinero en depósitos, tal como comenta Peláez Rodríguez, E. (2011). Ello se tradujo en un aumento de la inflación existente, y en un aumento del volumen de hipotecas concedidas por las entidades bancarias a los usuarios. Incluso se intensificó la concesión de hipotecas subprime o hipotecas basura como consecuencia de que los bancos eran conscientes de que la rentabilidad que obtenían de sus préstamos era mínima, al existir tipos relativamente bajos. Pero tal situación cambió en 2004, ya que la Reserva Federal cambió los tipos de interés, aumentándolos y por consiguiente, los precios de la vivienda subieron, generándose una corriente de impagos de las hipotecas, es decir, se había producido una ampliación de las cancelaciones de los participantes de los fondos, así como de las garantías que los prestamistas exigían. De manera que los prestamistas se vieron obligados a tener que vender activos financieros en un entorno donde la demanda de los mismos estaba decayendo por momentos. Ante este panorama, una de las entidades bancarias más esenciales de EE.UU. quebró en septiembre de 2008. Se trata de Lehman Brothers, desatando claramente la crisis mundial que estamos sufriendo aun.

El problema llegó a Europa como consecuencia de la excesiva inversión de los bancos europeos en hipotecas estadounidenses. Ante esto, a principios de 2008 se empezaron a poner de manifiesto grandes cambios en los principales índices de los países europeos. Fue a partir de entonces cuando el BCE expuso la existencia de una recesión a escala mundial. A grandes rasgos, podríamos destacar la caída de los componentes de la demanda agregada (consumo, inversión y gasto público) y un aumento considerable de la tasa de desempleo. Esto se tradujo en una disminución de los beneficios de las empresas y del PIB total de todos los países miembros que conformaban hasta ese momento la Unión Europea. Por lo tanto, se puede concluir que la crisis internacional de carácter financiero que se originó en Europa desde finales de 2007 supuso un colapso más grave que el que se produjo como consecuencia del crack de 1929 en EE.UU, aunque el estallido de la misma se produjo realmente en 2009.

Por lo tanto, ante tal situación económica, el BCE tuvo que adoptar medidas tanto convencionales como no convencionales para ponerles remedio, y así controlar la economía y evitar que se dieran situaciones como la “trampa de la liquidez”. Tal como arguye Machinea (2009), todas las crisis financieras que se han originado en la historia mundial han estado formadas por dos elementos esenciales, sin los cuales no serían consideradas como tales: en primer lugar, la existencia de un sistema económico, interconectando diferentes economías en el mundo y falta de intercambio de información entre los agentes económicos. Cuando ambas confluyen, podrían originar las conocidas recesiones económicas.

Teniendo en cuenta estas consideraciones, y la situación grave que estaba por venir, tenemos que analizar las decisiones del BCE en 2008 en lo relativo a todas las variables que intervienen. Hemos de decir que partíamos de unos niveles de inflación demasiado elevados, con fuertes riesgos al alza de los precios de la economía europea. En noviembre de 2007, tal como se recogió en su Boletín Mensual, se registró un 3%, lo cual se aleja mucho del objetivo marcado. De hecho, el análisis monetario realizado por el BCE confirmó la existencia de riesgos inflacionistas al alza, existiendo una tasa de crecimiento de la masa monetaria en torno al 12.9% en enero de 2008. Todo esto se debió al aplanamiento de los niveles de rendimiento económico de las empresas, a las turbulencias existentes en los mercados monetarios como consecuencia de la elevada incertidumbre y a las transacciones asociadas a la reestructuración de ciertas actividades bancarias de los principales sectores económicos. Ante esto, el Consejo de Gobierno del BCE aplicó la

política monetaria en un entorno marcado por turbulencias financieras, cuyo origen puede remontarse al mes de agosto de 2007.

Respecto a los tipos oficiales, el BCE decidió mantenerlos constantes durante los primeros meses del año 2008 hasta el mes de julio. Fue en ese mes, en concreto en su reunión del 3 de julio, y según la rueda de prensa posterior a la misma, donde el Consejo de Gobierno decidió variarlos y aumentarlos en 0.25 puntos porcentuales, alcanzando niveles tales que el tipo de puja pasó a ser del 4.25%, mientras que los tipos de crédito y descuento pasaron a ser del 5.25% y 3.25% respectivamente. Estos tipos se hicieron efectivos a partir del 9 de julio de 2008 y fue el único banco que decidió aumentarlos, ante la subida de los precios del petróleo, conociendo el estallido del conocido “gigante financiero”.

Ante esto, se generó la ruptura de una pieza clave en el sistema financiero, es decir, se rompieron los mecanismos de transmisión de la política monetaria del BCE, ya que dicho aumento de los tipos oficiales generó un aumento de los tipos nominales existentes en los mercados bancarios. Y como consecuencia, los tipos de interés reales subieron a corto plazo, partiendo de que el ajuste de los precios derivado de dichos cambios no fue automático, sino que requirió de un proceso gradual y constante. Ello originó un gran malestar en las empresas, y dentro de las mismas, generó un desincentivo en materia de productividad y rentabilidad, lo cual afectó de manera negativa a los componentes de la demanda agregada. Y todo con tal de controlar y frenar, en cierto modo, la inflación.

Tales se mantuvieron hasta el mes de octubre, donde tras la inevitable situación, el BCE, la Reserva Federal, el Banco de Canadá y el Banco de Inglaterra, entre otros, decidieron variarlos a la baja. Estos experimentaron una caída de 0.5 puntos porcentuales, manteniéndose en 3.75% el tipo mínimo de puja, 4.75% y 2.75% los tipos de crédito y descuento respectivamente, según recoge el Informe Mensual del BCE de octubre de 2008. Esta variación se debió a dos fenómenos de carácter mundial: la trayectoria de los precios de las materias primas (energía y alimentos), la cual estuvo marcada por una caída de los mismos; y el turbio contexto financiero de la economía estadounidense, que como he comentado anteriormente, estuvo marcado por el funcionamiento nefasto del mercado hipotecario. Aun así, en noviembre de 2008 el BCE decidió volver a reducirlos en 0.5 puntos porcentuales y en 0.75 puntos porcentuales en diciembre de 2008, según el Informe Anual del BCE (2008). Por lo que se puede decir que fue la mayor caída experimentada por los tipos de interés, tal como queda reflejado en el siguiente gráfico (Gráfico 10):

Gráfico 10: Evolución de los tipos de interés del BCE desde 2002 hasta 2009.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del BCE.

Podemos observar como la evolución de los tipos de interés no fue regular. En los años previos a la crisis financiera, tal como hemos comentado en sus respectivos años, éstos experimentaron variaciones, una bajada desde 2002-2003, y una posterior subida progresiva desde 2006 hasta el año que estamos tratando. A raíz de los problemas financieros reflejados anteriormente, podemos observar la caída más pronunciada de los tipos oficiales, la cual pareció seguir durante el año 2009 y siguientes.

Pues bien, en consecuencia de dichas reducciones a finales de 2008, se produjo una fragmentación de las entidades bancarias, también conocida como “fragmentación financiera”, ya que la financiación de los países de la zona euro había experimentado dificultades en sus respectivos balances de situación a raíz de la caída de los tipos de interés. En términos generales, empezó un proceso de desintegración del sistema financiero en Europa.

En lo relativo al IAPC, las presiones inflacionistas se incrementaron en la zona euro como consecuencia del aumento rápido de los precios de las materias primas a nivel internacional. Al principio del año, la inflación se situó por encima del 3%, en torno al 3.1%, según la rueda de prensa dada por el presidente del BCE en enero de 2008. Pero conforme nos vamos adentrando en el año, los términos inflacionistas registraron cifras más bajas, y todo era debido a las turbulencias financieras generadas en el mercado de EE.UU., relativo al precio de la vivienda y la elevada inversión de los bancos europeos en hipotecas basura estadounidenses. Concretamente, la inflación registró valores en torno al 1.6% en diciembre de 2008, niveles relativamente bajos según comunica el Informe Anual del BCE (2008), teniendo en cuenta la situación económica que había en ese momento, la cual se intensificará en 2009.

Y en lo relativo al agregado monetario M3, hemos decir que el volumen de liquidez del sistema económico venía experimentando un aumento, en concreto, un aumento del crédito, el cual se dio en un entorno de políticas monetarias acomodaticias igual al existente en este momento. Esto se tradujo en un mayor apalancamiento del sistema financiero, es decir, en un aumento del endeudamiento de las entidades bancarias. Como consecuencia de tal situación y viendo las perspectivas de futuro, en octubre de 2008 se creó el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros (FAAF), con el fin de mantener la oferta de créditos a las entidades no financieras y a las empresas, al igual que a los particulares. De igual forma, el BCE decidió poner en marcha una reestructuración de las medidas no convencionales, en concreto, aumentó el plazo medio de las operaciones a más largo plazo en tres y seis meses, al igual que lo que hizo en el año 2007. Concretamente, se realizaron con un importe de 25 mil millones de euros y se registraron los días 2 de abril y 9 de julio. A pesar de la adopción de dichos cambios, esto no modificó la orientación de la política monetaria del BCE, que hasta el momento era acomodaticia.

De igual forma, a finales de 2008, la liquidez de las entidades bancarias se había reducido, por lo que éstos no tenían los suficientes recursos como para cubrir las reservas mínimas exigidas para pertenecer al sistema bancario europeo. Por lo tanto, el 8 de octubre de 2008, el BCE se vio obligado a cambiar el tipo de subastas, pasando a ser a tipo fijo y con adjudicación plena. Según los expertos, las subastas como tal habían dejado de serlo, y el procedimiento de adjudicación se había convertido en una especie de “barra libre”, ya que las peticiones de las entidades eran satisfechas siempre salvo que no cumplieran algún requisito para poder adquirirlas. Y esta medida se mantuvo hasta el mes de enero de 2009, donde acababa el periodo de prueba de la misma, y tras la buena aplicación, se decidió implantarla definitivamente. Asimismo, el mismo 8 de octubre, el

BCE amplió los activos que se podían aceptar como garantías. Cabe destacar los créditos sindicados, los instrumentos negociables de deuda, y de renta fija, entre otros.

Pues seguimos con la política monetaria aplicada por el BCE en el año 2009. Podemos decir que después de la fuerte intensificación de la crisis financiera a finales del año 2008, el Eurosistema siguió operando en un contexto muy difícil. Este contexto estaba marcado por las leves tasas de inflación, la cual había caído a raíz de la disminución de la demanda agregada. Por lo tanto, ante tal situación, el Consejo de Gobierno del BCE decidió volver a ajustar los tipos de interés oficiales varias veces a lo largo del año en cuestión. El primero de ellos fue en enero de 2009, concretamente el 21 de enero según el Boletín Mensual del BCE de enero de 2009, donde se pusieron en vigor la disminución de los tipos oficiales en 0.5 puntos porcentuales, afectando tanto al tipo mínimo de puja como a los tipos de crédito y descuento, situándose en 2%, 3% y 1% respectivamente. Y además, aclarar que este primer ajuste se realizó después de haberse reducido en 175 puntos básicos en el último cuarto del año 2008.

Pues bien, dicha caída supuso un incentivo para los inversores, generando una expansión de la demanda del crédito. Pero este incentivo solo fue temporal, generando un proceso de “acelerador financiero”, uno de los causantes principales de la crisis financiera. La expansión del crédito hizo que los bancos exigieran menos activos de garantías para conceder los préstamos, por lo que en cierta medida, aumentaba el endeudamiento de las empresas. Por tanto, se puede decir que se dieron dos efectos totalmente contradictorios, aportando finalmente más fuerza a la recesión.

Consecutivamente, en el mes de marzo, el Consejo de Gobierno decidió volver a reducir los tipos en 0.5 puntos porcentuales. Dicha disminución se hizo efectiva a partir del 11 de marzo de 2009, tras la caída de la inversión y del consumo privado en torno al 1% respecto al mes anterior; y dicha caída era de carácter progresivo, con lo cual hasta el momento, no habían parado de bajar. Acto seguido, en el mes de abril se volvieron a reducir las tasas oficiales en 0.25 puntos porcentuales, y otros 0.25 puntos en mayo para el tipo de puja y 0.50 puntos para las facilidades de crédito, con lo cual los tipos de interés alcanzaron cifras históricamente bajas nunca vistas. En concreto, el tipo de las subastas de las operaciones principales de financiación se situó en un 1%, el tipo de las facilidades de crédito fue de 1.75% y el tipo de las facilidades de depósito fue de 0.25%, niveles nunca establecidos anteriormente.

De igual forma, el Consejo de Gobierno decidió llevar a cabo medidas no convencionales para poder solucionar, o en cierta medida, disminuir el impacto de la crisis financiera a los ciudadanos y los comercios. Dichas medidas querían corregir los elevados déficits que los gobiernos de los países miembros habían acumulado durante años antes. Ello se debió, en cierta medida, a la variabilidad de niveles de desarrollo de los distintos países integrantes de la zona euro, ya que los esfuerzos que uno tuvieron que hacer no son comparables con otros, por lo que aquellos menos beneficiados tuvieron que recurrir al endeudamiento, y por consiguiente, fueron los primeros en sufrir los efectos de la recesión. Todo ello se tradujo en dificultades para devolver el capital solicitado y los intereses que dicho capital conllevaba.

En lo que respecta al PIB total, éste experimentó pérdidas en los dos primeros trimestres del año 2009 según aparece en el Informe Anual del BCE (2009), por lo que se puede decir que oficialmente, la zona euro se encontraba inmersa en una crisis financiera, conocida como recesión. Estas pérdidas se derivaron de la caída de los componentes de la demanda agregada, ya que el consumo privado y la inversión, ambos, sufrieron caídas en sus respectivos niveles. Atendiendo a

valores numéricos, la tasa de crecimiento del PIB cayó en el primer trimestre en un 2.5%. Aunque dicha tendencia mejoró a partir del segundo semestre del año, en términos generales, el PIB total de la eurozona experimentó una recesión de aproximadamente el 4%. Todo ello se debió a la caída de los precios de los activos financieros, en concreto de los activos inmobiliarios, lo cual generó una caída de la riqueza financiera de las familias y empresas, y esto se tradujo en una caída del consumo y de la inversión, ya que los agentes económicos veían como su patrimonio financiero estaba cada vez más reducido.

Volviendo al IAPC, también tratada en el Informe Anual del BCE (2009), la tasa de variación de los precios registró en enero de 2009 unos niveles en torno al 1.1%, inferior a la tasa de diciembre de 2008. Ello registraba la progresiva disminución del consumo, y con ello de los precios, tanto de las energías como de los alimentos. Conforme vamos avanzando en el año, la tasa de inflación iba reduciéndose, alcanzando niveles en torno a 0% en mayo y a -0.7% en julio de 2009. A partir de dicho mes, la tasa experimentó una subida llegando a alcanzar el 0.9% en diciembre. Por lo tanto, si atendemos a niveles medios, la inflación media se situó en 0.3%, la más baja hasta el momento desde la incorporación del euro. Las presiones salariales se vieron reducidas en su mayoría al existir precios de las materias primas relativamente bajos.

En cuanto a la evolución registrada por otra de las variables a tratar tras la entrada en la crisis, el crédito bancario, hemos de destacar que la cantidad de préstamos que el IFM concedía a los entes del sector privado se vio limitada debido a la debilidad de los préstamos a las familias, tras la irrupción de la recesión, al aumentar los niveles de desconfianza e incertidumbre de los mercados financieros. En concreto, encontrábamos la disminución de los préstamos hipotecarios. Ante esto, el Consejo de Gobierno decidió apoyar al crédito tomando medidas relativas a la realización de tres operaciones de financiación a más largo plazo en junio, septiembre y diciembre para inyectar liquidez al sistema y presionar a la baja los tipos de interés del mercado. Concretamente, la primera se realizó el 29 de junio de 2009, y fue un éxito, ya que se adjudicaron 442 mm de euros al sistema bancario con un tipo de interés del 1%. Ello contribuyó a reducir los tipos del mercado.

Y respecto al agregado monetario M3, éste experimentó cambios en torno a su finalidad, ya que no solo había que controlar la emisión de liquidez al sistema monetario, sino que también había que repartir esa liquidez entre las entidades bancarias en función de sus necesidades de financiación. Ante esto, y con carácter complementario, el BCE decidió, en mayo de 2009, ejecutar el programa Covered Bonds (programa de adquisiciones de bonos garantizados admisibles), que según los datos facilitados por el BCE, fue de 60 mil millones de euros. Con su aplicación, mejoraron las condiciones de financiación y de liquidez del mercado de la vivienda. Asimismo, en junio, el BCE estableció una nueva modificación para el plazo medio de las operaciones de financiación a plazo más largo, concretamente un aumento del mismo a doce meses, por un importe aproximadamente de 443 mil millones de euros. Pero esta medida solo fue útil para satisfacer las necesidades de demanda de las entidades bancarias.

Asimismo, en la siguiente tabla (Tabla 3) recogemos todas las principales medidas de política monetaria que se habían tomado en el transcurso del curso considerado, desde el año 2007 hasta el año 2009 (años iniciales de la crisis financiera), tanto medidas convencionales como no convencionales:

Tabla 3: Decisiones de política monetaria del BCE desde 2007 hasta 2009.

| AÑO  | FECHA      | MEDIDA  | DESCRIPCIÓN  |
|------|------------|---|--|
| 2007 | 08/03/2007 | Subida de los tipos de interés oficiales en 0.25% | OPF: 3.75%<br>F.P. Crédito: 4.75%<br>F.P. Depósito: 2.75%  |
| 2007 | 06/06/2007 | Subida de los tipos de interés oficiales en 0.25% | OPF: 4%<br>F.P. Crédito: 5%<br>F.P. Depósito: 3%   |
| 2007 | 23/11/2007 | Inyección de liquidez.                            | OPFML con vencimiento a 3 meses por un importe de 60 mil millones de euros.                      |
| 2007 | 12/12/2007 | Inyección de liquidez.                            | OPFML con vencimiento a 3 meses por un importe de 60 mil millones de euros.                      |
| 2007 | 17/12/2007 | Línea de swaps en dólares.                        | Con vencimiento a 6 meses por un importe de 14.800 millones de euros.                            |
| 2008 | 02/04/2008 | Inyección de liquidez.                            | OPFML con vencimiento a 6 meses por un importe de 25 mil millones de euros.                      |
| 2008 | 03/07/2008 | Subida de los tipos de interés oficiales en 0.25% | OPF: 4.25%<br>F.P. Crédito: 5.25%<br>F.P. Depósito: 3.25%  |
| 2008 | 09/07/2008 | Inyección de liquidez.                            | OPFML con vencimiento a 6 meses por un importe de 25 mil millones de euros.                      |
| 2008 | 08/10/2008 | Bajada de los tipos de interés oficiales en 0.5%  | OPF: 3.75%<br>F.P. Crédito: 4.75%<br>F.P. Depósito: 2.75%  |
| 2008 | 08/10/2008 | Cambio del tipo de las subastas.                  | Tipo de interés fijo y con adjudicación plena.   |
| 2008 | 08/10/2008 | Aumento de los activos de garantía.               | Se admiten: créditos sindicados, instrumentos de renta fija e instrumentos negociables de deuda. |
| 2008 | 06/11/2008 | Bajada de los tipos de interés oficiales en 0.5%  | OPF: 3.25%<br>F.P. Crédito: 4.25%<br>F.P. Depósito: 2.25%  |
| 2008 | 04/12/2008 | Bajada de los tipos de interés oficiales en 0.75% | OPF: 2.5%<br>F.P. Crédito: 3.5%<br>F.P. Depósito: 1.5%   |
| 2009 | 21/01/2009 | Bajada de los tipos de interés oficiales en 0.5%  | OPF: 2%<br>F.P. Crédito: 3%<br>F.P. Depósito: 1%   |

|      |            |  |  |
|------|------------|--|--|
| 2009 | 05/03/2009 | Bajada de los tipos de interés oficiales en 0.5%                                     | OPF: 1.5%<br>F.P. Crédito: 2.5%<br>F.P. Depósito: 0.5%   |
| 2009 | 02/04/2009 | Bajada de los tipos de interés oficiales en 0.25%                                    | OPF: 1.25%<br>F.P. Crédito: 2.25%<br>F.P. Depósito: 0.25%  |
| 2009 | 06/05/2009 | Implantación del programa Covered Bonds (entrada en vigor el 09/07/2009).            | Por un importe de 60 mil millones de euros.  |
| 2009 | 07/05/2009 | Bajada del tipo de las OPF en 0.25% y del tipo de las facilidades de crédito en 0.5% | OPF: 1%<br>F.P. Crédito: 1.75%<br>F.P. Depósito: 0.25%   |
| 2009 | 29/06/2009 | Inyección de liquidez.   | OPFML con vencimiento a 12 meses por un importe de 442.240 millones de euros.<br>Tipo de interés del 1%. |

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del BCE.

#### 2.4. DESDE 2009 HASTA 2011: ACTUACIONES ANTE EL IMPACTO DE LA CRISIS DE DEUDA SOBERANA

Pues bien, en el año 2010 continuó y se acentuó la tendencia precedente caracterizada por un alto grado de incertidumbre financiera y niveles elevados de riesgo bancario. Es por ello que lo que inicialmente fue una crisis económica va pasando a ser una crisis financiera, o más bien, una crisis de deuda soberana, que pondrá de manifiesto sus efectos en los años sucesivos hasta la actualidad. Esta crisis de deuda soberana podría remontarse a finales de 2009, donde el BCE tuvo que reorientar su política monetaria tras las presiones que ejercieron ciertos países de la Eurozona, como Grecia, Portugal y España, los cuales demandaban medidas para reducir en cierta medida sus desequilibrios monetarios, entre ellas la emisión de bonos soberanos, de ahí la denominación de la misma. Esta denominación se debió al deterioro en la emisión de bonos de deuda por parte de los bancos nacionales de los países mencionados anteriormente, afectando a la oferta de liquidez al mercado y dificultando la satisfacción de la demanda de los agentes económicos.

De igual forma que en el año 2009, el BCE siguió tomando medidas no convencionales, ya que eran más efectivas y sus efectos tenían un mayor impacto correctivo sobre los desequilibrios monetarios. De hecho, según afirmó Blinder, Alan (2010) en su artículo “Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies”, los tipos de interés reales ( $r$ ) son más útiles para analizar la demanda agregada que los tipos de interés nominales ( $i$ ), ya que las autoridades monetarias intentan presionar a la baja dichos tipos reales en momentos de recesión económica, para que éstos muestren niveles negativos. Matemáticamente,  $r = i - \pi$ , donde  $\pi$  es la tasa de inflación de la economía. Por lo tanto, en esos momentos donde los tipos de interés nominales son mínimos cercanos a cero, ello significa que ante una caída de la tasa de inflación, los tipos de interés reales van a subir. He aquí la dificultad para emplear medidas convencionales como las que ha estado dictando el BCE previamente a la crisis. Estas medidas no fueron efectivas y por ende, no permitieron más

reducciones de las tasas de interés, por lo que se reafirmaría el empleo de medidas no convencionales ante un contexto económico crítico.

En lo que respecta a las actuaciones sobre los tipos de interés durante el año 2010, éstos permanecieron invariables, tras la última modificación efectuada en abril de 2009, manteniéndose en niveles muy bajos en relación a la trayectoria de los mismos desde el inicio de este estudio. Respecto a la variable IAPC, las perspectivas sobre su evolución siguieron siendo moderadas según queda recogido en el Informe Anual del BCE (2010), aumentando durante el año en cuestión en torno a un 1.6% de media, 1.3 puntos porcentuales más que el promedio del año 2009. Ello se debió a las presiones inflacionistas de los precios de las energías. Si atendemos a términos interanuales, también reflejados en el informe, la inflación creció desde 0.2% en el mes de febrero hasta un 2.2% a finales de año. Es por ello que los trabajos del BCE se centraron en otras variables, que analizaremos a continuación.

Tras la puesta de manifiesto en los medios de comunicación públicos de que las finanzas públicas de Grecia habían sido falseadas y de la existencia de un déficit público del 13.5% del PIB nacional a finales del año 2009, los mercados financieros presionaron para que el BCE tomara medidas, ya que la rentabilidad de los bonos griegos eran 950 puntos básicos por debajo que la de los bonos alemanes. Ello supuso que el ratio de deuda pública de Grecia fuese reducido por parte de las agencias internacionales de calificación del riesgo. Y todo este panorama se dibujó en las economías de Portugal, España e Irlanda, cuyos niveles de déficit mostraban índices altos. Ante tales acontecimientos, el BCE junto con el FMI, decidió adoptar medidas correctivas, basadas en la relajación de los criterios necesarios para poder adquirir deuda griega y en la concesión de un préstamo de 110 mil millones de euros y así poder cubrir sus necesidades financieras.

De igual forma, siguió en vigor el programa iniciado el 6 de julio de 2009 basado en la adquisición de bonos garantizados, el cual permitió una reactivación del mercado de este tipo de bonos. Dicho programa permaneció activo hasta el 30 de junio de 2010, fecha en la que se registró una adquisición de 422 bonos distintos, siendo aproximadamente un cuarto del mercado primario y el resto del mercado secundario, y todos por un importe de 60 mil millones de euros. Dichos bonos eran con vencimiento de tres a siete años, y permitieron incrementar el balance de los países más afectados, así como el número de emisores y de saldos vivos. Por otro lado, las operaciones principales de financiación a plazo más largo (OPFML) dejaron de tener vencimiento a doce meses en diciembre de 2009, tal como se había establecido, para ser sustituidas por otras con vencimiento a los seis meses, medida adoptada en marzo de 2010 y que se mantendría durante todo el año, según el Informe Anual del BCE (2010). En ese mismo mes, se optó por suprimir las OPFML con vencimiento a tres meses, las cuales habían sido complementarias durante todo este tiempo. Igualmente, el BCE decidió volver a cambiar el tipo de las subastas, dejando de ser un tipo fijo y pasar a ser variable, para las OPFML más comunes, tal como quedó recogido en el informe mencionado con anterioridad.

Acto seguido, el 10 de mayo de 2010, el BCE decidió poner en marcha un programa para reducir los diferenciales de deuda pública a diez años registrados en los países con mayor nivel de déficit presupuestario y con mayor prima de riesgo, en relación a los bonos alemanes. Estas diferencias significativas se debieron a la inquietud que mostraban los agentes económicos acerca de la sostenibilidad de los niveles de finanzas públicas de dichos países. En concreto, los días 6 y 7 de mayo de 2010 se registraron las mayores diferencias, alcanzando cifras históricas, de ahí que el 10

de mayo el BCE pusiera en pie el Programa para los Mercados de Valores, actuación reflejada en el Informe Mensual del BCE de mayo de 2010. El gráfico adjunto confirma la necesidad de implantación de este programa.

**Gráfico 11: Diferenciales entre la deuda pública a diez años de algunos países de la zona del euro y los bonos alemanes. (en puntos básicos).**



Fuente: BCE.

En el gráfico podemos observar la gran diferencia registrada por la deuda pública a diez años de la economía griega en relación a los bonos alemanes. Mientras que el resto de países mostraban niveles parecidos a simple vista. Tras el anuncio de este programa por parte del BCE los días 9 y 10 de mayo, las tensiones remitieron antes de que los diferenciales volvieran a experimentar nuevos aumentos, pudiendo llegar a ser insostenibles.

Pues bien, el Programa para el Mercado de Valores tenía como objetivo comprar deuda pública y privada para reestablecer el sistema económico y poder transmitírselo a los países con problemas financieros, ya que la política monetaria del BCE basada en tipos de interés bajos no se había tenido en cuenta a la hora de determinar los rendimientos de los bonos ni en los tipos de interés establecidos a pequeñas y medianas empresas y a particulares. Toda esta normativa quedó recogida en el artículo 1 de dicho programa, el cual estableció que los bancos centrales de los países del Eurosistema podrán comprar instrumentos de renta fija negociables emitidos por entes públicos en el mercado secundario e instrumentos de renta fija negociables emitidos por entes privados tanto en el mercado primario como en el mercado secundario. Ahora bien, hemos de destacar que las compras de valores en ambos mercados debieron ser esterilizadas<sup>2</sup>.

El problema era que el BCE tenía prohibido operar en el mercado primario, ya que su normativa interna lo establecía así. Es por ello que básicamente se centró en los mercados secundarios de deuda pública. Pero estas compras se tradujeron en aumentos de liquidez que podrían generar desequilibrios. Es por ello que el BCE llevó a cabo tareas de absorción de la base monetaria con

<sup>2</sup> "Las compras de activos se liquidan aumentando los saldos de cuenta corriente del sector de las IFM en el Eurosistema. Un elemento esencial del Programa para el Mercado de Valores es la reabsorción de estos depósitos de elevada liquidez mediante una serie de operaciones de ajuste, que hacen que se conviertan en depósitos a plazo fijo. Esta esterilización tiene como fin mantener sin variación las tenencias de liquidez del banco central de las entidades de crédito (BCE 2010a, pág. 26)".

frecuencia semanal, pero respetando el principio de esterilización. Asimismo, hemos de decir que este programa tendría más bien carácter temporal, ya que a largo plazo supuso un aumento de la deuda de aquellos países, los cuales crecían de manera de forma insostenible y hacía que dicha deuda contraída fuese más difícil de devolver.

Por otro lado, el BCE decidió volver a abrir líneas swap en dólares con la Reserva Federal, basada en subastas semanales, con adjudicación plena y tipos de interés fijados entre ambos. De igual forma, abrió una línea swap en libras esterlinas con el Banco de Inglaterra para controlar las tensiones que Inglaterra presentaba en su mercado monetario.

Y por último, a finales de 2010, concretamente el 7 de octubre de 2010, el BCE decidió afianzar la adquisición de bonos garantizados mediante la implantación de nuevas medidas. El importe de este segundo plan fue algo inferior al primero, siendo de 40 mil millones de euros, pero del total solo se adquirieron 16 mil millones, con lo cual no fue un plan efectivo. Se llegó a la conclusión de que este plan no era necesario, ya que el primero corregía de forma automática los posibles desequilibrios que surgieran.

En líneas generales, los problemas persistieron, por lo que hubo que actuar sobre las finanzas públicas griegas y llevar a cabo una reestructuración de la deuda de dicho país. Ello supuso niveles de prima de riesgo<sup>3</sup> elevados, traducidos en altas tasas de déficit, lo cual generó un gran endeudamiento y a la vez un encarecimiento para poder financiarlo.

El año 2011 mostró una dinámica similar a la seguida en el año 2010, donde se siguieron produciendo grandes perturbaciones en los mercados financieros, poniéndose de manifiesto que la efectividad de las medidas tomadas por el BCE eran bastante dudosa. Además, los problemas se intensificaban ya que ahora afectaban a una crisis de deuda soberana, previamente especificada y que agravó aún más la consecución de una recuperación económica rápida.

Es por ello que el BCE, durante el transcurso del año que estamos tratando, intensificó las medidas no convencionales a la vez que tuvo que tomar decisiones incuestionables sobre las variables principales que forman el cuerpo de la orientación de la política monetaria practicada. En primer lugar, en lo relativo a los tipos de interés, el Consejo de Gobierno determinó que éstos permanecieran sin cambios hasta el momento, en sus respectivas reuniones del 13 de enero y del 3 de febrero de 2011, tal como quedó expuesto en las notas de prensa de dichas reuniones del BCE. Consideraba que la evolución de los precios de la energía exigía su mantenimiento en sus respectivos niveles. De hecho, así permanecieron hasta el 7 de abril, donde el Consejo de Gobierno decidió aumentarlos en 0.25 puntos porcentuales, como quedó reflejado en el Boletín Mensual del BCE de abril de 2011, los cuales se hicieron efectivos a partir del 13 del mismo mes. El tipo mínimo de puja fue del 1.25%, el tipo de las facilidades de crédito fue del 2% y el de las facilidades de depósito del 0.5%. Ello se debió a las presiones constantes al alza de la inflación, sobre todo de los precios de la energía, los cuales ejercieron un influencia cada vez mayor hasta el punto que el Consejo de Gobierno tuvo que volver a cambiar los tipos oficiales, después de casi dos años sin variarlos. Aun así, la política monetaria seguía teniendo carácter acomodaticio. Así permanecieron hasta el 7 de julio, donde experimentaron un aumento de 25 puntos básicos. Pero tales tasas no permanecieron constantes en lo que resta de año, ya que el 3 de noviembre se volvieron a reducir

---

<sup>3</sup> La prima de riesgo es la diferencia entre el tipo de interés que se paga por la deuda de un país y el tipo de interés que se paga por la deuda de otro país en la Eurozona. Concretamente, en Europa se toma como referencia Alemania.

en 0.25 puntos porcentuales, al igual que el 8 de diciembre, día en el que se aprobó una nueva reducción de 0.25 puntos, volviendo alcanzar los niveles más bajos registrados anteriormente. Estas cifras quedaron recogidas en el Informe Mensual del BCE correspondiente a cada mes.

Igualmente, respecto al procedimiento de las subastas de las OPFML, éste permaneció con tipos fijos y adjudicación plena, tal como aparece en el Informe Anual del BCE (2011). En agosto de 2011, el BCE tomó la decisión de que el Eurosistema iniciara una OPFML complementaria a seis meses mediante el procedimiento descrito antes. De igual forma, ejecutó otras dos OPFML, una en octubre a doce meses y otra en diciembre a trece meses y siguiendo en ambas el procedimiento pactado hasta entonces.

En lo que respecta a las medidas no convencionales adoptadas por el BCE, en enero de 2011, tras ver el panorama económico desolador, el Consejo de Gobierno lanzó una nueva estructura de supervisión financiera con el fin de controlar el riesgo bancario de los estados miembros. Es por ello que se creó la Junta Europea de Riesgo Sistémico, la cual entró en funcionamiento el 1 de enero.

Acto seguido, hemos de decir que siguieron en vigor las que se pusieron en marcha en el año 2010 como el Programa para el Mercado de Valores, el cual experimentó una ampliación en julio de 2011, constituyéndose un segundo programa mucho más intenso que el primero. Las compras de deuda pública se realizaron siguiendo los mismos criterios y las mismas reglas establecidas en el primer programa. Lo único que se modificó fue la cuantía del volumen de compra, el cual se elevó hasta alcanzar 211.400 mil millones de euros en diciembre de 2011, según recoge el Informe Anual del BCE (2011).

Sin embargo, un mes antes de la puesta en marcha del segundo programa, concretamente el 21 de junio de 2011, el Consejo Europeo examinó las condiciones de Grecia para poder hacer frente a su primer rescate, y vio que éstas no eran compatibles. Por ello, se decidió conceder un nuevo fondo a Grecia para que pudieran seguir afrontando sus problemas de financiación, concediéndole un volumen de 109 mil millones de euros, junto con reducciones en los tipos de interés. Asimismo, las entidades financieras empezaron a tener serias dificultades para encontrar financiación, por lo que el BCE decidió retomar ciertas medidas que previamente había decidido erradicarlas. Entre ellas se encuentran las operaciones de financiación a 3 años con adjudicación plena. Junto a esto, el BCE optó por eliminar la regla establecida por las agencias de calificación crediticia, en la que los países que poseían programas de rescate podían emitir bonos los cuales podían ser usados como adyacente en las operaciones principales de financiación.

Pero la peor noticia del año se dio a conocer el 31 de octubre de 2011, cuando Papandreou (primer ministro griego) puso de manifiesto que Grecia iba a someter a referéndum las medidas adoptadas por la Comisión Europea, con el fin de que pudiera seguir recibiendo ayudas para su rescate. Este hecho puso en peligro a Grecia la cual podrían entrar en suspensión de pagos y verse obligada a salir de la Unión Europea. Ante tal anuncio, el BCE, el FMI y la UE decidieron conceder un segundo préstamo para el rescate a Grecia, por un importe de 130 mil millones de euros pero con la condición de que no podía desviar la aplicación de las medidas de austeridad pactadas y tenía que cumplir el acuerdo firmado para reestructurar su deuda. Ahora bien, a pesar de la aplicación de dichas medidas de austeridad, la economía griega experimentó su peor momento, ya que el PIB cayó en torno a 6.9%, según los datos que nos proporciona la Comisión Europea (2012).

Junto a esto, se acentuó la crisis del sector industrial, entrando 111.000 empresas griegas en situación de bancarrota y la tasa de desempleo se disparó alcanzando un 19.9% en 2011.

Y llegando a final de año, el BCE decidió llevar a cabo el 21 de diciembre de 2011 una inyección de liquidez al sector financiero de 489.190,75 millones de euros, según datos del BCE, con vencimiento a tres años (con fecha 29-01-2015, plazo nunca establecido antes), a un tipo de interés fijo y a un total de 523 entidades bancarias. La otra inyección se produjo en 2012, la cual explicaremos posteriormente. Dicha liquidez se destinó a la compra de deuda pública, permitiendo una mejora de las cuentas de los bancos nacionales y de las primas de riesgo de los países más perjudicados.

Asimismo, el 8 de diciembre, en su reunión, el BCE puso de manifiesto la disponibilidad para aumentar los activos de garantía, de manera que los bancos centrales pudieran aceptar préstamos al corriente de pago como activos de garantía. Junto a ello, también se decidió reducir el coeficiente de reservas mínimas a un 1%, instrumento que hasta el momento no se había modificado. Todas estas medidas expuestas en el Informe Anual del BCE (2011).

Y, al igual que los otros periodos, vamos a recoger en la siguiente tabla las actuaciones del BCE en el ámbito de la política monetaria durante el periodo analizado:

**Tabla 4: Decisiones de política monetaria del BCE durante los años 2010 y 2011.**

| <b>AÑO</b> | <b>FECHA</b> | <b>MEDIDA</b>  | <b>DESCRIPCIÓN</b>   |
|------------|--------------|--|--|
| 2010       | 04/03/2010   | Cambio en el vencimiento de las OPFML.                             | OPFML con vencimiento a 6 meses en vez de 12 meses.  |
| 2010       | 04/03/2010   | Supresión de OPFML.  | OPFML con vencimiento a 3 meses.   |
| 2010       | 04/03/2010   | Cambio en el tipo de OPF   | OPF con tipo de interés variable, en vez de fijo.  |
| 2010       | 10/05/2010   | Implantación del Programa para los Mercados de Valores             | Apertura de líneas de swaps en dólares con la Reserva Federal y en libras esterlinas con el Banco de Inglaterra. |
| 2010       | 07/10/2010   | Adquisición de bonos garantizados (covered bonds)                  | Covered Bonds por un importe de 40 mil millones de euros.  |
| 2011       | 01/01/2011   | Entrada en funcionamiento de la Junta Europea de Riesgo Sistémico. | Ente cuyo fin es controlar el riesgo bancario de los estados miembros.   |
| 2011       | 07/04/2011   | Subida de los tipos de interés oficiales en 0.25%                  | OPF: 1.25%<br>F.P. Crédito: 2%<br>F.P. Depósito: 0.5%  |

|      |            |  |   |
|------|------------|--|---|
| 2011 | 21/06/2011 | Examinación de los fondos griegos y concesión de préstamos a los bancos griegos.         | Concesión de fondos por un importe de 109 mil millones de euros   |
| 2011 | 07/07/2011 | Subida de los tipos de interés oficiales en 0.25%°                                       | OPF: 1.5%<br>F.P. Crédito: 2.25%<br>F.P. Depósito: 0.75%  |
| 2011 | 07/07/2011 | Implantación de un segundo programa basado en el Programa para los Mercados de Valores.  | Aumento del volumen de activos del Programa para los Mercados de Valores por un importe de 211.400 millones de euros.   |
| 2011 | 04/08/2011 | Inyección de liquidez.   | OPFML con vencimiento a 6 meses, adjudicación plena y tipos fijos.  |
| 2011 | 06/10/2011 | Inyección de liquidez.   | OPFML con vencimiento a 12 meses.   |
| 2011 | 31/10/2011 | Concesión de un segundo préstamos a Grecia.  | Concesión de fondos por un importe de 130 mil millones de euros.  |
| 2011 | 03/11/2011 | Bajada de los tipos de interés oficiales en 0.25%  | OPF: 1.25%<br>F.P. Crédito: 2%<br>F.P. Depósito: 0.5%   |
| 2011 | 08/12/2011 | Bajada de los tipos de interés oficiales en 0.25%  | OPF: 1%<br>F.P. Crédito: 1.75%<br>F.P. Depósito: 0.25%  |
| 2011 | 08/12/2011 | Inyección de liquidez.   | OPFML con vencimiento a 13 meses.   |
| 2011 | 08/12/2011 | Ampliación de los activos de garantía y disminución del coeficiente de reservas mínimas. | Se admiten: préstamos al corriente de pagos.<br>Coeficiente de reservas mínimas pasa a ser del 1%.                      |
| 2011 | 21/12/2011 | Inyección de liquidez.   | OPFML con vencimiento a 3 años, tipo fijo y por un importe de 489.190,75 millones de euros a un total de 523 entidades. |

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del BCE.

## 2.5. DESDE 2011 HASTA LA EXPANSIÓN CUANTITATIVA: FASE SISTÉMICA DE LA CRISIS DE DEUDA SOBERANA Y FRACCIONAMIENTO FINANCIERO

Llegamos al año 2012, donde los niveles de endeudamiento eran cada vez más altos en los países más perjudicados, concretamente España, Portugal, Grecia e Irlanda. La crisis del sector de la construcción y la caída brusca de la demanda agregada, en concreto del consumo privado, se tradujeron en una disminución del crédito, el cual se convirtió en uno de los principales desaceleradores de la recuperación económica. Asimismo, el aumento de los precios de las materias primas, sumado al elevado desempleo y a una demanda exterior crispada, frenó la actividad económica, traduciéndose en una caída del PIB en un 0.5% a lo largo del año 2012. Igualmente, la inflación se mostró por encima del nivel recomendado, alcanzando tasas en torno al 2.5%, debido a la evolución de los precios de la energía y a la subida de los impuestos indirectos establecidos para la consecución de una consolidación fiscal. Dichos datos fueron mostrados en el Informe Anual del BCE (2012).

Pues bien, partiendo de la incorporación del nuevo presidente del BCE el 1 de noviembre de 2011, Mario Draghi, hemos de destacar que la política monetaria que iba a poner en marcha tenía como fin proporcionar mayor austeridad al sistema económico. De ahí que a finales del año anterior ya empezó a tomar medidas radicales que a corto plazo no tuvieron impacto, pero que a largo plazo, fueron destinadas a erradicar los efectos de la crisis de deuda soberana en la que estamos inmersos. Por ello, en lo relativo a los tipos de interés oficiales, tomó la decisión de no variarlos hasta mediados de año, para ver la evolución que experimentaban los precios en el mercado energético. No fue hasta el mes de julio, concretamente en la reunión del 5 de julio, cuando puso de manifiesto la decisión de reducirlos en 25 puntos básicos, de manera que alcanzaron sus niveles más bajos posibles. El tipo de las subastas fue del 0.75% y las tasas de las facilidades de crédito y depósito del 1.50% y del 0% respectivamente, tal como refleja en la rueda de prensa del 5 de julio de 2012. Esta decisión tuvo su origen en la materialización de determinados riesgos inflacionistas, los cuales obligaron en sentido estricto a reducirlos, con el fin de incentivar la concesión de créditos al sector privado, y consecuentemente, permitir una recuperación de la demanda y con ella el crecimiento de la inflación. Y con tal intención, contempló el mantenimiento de los tipos hasta finales de año, sin permitir ningún cambio sobre los mismos.

Pero también sus decisiones iban orientadas a continuar con el empleo de medidas no convencionales y a corregir aquellas no aptas para la recuperación. En concreto, el 29 de febrero de 2012, llevó a cabo la segunda inyección masiva de liquidez complementaria a la que ya comentamos en el año 2011. El importe de la misma fue de 529.530,81 millones de euros a un total de 800 entidades, según muestra el Boletín Anual del BCE (2012), con lo que en suma se proporcionó al sistema financiero una cuantía de 1.018.721,56 millones de euros. Dicho volumen fue destinado para comprar deuda pública, de manera que se redujeron las tensiones del sector bancario, al igual que las primas de riesgo de la mayoría de los estados miembros. Se puede decir que estas medidas si fueron efectivas, ya que ayudaron en parte a reducir la incertidumbre en los mercados del crédito bancario.

Junto a esta medida, el BCE tomó la decisión el 6 de septiembre de 2012 de anunciar un nuevo programa basado en la realización de operaciones monetarias de compraventa (OMC) de deuda soberana en los mercados secundarios de la euro zona con el fin de permitir una adecuada transmisión de la política monetaria y mantener su carácter único. Tras la implantación de esta

medida, Mario Draghi dio por terminado el Programa para el Mercado de Valores, ya que este nuevo programa contenía varias novedades, que lo hacían más efectivo. Entre las novedades cabe resaltar:

- El no establecimiento de límites predeterminados.
- La libre decisión del Consejo de Gobierno para establecer el inicio, la continuación y el fin de dichas operaciones.
- La simplicidad de las compras de deuda a un periodo comprendido entre uno y tres años.
- Inflexible condición de los estados miembros de pedir previamente ayuda al FEEF o al MEDE.
- Esterilización completa de la liquidez generada a raíz de dichas operaciones monetarias de compraventa.

Gracias a estas nuevas novedades, y al anuncio de estas operaciones, se generó un cambio en el clima financiero, caracterizado por una reducción de las tensiones en el contexto económico. El simple anuncio sirvió para controlar las presiones de los mercados monetarios, ya que hasta el año 2014 no se puso en marcha. Hasta ese año, no se habían realizado ninguna operación de este programa. Sin embargo, se inició una de las mayores caídas de la prima de riesgo desde que comenzó la recesión.

Y ya a finales de año, el Consejo de Gobierno del BCE, concretamente el 6 de diciembre de 2012 acordó comunicar los detalles de los procedimientos de las subastas, las cuales seguían siendo con adjudicación plena y tipos fijos, hasta por lo menos mediados de 2013. De igual forma, el BCE anunció que la provisión de liquidez mediante líneas swap se prologaría hasta el 1 de febrero de 2014. Todas estas medidas quedaron manifestadas en el Informe Anual del BCE.

Proseguimos con el año 2013, cuyo entorno era aún muy complejo y la política monetaria tuvo que hacer frente a diversas adversidades, a pesar de la leve reducción de las tensiones en los mercados financieros. Esta reducción se debió a las medidas no convencionales aplicadas desde el verano de 2012 destinadas a consolidar la gobernanza económica. Junto a ello, se redujeron las restricciones a la hora de la concesión de créditos a las entidades financieras de los países de la eurozona con dificultades, y todo acompañado de un elevado grado de segmentación de los mercados monetarios de dichos países como consecuencia de las grandes divergencias registradas hasta entonces. Lógicamente, esto se tradujo en la existencia de una gran diversidad en las condiciones de financiación de los agentes económicos (hogares y empresas) entre los distintos estados miembros.

Pues bien, si analizamos la evolución durante este año de los tipos oficiales, podemos resaltar su escasa variación durante el mismo, a excepción de los dos únicos cambios en mayo y en noviembre de 2013. Empezamos el año con las tasas invariables desde el último cambio en julio de 2012. Continuaron así hasta el mes de mayo, donde el Consejo de Gobierno decidió reducirlos en 0.25 puntos porcentuales, estableciéndose un 0.50% en el tipo mínimo de puja, un 1% en el tipo de las facilidades de crédito al verse reducido en 0.50 puntos y manteniéndose un 0% en el tipo de las facilidades de descuento, tal como quedó plasmado en el Boletín Mensual del BCE de mayo de 2013. Estos se mantuvieron en estos niveles hasta el mes de noviembre, donde se volvieron a reducir otros 0.25 puntos porcentuales, alcanzando un tipo de puja del 0.25%, mínimo nunca visto hasta la fecha. De igual forma, se estableció un 0.75% y 0% para las facilidades de crédito y

descuento, cifras recogidas en el Boletín Mensual de noviembre de 2013. En este sentido, se pretendía hacer frente a las presiones de deflación existentes y a las bajas posibilidades de crecimiento dentro de la eurozona. Del mismo modo, se procuraba disminuir la fortaleza que presentaba en ese momento el euro, derivada de una apreciación del mismo con respecto al dólar americano. Esto es, se quiso depreciar el euro con el fin de potenciar las exportaciones y con ello la demanda interna.

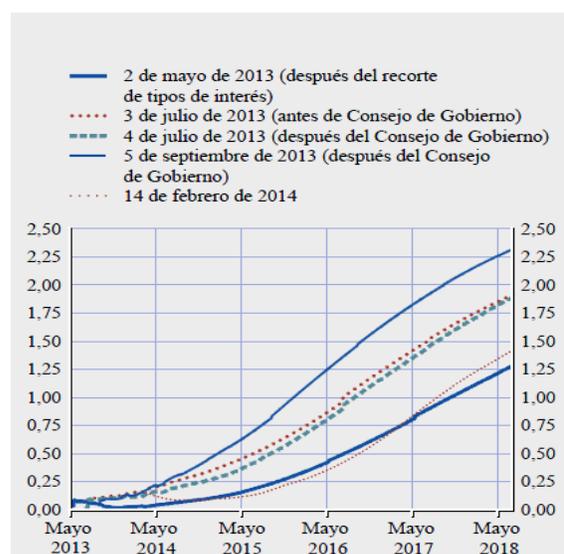
Volviendo a la variable IAPC, tal como quedó reflejado en el Informe Anual del BCE (2013), la tasa media se situó en torno al 1.4% en 2013, pasando del 2.5% del año 2012, esto es, se redujo un 0.9%; y todo ello como consecuencia de una disminución del ritmo de mejora de los precios de los alimentos y las materias energéticas. Aun así, las expectativas de inflación permanecieron en torno al objetivo establecido inicialmente de un nivel por debajo pero cercano al 2% en el medio plazo.

En lo referido al empleo de las medidas no convencionales, el presidente del BCE, Mario Draghi, prosiguió con la implantación de las mismas. En concreto, estas medidas tenían una nueva orientación, ya que se intentaba ofrecer credibilidad a las decisiones tomadas por el BCE. Es por ello que el BCE optó por anunciar las medidas de política monetaria que iba a implantar en un futuro, y para lo mismo puso en marcha el día 3 de julio de 2013 una nueva estrategia, conocida como “Forward Guidance”. Con esta medida pretendía anunciar las medidas que iba a adoptar a medio plazo y así condicionar las decisiones de los agentes económicos, afectando a los tipos de interés, al consumo y a la inversión, es decir, a la demanda agregada. En otras palabras, lo que se intentaba conseguir era clarificar la visión del sistema económico e influir en la trayectoria básicamente de los tipos de interés a medio-largo plazo. Así lo afirmaban Hubert y Labondance (2013), los cuales confirmaban que esta estrategia servía, además de para anunciar las decisiones financieras de ese momento, para poner en conocimiento de las que se esperaban en el futuro, tanto sobre los tipos de interés como de otros instrumentos de compraventa de activos.

Como podemos observar en la imagen adjunta, los tipos de interés empezaron a mejorar tras la implantación de dicha estrategia, y ello se traduce en una tendencia creciente de la trayectoria seguida por los mismos. Y según la opinión del presidente del BCE, esta medida estaba teniendo éxito, ya que la volatilidad de los tipos de interés se había reducido considerablemente. Es decir, los tipos de interés se habían mantenido en los niveles existentes en esos momentos o en niveles inferiores durante un periodo dilatado.

De igual forma, el Consejo de Gobierno volvió a acordar los detalles de los procedimientos de subastas, los cuales siguieron siendo a un tipo de interés fijo y con adjudicación plena, tal como se había establecido varios años atrás, pero con una ampliación de la medida hasta el 7 de julio de 2015.

Gráfico 12: Perspectivas futuras de los tipos de interés del BCE (desde mayo de 2013 hasta mayo de 2018).



Fuente: BCE.

Dicha ampliación queda plasmada en la declaración introductoria de la rueda de prensa de diciembre de 2013.

Y continuamos con el año 2014, en el cual empezaron a aparecer algunos signos de recuperación a finales del mismo. Esa recuperación económica se caracterizó por su carácter lento y gradual, así como por una mejora de las condiciones de financiación, lo cual se tradujo en un incremento progresivo de la confianza empresarial en relación a la existente en 2013. Por lo general, la tasa de crecimiento mostró signos de mejoría, aunque también estuvo limitada al mismo tiempo por la falta de impulso a la hora de poner en práctica las reformas estructurales, por el elevado nivel de desempleo y por la falta de dinamismo del comercio interior y exterior.

Pues bien si atendemos a las decisiones de política monetaria sobre los tipos de interés, podemos decir que en la primera mitad del año, permanecieron invariables, desde su modificación en noviembre de 2013. Fue en junio de 2014, concretamente el 5 de junio, cuando el Consejo de Gobierno adoptó otra postura, decidiendo reducir en 0.10 puntos porcentuales los tipos de las operaciones principales de financiación, situándose éste en 0.15%; mientras que decidió reducir en 0.35 puntos porcentuales el tipo de las facilidades de crédito y en 0.10 puntos porcentuales el tipo de las facilidades de depósito, situándose ambos en 0.40% y -0.10% respectivamente, cifras recogidas en el Boletín Mensual del BCE de junio de 2014. Fue la medida más drástica tomada hasta entonces por el BCE, es decir, se establecieron tipos de interés negativos como una forma para exigirle a los bancos una serie de intereses por mantener en los depósitos del BCE sus recursos monetarios.

Igualmente, la inflación fue otro condicionante clave de la adopción de esta medida, ya que ésta no dejó de caer por debajo del 1% y ello podría provocar un aumento del riesgo de deflación dentro de la zona euro y una apreciación mayor del euro con respecto al dólar. Acto seguido, las tasas continuaron en dichos niveles hasta el mes de septiembre, donde se adoptó implantar otra variación de las mismas. En este caso, se redujeron en 10 puntos básicos tanto los tipos de las OPF como los de las facilidades de crédito y depósito. Éstos alcanzaron niveles del 0.05%, 0.30% y -0.20% respectivamente; y se mantuvieron hasta finales de año, tal como muestra el Informe Anual del BCE (2014).

Respecto a las medidas no convencionales, éstas experimentaron un aumento considerable al ponerse en marcha, entre otras, una ampliación de las operaciones complementarias de liquidez. El día 5 de junio de 2014, el BCE anunció en su rueda de prensa llevar a cabo una operación principal de financiación a plazo más largo complementaria con vencimiento de cuatro años, por un importe de 400.000 millones de euros y a un tipo de interés del 0.15%. Ahora bien, solo se podía solicitar dicho volumen si se cumplían una serie de requisitos: que esa cantidad se destinase a la concesión de préstamos a familias y empresas, pero que no fuera préstamos hipotecarios; en el caso de que no fuese usada esa cantidad para el fin destinado, tendría que ser devuelta en el plazo establecido; y en el caso de que cumpliera el fin, el BCE tendría que determinar las cantidades futuras que les fuera a prestar a las entidades financieras, las cuales irían en función de la capacidad que tuvieran las propias entidades para aumentar el crédito a las empresas. El único problema fue determinar que efectivamente las entidades bancarias destinasen ese volumen a conceder préstamos a las empresas y a las familias. Es por ello que las mismas entidades exigieron a Mario Draghi que aclarara el procedimiento de seguimiento que se iba a realizar para que el dinero llegase correctamente a la economía real.

Junto a ello, en la misma reunión del 5 de junio, también se anunció poner en marcha la compra de los activos respaldados con deuda a empresas (ABS) en el mercado de bonos. Esto es, el BCE realizó la compra de paquetes de préstamos a empresas, de manera que las entidades bancarias pudieron conceder créditos sin que éstas incurrieran en grandes riesgos. En líneas generales, el BCE tuvo el papel de aval de dichos préstamos. Pues bien, esta práctica se asemejó a la practicada por la Reserva Federal en los EE.UU., la llamada Expansión Cuantitativa, o en inglés, Quantitative Easing (QE). Según muchos analistas, la puesta en marcha de esta práctica fue casi inminente, aunque hasta el momento era pronto para conocer si finalmente se aplicaría.

Por último, también se tomaron decisiones sobre los procedimientos de las subastas, las cuales iban a seguir a tipo fijo y con adjudicación plena.

Y seguimos con el año 2015, el cual se caracterizó por la puesta en marcha de uno de los programas más importantes hasta ahora con el fin de contener la gran recesión, cuyo objetivo veremos a continuación. Ahora bien, en líneas generales, el año en cuestión estuvo marcado por una serie de discrepancias a nivel mundial, como fueron la elevada divergencia en el crecimiento de la actividad económica de los países avanzados y de las economías con potencial emergente, la falta de dinamismo del comercio internacional y las presiones crecientes a la existencia de niveles de inflación por debajo del objetivo marcado derivado de una caída de los precios de las materias energéticas. Y en lo referido a los tipos de interés oficiales, podemos decir que permanecieron intactos hasta el mes de diciembre, donde el Consejo de Gobierno del BCE decidió reducir el tipo de las facilidades de depósito en 0.10 puntos porcentuales, situándose en un -0.30%, la cifra más baja hasta la fecha. En cambio, en lo relativo a los otros dos tipos, el de las subastas y el de las facilidades de crédito, decidió mantenerlos en sus respectivos niveles. Todo ello recogido en el Informe Anual del BCE (2015).

Seguidamente, pasamos a explicar el programa que el BCE puso en funcionamiento para contener las tensiones económicas existentes. Éste se inició el 9 de marzo de 2015 y lleva el nombre de Expansión Cuantitativa o Quantitative Easing (QE) como es conocido en EE.UU., puesto en marcha también por la Reserva Federal. Se trató de un programa ambicioso de compra de activos financieros en el mercado secundario para inyectar nueva liquidez y poner en circulación una mayor cantidad de dinero. Dicho programa tenía una duración prevista hasta septiembre de 2016, pero el presidente del BCE, Mario Draghi, no descartó que se pudiera ampliar hasta marzo de 2017, es decir, que tuviera una duración total de 24 meses desde su implantación. Con la misma, se pretendía evitar una prolongada deflación y devolver los niveles de inflación al objetivo macroeconómico marcado desde un principio, que es la estabilidad de precios. Igualmente, a la hora de ponerlo en marcha, se pretendía aumentar el precio de los bonos haciendo que sus intereses bajaran y ello constituía un incentivo para que los bancos invirtieran en ellos y concedieran más préstamos a los particulares y a las empresas. Es por ello que los efectos de esta medida no convencional también lo empezaron a notar los propios ciudadanos, pagando éstos menos por los créditos concedidos y destinando una mayor cantidad de dinero al gasto privado, reactivando la actividad económica y el empleo. Asimismo, se debilitó la cotización del euro, haciendo que las exportaciones europeas fuesen más económicas y competitivas y ello contribuyó a la demanda agregada, fomentando una mejora de la recuperación.

El BCE acordó la compra de 60.000 millones de euros al mes en activos de deuda pública en gran parte, aunque también en deuda privada, según el comunicado de prensa ofrecido por el

presidente del BCE el 22 de enero de 2015. Estas adquisiciones no se realizaron por el método hasta entonces empleado, es decir, mediante subastas del Tesoro del país, sino que tal como hemos comentado, se efectuaron en el mercado secundario, espacio donde los inversores compran y venden activos ya emitidos por los estados miembros. Igualmente, Mario Draghi, advirtió que el BCE no iba a comprar deuda por debajo del tipo establecido de las facilidades de depósito. En general, el plan tenía fijado un presupuesto de 1.14 billones de euros hasta el mes de septiembre de 2016, el cual se pudo ver aumentado si éste se ampliaba hasta marzo de 2017, tal como quedó reflejado en el Informe Anual del BCE (2015).

Con ello, el presidente del BCE pretendía emprender una medida segura para conseguir la recuperación económica lo antes posible, aunque siempre con cautela y gradualmente. A pesar de ello, algunos expertos auguraban un final rápido para esta medida, los cuales a últimos de año rectificaron sobre sus palabras, confirmando la eficacia del programa. Además, a finales de año, el Consejo de Gobierno adoptó la decisión de reinvertir el principal de los activos financieros adquiridos a medida que éstos se fueran amortizando con el fin de contribuir a una mejora de las condiciones de liquidez del sistema financiero. Junto a la misma, reafirmó el mantenimiento de los procedimientos de subastas a tipo fijo y con adjudicación plena, y la aceptación de instrumentos de renta fija negociables como activos que podían ser admitidos por los bancos centrales nacionales de los respectivos países miembros.

Y llegamos al último año de análisis, el año 2016, en el cual se han seguido poniendo de manifiesto los efectos positivos de la progresiva recuperación económica de la zona euro. Sigue en vigor el programa de compra de activos financieros que se inició en 2015. De hecho, en la reunión de abril de 2016, el Consejo de Gobierno del BCE anunció la subida del volumen mensual, alcanzando un nuevo nivel de 80 mil millones de euros. Igualmente, en el mes de enero de 2016, se confirma que estas operaciones durarían como mínimo hasta marzo de 2017.

Al igual que el resto de años, también durante las primeras reuniones del año se ha tratado el tema de los tipos de interés. Éstos experimentaron variaciones en el mes de marzo, ya que tal como comentó el presidente del BCE en la rueda de prensa llevada a cabo el 10 de marzo, el tipo de las OPF se redujo en 0.05 puntos porcentuales, al igual que el tipo de las facilidades de crédito. Sin embargo, se decidió que el tipo de las facilidades de depósito se volviera a reducir en 0.10 puntos porcentuales, acentuándose su tasa negativa en -0.40%.

Y en lo que se refiere a las medidas no convencionales, se anunció en el mes de marzo el reconocimiento de los bonos expresados en euros que tienen la calificación de grado de inversión como activos de garantía para poder realizar las compras periódicas oportunas. Asimismo, en el mes de junio, el día 8 de junio, muy recientemente, el BCE decidió emprender unas nuevas compras dentro de su programa de adquisiciones de bonos, y el día 22 de junio inició una nueva serie de OPFML con un horizonte temporal de cuatro años, con tipos de interés aún por determinar, según su última rueda de prensa ofrecida tras la reunión del 8 de junio de 2016.

Para finalizar, pasamos a reflejar en la tabla que se muestra a continuación (Tabla 5) las medidas de carácter monetario tomadas por el BCE durante los años considerados, para así poder analizar la evolución que han seguido las mismas:

Tabla 5: Decisiones de política monetaria del BCE desde 2012 hasta la actualidad.

| AÑO  | FECHA      | MEDIDA  | DESCRIPCIÓN   |
|------|------------|---|---|
| 2012 | 29/02/2012 | Inyección de liquidez.  | OPFML con vencimiento a 3 años, tipo fijo y por un importe de 529.530,81 millones de euros a un total de 800 entidades. |
| 2012 | 05/07/2012 | Bajada de los tipos de interés oficiales en 0.25%   | OPF: 0.75%<br>F.P. Crédito: 1.5%<br>F.P. Depósito: 0%   |
| 2012 | 06/09/2012 | Implantación del programa de Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC).   | Compra-venta de activos de deuda soberana.  |
| 2013 | 02/05/2013 | Bajada del tipo de las OPF en 0.25% y del tipo de las facilidades de crédito en 0.5%                              | OPF: 0.5%<br>F.P. Crédito: 1%<br>F.P. Depósito: 0%  |
| 2013 | 03/07/2013 | Implantación de la estrategia "Forward Guidance".   | Anuncio de las medidas de política monetaria a medio plazo.   |
| 2013 | 07/11/2013 | Bajada de los tipos de interés oficiales en 0.25%, menos el de las facilidades de depósito.                       | OPF: 0.25%<br>F.P. Crédito: 0.75%<br>F.P. Depósito: 0%  |
| 2014 | 05/06/2014 | Bajada de los tipos de las OPF y de las facilidades de depósito en 0.1% y de las facilidades de crédito en 0.35%. | OPF: 0.15%<br>F.P. Crédito: 0.4%<br>F.P. Depósito: -0.1%  |
| 2014 | 05/06/2014 | Inyección de liquidez.  | OPFML con vencimiento a 4 años por un importe de 400 mil millones de euros y con tipo de interés del 0.15%              |
| 2014 | 05/06/2014 | Adquisición de activos financieros.   | Compra de activos respaldados con deuda a empresas (ABS) en el mercado de bonos.  |
| 2014 | 04/09/2014 | Bajada de los tipos de interés oficiales en 0.10%   | OPF: 0.05%<br>F.P. Crédito: 0.3%<br>F.P. Depósito: -0.2%  |
| 2015 | 09/03/2015 | Implantación de la Expansión Cuantitativa.  | Programa de compra de activos financieros en el mercado secundario para inyectar liquidez.                              |

|      |            |   |   |
|------|------------|---|---|
| 2015 | 03/12/015  | Bajada del tipo de interés de las facilidades de depósito en 0.1%                                   | OPF: 0.05%<br>F.P. Crédito: 0.3%<br>F.P. Depósito: -0.3%          |
| 2016 | 10/03/2016 | Bajada de los tipos de interés oficiales en 0.05% y del tipo de las facilidades de depósito en 0.1% | OPF: 0%<br>F.P. Crédito: 0.25%<br>F.P. Depósito: -0.4%            |
| 2016 | 21/04/2016 | Aumento del volumen de compra de activos financieros.   | Aumento del volumen de compra mensual a 80 mil millones de euros. |
| 2016 | 22/06/016  | Inyección de liquidez.  | OPFML con vencimiento a 4 años.                                   |

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del BCE.

### 3. CONCLUSIONES

Una vez llevado a cabo el análisis detallado de las medidas de política monetaria tomadas por el BCE a lo largo de su historia, podemos recoger las siguientes conclusiones, así como ciertas previsiones del futuro de la política monetaria.

Para empezar, hemos de destacar que la senda que ha seguido la política monetaria en la Eurozona no ha sido nada fácil, al tenerse que enfrentar a adversidades complejas, constituyéndose un contexto económico poco esperanzador, como consecuencia de acontecimientos de diversa índole que se producían tanto dentro de los estados miembros como a nivel internacional. Concretamente, la crisis financiera que nos está afectando desde 2007 hizo que el BCE tuviera que tomar medidas radicales con el fin de reducir su expansión a un mayor número de países dentro de la zona euro, lo cual supuso la adopción de una red compleja de mecanismos, atenuando la tendencia vigente en ese momento. Por lo que es muy difícil acertar sobre la dirección de la política monetaria en un futuro, aunque las últimas actuaciones realizadas en el sistema financiero sí parecen poner de manifiesto en cierto modo la nueva orientación de las medidas, así como los objetivos a conseguir.

Lo que si podemos decir es que el BCE ha tenido muy claro el objetivo a perseguir desde un principio: la estabilidad de precios, independientemente del contexto económico que hubiera en cada momento. Y por ello, adoptó medidas, que podían ser mejores o peores, pero siempre en busca del mismo fin. Pero a pesar de ello, no se le exime al BCE de las responsabilidades que tiene ante los errores, en cierto modo, derivados de una falta de consideración de las soluciones y/o alternativas propuestas por otros entes institucionales, por lo que se pone de manifiesto una incuestionable debilidad en el mecanismo de gestión de la política monetaria. En la actualidad, ante el existente riesgo de deflación, el BCE está llevando a cabo actuaciones orientadas a paliar dicho problema, tal como hemos recogido anteriormente, pero siguen existiendo irregularidades, por lo que no se está consiguiendo que las entidades bancarias cambien su postura frente a la concesión de créditos a los agentes económicos a simple vista. Por ello, habría que potenciar las últimas medidas no convencionales impuestas por el BCE, basadas en la inyección de liquidez y la reducción de los tipos de interés oficiales, sobretodo de las facilidades de depósito, de manera que los agentes económicas satisfagan sus necesidades y se empiece a reducir la fragmentación monetaria característica de la última etapa analizada.

Igualmente, la política monetaria practicada por el BCE debería tomar como referencia la empleada por otros entes, como la Reserva Federal o el Banco de Inglaterra, basada más profundamente en la persecución del crecimiento económico y del empleo que en las tasas de inflación. De hecho, según afirmó Greg Mankiw<sup>4</sup>, “hay cosas peores que la inflación, las cuales estamos viendo ahora”. Es decir, una política monetaria que se base menos en la inflación puede permitir un mayor margen de actuación y de aplicación de las medidas tomadas.

En definitiva, podemos decir que el BCE es un banco relativamente joven en relación a los otros entes internacionales, pero a pesar de ello, las críticas que se le han acometido por la cesión de la soberanía de la política monetaria de los estados miembros se están reduciendo considerablemente tras las últimas actuaciones practicadas por el mismo. Por ello, la adopción de un programa de

---

<sup>4</sup> “*There are worse things than inflation. We have them today*”. Greg Mankiw, profesor de economía y macroeconomía estadounidense, actualmente profesor en la Universidad de Harvard.

acción profunda y que ataque a los problemas desde su origen, en vez de un programa parcheado/improvisado, podría ser la solución para corregir los desequilibrios del sistema financiero, al mismo tiempo que empleara un mecanismo de reembolso de las ayudas concedidas más flexible, de manera que los agentes económicos tengan un cierto margen para poder devolverlas y con unas condiciones factibles. Hoy en día, la mayoría de los países de la Eurozona exigen este tipo de medidas, las cuales se deberían adoptar y ejecutar en un futuro cercano, ya que de lo contrario, podría ponerse en marcha un contexto destructivo que acabase con la Unión Económica tal como la conocemos hoy.

#### 4. BIBLIOGRAFÍA.

- [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu) (página web del Banco Central Europeo).
- [www.bde.es](http://www.bde.es) (página web del Banco de España).
- <http://epp.eurostat.ec.europa.eu> (página web de las Estadísticas Europeas).
- BCE (2009): “The implementation of monetary policy since August 2007”, Boletín Mensual del BCE (Julio) 75-89.
- Menezes, V. y Rodil, O. (2012): “La crisis financiera global en perspectiva: génesis y factores determinantes”, *Revista de Economía Mundial*, 31 (2012), 199-226.
- Boletín económico. Banco de España. 2009, Núm. 6. Madrid: Banco de España, Servicio de Publicaciones.
- Alberola, Enrique, Marques, J. M. y Sanchís, Alicia (1997) “Persistencia en el desempleo, independencia de los bancos centrales y su relación con la inflación”. Banco de España - Servicio de Estudios, Documento de Trabajo nº 9725
- Christophe Blot, Creel, Hubert et Labondance (2013): “Que peut-on attendre de l’assouplissement quantitatif de la BCE”.
- Blinder, Alan (2010): “Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies”, noviembre-diciembre 2010, págs. 465-480.
- Peláez Rodríguez, Esther (2011): “Crisis financiera y crisis económica”. Cuadernos de Formación. Colaboración 8/11. Volumen 12/2011, págs. 111-123.
- Krugman, Paul (1997): “Precios estables y crecimiento rápido: ¡Simplemente decid no!”. *Economistas: Año Nº 15, Nº73, 1997*, págs.151-156
- Gámir, Luis, Casares, Javier y Velasco, Carlos (2008): *Política Económica de España*. Madrid: Alianza
- Fernández Díaz, A., Rodríguez Saiz, L., Parejo Gámir, J.A., Galindo Martín, M.A. y Calvo Bernardino, A. (1996): *Teoría y política monetaria*.
- Machinea, J.L. (2009). “La crisis financiera internacional: su naturaleza y los desafíos de política económica”. *Revista CEPAL*, (97), 33-56.
- Marshall, Wesley (2011): “La Reserva Federal frente a la crisis y sus efectos sobre el sistema financiero global”; *Análisis*, Numero 9 (mayo-agosto 2011).
- F.L. Block; tr. por: Eduardo L. Suárez. (1980): *Los Orígenes del Desorden Económico Internacional: La Política Monetaria Internacional de los Estados Unidos, desde la Segunda Guerra Mundial hasta Nuestros Días*.
- Machinea, José Luis (2009): “La crisis financiera internacional: su naturaleza y los desafíos de política económica”, *Revista Cepal* 97, Abril 2009
- De Grauwe, Paul (2011): “La gobernanza de una frágil eurozona”, *Revista de Economía Institucional*, vol. 13, Nº 25, segundo semestre/2011, págs. 13-41
- Borralló Egea, F. Alberto; Hierro Recio, Luis Ángel (2015): “La eficacia de la política monetaria durante la crisis económica mundial”. *Revista de Economía Mundial* 41, págs. 43-80.
- De la Dehesa, Guillermo (2009): “La primera gran crisis financiera del siglo XXI: Orígenes, detonantes, efectos, respuestas y remedios”, Alianza Editorial
- Greenspan, Alan: “The crisis”, *Rev.econ.inst.* vol.12 no.22 Bogotá Jan./June 2010

- Gaviria Ríos, Mario Alberto (2007): Apuntes de teoría y política monetaria.
- Hansen, Alvin H (1974): Teoría monetaria y política fiscal, México [etc.] Fondo de Cultura Económica
- Alonso Neira, Miguel Ángel (2004): Teoría económica de las crisis monetarias y financieras y de los controles de capital, Madrid, Instituto de Estudios Económicos
- Fernández Díaz, Andrés (2011): Política monetaria: fundamentos y estrategias. Madrid: Paraninfo
- BCE (2008): La aplicación de la política monetaria en la zona del Euro. (Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema).
- Fernández Díaz, Andrés... [et al.]: Política monetaria II: Enfoques alternativos. Madrid: Thomson-Paraninfo, 2003
- Galiano Sevilla, Marta; Parejo Gamir, Jose Alberto (director): La política monetaria de la UEM: un análisis valorativo. Madrid: Universidad Complutense de Madrid; Servicio de Publicaciones, 2002
- Pateiro Rodríguez, Carlos (2001): Las reglas de tipo de interés de política monetaria o Taylor rules, Madrid, Universidad Nacional de Educación a Distancia
- Viñals, José (1999): El marco general de la política monetaria única: racionalidad, consecuencias y cuestiones pendientes. Madrid: Banco de España.
- Méndez, José María (2012): ¿Crisis económica o crisis de valores?: una propuesta axiológica. Málaga: Sepha.
- Serrano Sanz, José María (2011): De la crisis económica en España y sus remedios. Zaragoza.: Prensas Universitarias de Zaragoza.
- Machinea, José Luis (2012): “Escenarios de la salida de la crisis internacional: una mirada escéptica”. Real Instituto Elcano, Presidencia y Secretaria Ejecutiva de la RIBEI: Documento de Trabajo (DT) 1/2012
- Menezes Fereira Junior, Vicente y Rodil Marzabal, Óscar (2012): "La crisis financiera global y las respuestas de política del Banco Central Europeo: un análisis crítico". Págs. 1331-1374.
- González-Páramo, José Manuel (2012): “La gestión del Banco Central Europeo ante la crisis”, Revista de Economía Mundial 30, 2012, 83-102
- Orriols Sallés, María Ángeles (1997): Banco de España y estructura plural: los modelos administrativos de la Reserva Federal americana y del Bundesbank alemán, Madrid Marcial Pons
- Zamorano Baliña, Joaquín (2010): Regímenes monetarios y funcionamiento macroeconómico: una revisión crítica del vigente régimen monetario de metas de inflación ante la actual crisis financiera. Madrid: CUNEF

- Garcia Quero, Fernando J. (2010): “Aproximación crítica a la crisis económica mundial: sistema capitalista, política monetaria y globalización financiera”. Páginas 75-94.
- Calvo, Guillermo A. (2012): “Creación y destrucción de liquidez: claves de la coyuntura y las crisis financieras en general”. *Perspectivas del Sistema Financiero*: N°104/2012
- Crespo, Juan Ignacio (2009): “Una herramienta para la crisis: Tesoro Único Europeo”. ARI N°31/2009
- Steinberg, Federico (2011): “*Una nueva lectura de la crisis y de los dilemas de política económica.*”. *Boletín Elcano* (139)
- Martinez, Lisana B. y Terceño, Antonio (2012): “El mercado de renta fija europeo de 1999 a 2011: efectos de la unión monetaria y la crisis financiera”. *Boletín Económico de ICE*: N°3028
- Toporowski, Jan (2012): “Una visión sobre la actual crisis de la crisis en la Zona-euro”. *Economía Informa*: núm. 372

