



Universidad de Valladolid

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Trabajo de Fin de Grado

**Grado en Administración y Dirección
de Empresas**

Las políticas del BCE y de la FED ante la crisis

Presentado por:

Paula Paniagua Alonso

Tutelado por:

Jesús M^a Alonso Martínez

Valladolid, 6 de Julio de 2018

ÍNDICE

RESUMEN	3
ABSTRACT	3
1. INTRODUCCION	4
2. EL SECTOR MONETARIO EN ESTADOS UNIDOS	5
2.1. La creación de la FED y su actuación	6
2.2. Organización de la FED	10
2.3. Objetivos de la FED	12
3. LA UNIÓN ECONÓMICA MONETARIA Y EL BCE	12
3.1. La formación de la Unión Económica Monetaria (UEM)	12
3.2. La creación del Banco Central Europeo (BCE)	22
3.2.1. Bases jurídicas.....	23
3.2.2. Organización del BCE.....	24
3.2.3. Objetivos.....	27
4. CRISIS Y POLÍTICA MONETARIA	29
4.1. La evolución de la crisis en EEUU y la UE	29
4.2. Crisis en la economía española	32
5. POLÍTICA MONETARIA	33
5.1. Definición de Política Monetaria	33
5.2. Política monetaria ante la crisis y la regla de Taylor	35
5.3. Mecanismos de Política Monetaria del BCE y la FED	46
6. CONCLUSIONES	50

RESUMEN

Desde el comienzo de su actividad el BCE ha sido el órgano rector de la política monetaria en la Unión Europea. En este texto analizaremos sus funciones, los órganos que lo integran y lo contrastaremos con la FED para analizar cuáles son las diferencias entre las dos grandes instituciones monetarias.

La crisis del año 2007 ha provocado un cambio en las políticas monetarias. Con el objetivo de mantener la estabilidad de los precios, el BCE, se ha visto obligado a abandonar las políticas convencionales dando paso a las medidas no convencionales, entre las que destaca la expansión cuantitativa. Medidas que han sido la salvaguardia de los mercados financieros, pues los primeros intentos de bajada de tipos de interés para dotar a los mercados de liquidez no permitieron garantizar la estabilidad económica y del euro.

ABSTRACT

Since ECB activity has begun it is considered the governing authority of monetary policy in the EU. This document analyzes its functions, government bodies and we will connect it with FED's activity to show the differences between both monetary institutions.

Economic crisis in 2007 has caused a change in monetary policies. With the objective of maintaining price stability, ECB, has been obligated to abandon conventional policies to start unconventional measures, highlighting quantitative expansion. These measures have been the save-conduct of financial markets because the first attempt to drop in interest rates for providing liquidity did not guarantee economical and euro stability.

Palabras clave: política monetaria, BCE, FED, medidas no convencionales.

1. INTRODUCCION

Con la llegada de la crisis en el año 2008 el panorama económico cambio drásticamente. Las grandes autoridades monetarias, el BCE y la FED, han tenido que enfrentarse a duras situaciones de inestabilidad en los mercados teniendo que responder con nuevas políticas monetarias. A pesar de las adversidades tanto la FED como el BCE han sido capaces de mantener la credibilidad del dólar y del euro respectivamente, y aunque todavía hoy existen dudas sobre la eficiencia de sus políticas y sobre la salida de la crisis podemos afirmar que la situación de inseguridad vivida en el año 2008 ha ido reduciéndose de forma progresiva.

Debido a la importancia de la crisis económica, de las más importantes tras el crack del año 29, el objetivo de este Trabajo de Fin de Grado es comparar las políticas monetarias que han implementado la FED y el BCE para poder analizar cuáles han sido sus efectos. Para ello vamos a estructurar el análisis en los siguientes puntos:

- Explicaremos en un primer momento la creación de la FED, cuáles han sido sus objetivos y los motivos de su estructura, para poder entender, en capítulos posteriores, por qué desarrolla un determinado tipo de política monetaria.
- De forma análoga al segundo de los capítulos procederemos a explicar la constitución de la Unión Económica y Monetaria, cuáles han sido las fases por las que ha pasado hasta poder alcanzar la actual situación donde tenemos una única autoridad monetaria, cual es el BCE, y una única moneda, el euro. Se explicará de forma más detallada qué es el BCE, sus funciones, objetivos, estructura, así como las bases jurídicas que fundamentaron su puesta en funcionamiento.
- En tercer lugar, pasaremos a analizar la crisis económica del año 2008 para conocer por qué las autoridades monetarias estadounidenses y europeas tuvieron que actuar en el seno de sus economías.

- En cuarto lugar, tendremos que analizar la parte central del tema, esto es la Política Monetaria durante los años de crisis. Para ello, en un primer momento tendremos que explicar qué se entiende por Política Monetaria, para posteriormente analizar las distintas medidas y mecanismos que la FED y el BCE han puesto en marcha durante estos últimos años en relación con la Regla de Taylor.
- Finalmente, expondremos las conclusiones que hemos ido obteniendo de la exposición del tema.

2. EL SECTOR MONETARIO EN ESTADOS UNIDOS.

La conocida como FED (Federal Reserve System) podría definirse como el órgano análogo al Banco Central Europeo (BCE) en la UE. A pesar de ser el monopolista en lo que se refiere a la emisión de moneda y de la fijación de los tipos de interés no se puede definir como un banco central en sentido estricto, sino como una entidad gubernamental con componentes privados. El motivo fundamental de ello se debe a que, a diferencia del BCE, que es una institución comunitaria pública, la FED es un consorcio público/privado. Su estructura está compuesta por la Junta de Gobernadores, el Comité Federal de Mercado Abierto y doce Bancos de Reserva Federal regionales junto con los bancos privados que forman parte de la misma y aportan gran parte de su capital.

El sistema monetario funciona con las características propias de una gran empresa privada, hasta el punto de que la propia FED cobra intereses a los Estados por la emisión de moneda, pese a que la Constitución había establecido en la sección octava¹ que sería el Congreso de EEUU el que se encargaría de dicha tarea.

¹ La Constitución estadounidense conocida como Constitution Facts establece en su sección octava, concretamente en el punto quinto la competencia monetaria otorgada al Congreso; *Para acuñar monedas y determinar su valor, así como el de la moneda extranjera. Fijar los patrones de las pesas y medidas.*

Este sistema se crea el 23 de diciembre de 1913 por la Ley de la Reserva Federal, fecha que marca un antes y un después de la historia económica mundial porque se ha convertido en el banco central de la primera economía mundial.

2.1. La creación de la FED y su actuación

Para entender correctamente el funcionamiento de la FED hemos de hacer una referencia a cómo se formó y cuáles han sido las etapas por las que ha pasado la institución a lo largo de la historia, lo que nos llevará a afirmar que su puesta en marcha no fue una tarea sencilla.

Desde su creación, hace ya más de 100 años, ha sido capaz de afrontar los retos y dificultades económicas, desde la Gran Depresión hasta la última Gran Recesión del año 2008.

Lo primero a lo que nos tenemos que responder es a cuáles fueron los motivos que impulsaron la creación de la Reserva Federal. La respuesta es dispar.

- Algunos autores señalan que la razón de su creación es contener la inflación.
- Otros autores indican que se debe a que hay que crear una moneda que establezca un sistema de tipos de cambio flexibles facilitando la movilidad de las reservas y evitando las quiebras bancarias que se producían en el país.

Estas opiniones tienen que combinarse con el hecho fundamental que motivó su formación: la falta de liquidez que había en el país

Aceptado que la razón de la creación de esta institución fue facilitar la liquidez de la economía norteamericana, la siguiente pregunta que debemos hacernos es el cómo y el por qué surge, es decir, los hitos fundamentales que llevaron a su puesta en marcha y los motivos económicos que lo propiciaron.

Existieron dos intentos para formar un Banco Central. El primer banco, "The First Bank" creado en 1791 y el segundo, "The Second Bank" en 1817.

La independencia política de Gran Bretaña fue el primer hito que favoreció el origen de la FED. Su propulsor, Alexander Hamilton, siguió las ideas de economistas como Adam Smith, David Ricardo y David Hume, concretándose en una estructura y organización similar a la del Banco de Inglaterra.

A pesar de que inicialmente contó con detractores y generó reticencias, por el temor a que se convirtiera en una entidad monopolista en el terreno financiero, empezó a funcionar en 1791. Fue el encargado de desarrollar tareas tanto públicas como privadas. Entre ellas, podemos destacar, la recaudación de impuestos, los préstamos al gobierno, y a otras autoridades tanto estadounidenses como extranjeras y la administración del pago de intereses de la deuda a los extranjeros. Para el desarrollo de sus tareas tributarias, el First Bank, contaba con una moneda propia, las llamadas notas bancarias, que convivían con las monedas que emitían los bancos privados estatales.

La inestabilidad financiera, surgida de la burbuja creada por actividades de capitalización, provocó la caída del consumo, la inversión y el crédito lo que motivó la desaparición del banco, tras 20 años de funcionamiento.

En 1812 EEUU se vio inmerso en una guerra contra Inglaterra. Las finanzas estatales se habían visto perjudicadas pues con el cierre del First Bank desaparecieron las oficinas públicas de recaudación de impuestos. Sin embargo, el Estado estaba en guerra y necesitaba recursos, siendo insuficientes los aportados por los Estados. Esta situación propició el endeudamiento y un aumento de los precios, favorecido por la creación sin control de moneda por parte de los bancos privados. De la mano de Madison se crea The Second Bank. Sin embargo, las críticas reaparecieron de la mano de los pequeños comerciantes y propietarios, los cuales, temían ser absorbidos por un banco que llegase a controlar toda la actividad nacional motivando la desaparición del Segundo Banco con la llegada del presidente Andrew Jackson.

En 1907 volvieron los problemas económicos. El sistema bancario de EEUU, en concreto, los préstamos que los bancos hacían, dependían de los depósitos existentes. La relación entre depósitos y moneda en circulación fue variando a lo largo de los años, para llegar a ser de 9/1 en el año que estamos analizando. Ese año y, ante el temor de la caída de algunos bancos, los ahorradores hicieron

cola en las entidades crediticias para recuperar sus depósitos, momento en el que aparecen los problemas de liquidez favoreciendo la llegada del tercer intento de creación de la FED como forma para resolverlos.

Se aprueba la Ley Aldrich- Vreeland con el objetivo de crear un banco central. Banco que sería el encargado de la emisión de la moneda, y de las operaciones de redescuento, estando controlado por grandes banqueros, es decir, se fundamentaba en un control de tipo privado.

Sin embargo, el panorama político del momento frenó su creación temporalmente. El plan de creación de la FED propuesto con la Ley Aldrich-Vreeland fue reformado en el Congreso y posteriormente en el Senado, aprobándose finalmente la Ley de la Reserva Federal de 1913.

La FED empezó a funcionar un año más tarde, en 1914, destacando que sería la autoridad encargada del control de la oferta monetaria. Es reseñable la frase de Friedman (1994) que dijo que la tarea sería *sencilla en principio, porque la oferta monetaria será la que la autoridad quiera que sea, pero, complicada en la práctica, porque las decisiones de la autoridad monetaria dependerán de numerosos factores, entre éstos figuran las necesidades burocráticas de la autoridad, las creencias y los valores personales de los personajes responsables, las tendencias actuales o supuestas de la economía (...).*

Finalmente, y tras su puesta en funcionamiento tenemos que profundizar en cómo ha actuado la FED ante las crisis monetarias.

Llegados los años 20 destaca que la FED, en el ejercicio de sus competencias, pone en marcha operaciones de mercado abierto para frenar la recesión derivada de la Primera Guerra Mundial. Se intentó encarar la crisis con la compra de valores del gobierno tratando de frenar la especulación en los mercados bursátiles y dotar a la economía de la liquidez necesaria.

Una de las fechas más señaladas en la historia contemporánea es el 24 de octubre de 1929. Siguiendo las previsiones del presidente de la FED, en esa fecha, se produce el famoso jueves negro que desencadenaría el crack del 29 tras la insólita caída de la Bolsa de Wall Street.

La singular gravedad de los problemas económicos norteamericanos hizo que la FED tomara medidas nuevas. Para ello entra en vigor en 1933 la Ley Glass-Steagall, buscando la separación entre los bancos comerciales y los bancos de inversión, teniendo como finalidad garantizar los títulos del gobierno. A su vez se crea la Corporación Federal de Seguros de Depósitos pasando, la FED, a ser la responsable del control de los holdings, así como de las operaciones de mercado abierto.

Un momento destacado es el ascenso de Hitler al poder en Alemania, lo que hizo que EEUU se viera obligado a tomar partido en la Segunda Guerra Mundial. Dicha participación hacía necesaria una fuerte financiación, para ello se bajaron los tipos de interés de los bonos del gobierno, actuación de la FED que se repitió con el comienzo de la guerra de Corea.

En plena Guerra de Corea, el presidente Truman abogaba por el mantenimiento de las tasas de interés bajas y fijas, sin embargo, responsables de la FED, consideraban que si bien su mantenimiento conseguiría una expansión de la economía propiciaría enormes niveles de inflación. El debate finaliza con la firma del acuerdo del Tesoro y de la FED por el que se elimina la obligación de ésta de monetizar la deuda del Tesoro a un tipo de interés fijo.

Hasta 1971 había funcionado el sistema Bretton Woods. Sistema conocido como patrón de cambio-oro puesto que establecía un tipo de cambio entre la moneda estadounidense y el oro siguiendo un patrón de cambio, inicialmente, 35 dólares a 1 onza de oro. El precio era fijo por lo que se obligaba a los demás Estados que formaban parte del sistema a controlar su moneda impidiendo variaciones por valores superiores al 1,5%. La guerra había hecho que la balanza de pagos de EEUU fuera deficitaria y para mantener el patrón dólar-oro y evitar que las monedas de los restantes países se vieran apreciadas los países se vieron en la obligación de comprar dólares en grandes cantidades. Las reservas de dólares de los Estados estaban aumentando hasta el punto de que superaron sus reservas en oro. EEUU no podría afrontar todas las obligaciones en caso de que se decidiera solicitar la conversión. Por ello, en agosto de 1971 Nixon declaró la inconvertibilidad del dólar.

Con la crisis del petróleo de 1973 en EEUU hubo una fuerte subida del déficit ya que la política monetaria llevada a cabo por la FED, para hacer frente al desmedido incremento de los precios del petróleo, se orientó básicamente en el control de la inflación.

La política para el control de la inflación fue seguida de la entrada en vigor de la Ley de Control Monetario que fija precios competitivos de los servicios financieros que ofrecía la FED y la obligación de unas reservas mínimas para todas las instituciones y entes financieros. En definitiva, las políticas de dinero barato que habían desarrollado fueron el motivo de la Gran Inflación.

Wall Street entra de nuevo en crisis el 19 de octubre de 1987. Para frenarla se usó la técnica de la comunicación tan necesaria para que la política monetaria desarrollada por los bancos centrales sea eficaz. Se pronuncia la famosa frase *La Reserva Federal, consciente de sus responsabilidades como banco central de la nación, reafirma hoy su disposición a servir como fuente de liquidez para apoyar el sistema económico y financiero*

Durante los años 90 la economía norteamericana estaba en su máxima expansión, creándose una burbuja que estallaría en marzo del año 2001, iniciándose la recesión de la economía. Los atentados del 11 de septiembre del año 2001 pusieron en jaque la política de la FED provocando el pánico en los mercados, lo que hizo que esta institución volviera a acudir a una política de comunicación que diera credibilidad a las políticas monetarias buscando su eficacia. Se consiguió poner fin a los problemas de liquidez bajando los tipos de interés y aumentando el préstamo en más de 45 millones de dólares.

2.2. Organización de la FED.

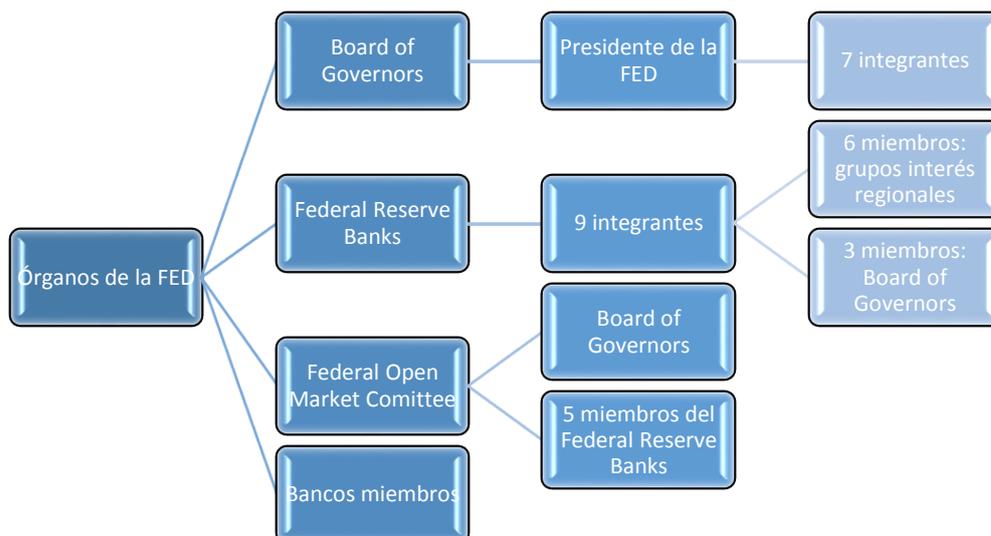
Tras su creación la FED se organizó en 4 órganos, a saber:

- El Board of Governors está formada por 7 integrantes los cuales se mantienen en su puesto por una duración de 14 años tras su elección por parte del presidente de EEUU y la correspondiente ratificación por el

Senado. El Presidente de la FED es miembro necesario de este organismo.

- Federal Reserve Banks es un órgano dependiente del anterior y formado por 9 miembros, de los cuales 6 son nombrados por grupos de interés regionales y los otros 3 por parte del Board of Governors, órgano que también se encarga del nombramiento del presidente y vicepresidente de la Federal Reserve Bank.
- El Federal Open Market Committee es el encargado de la toma de decisiones más importantes de la FED. Está formado por los 7 miembros que comportan el Board of Governors más 5 miembros que integren el Federal Reserve Banks.
- Bancos miembros: se trata de todas aquellas instituciones privadas que forman parte de los Federal Reserve Banks.

Cuadro 2. 1: La organización de la FED.



Fuente: elaboración propia con datos de The Federal Reserve Bank.

2.3. Objetivos de la FED

La FED fue organizada del modo anteriormente explicado a fin de cumplir unos objetivos económicos y monetarios que como el Congreso de EEUU declara en un primer momento: son tres los objetivos:

- Lograr el pleno empleo.
- Lograr la estabilidad de precios.
- Fijar el tipo de interés.

Derivada de la situación de crisis a estas tres primeras funciones se les añade, en 2009, una nueva que es garantizar la estabilidad del sistema financiero a fin de restablecer la confianza en el sistema y garantizar su supervivencia.

Además, se encarga de, entre otras, funciones:

- Actúa como un banco central.
- Hace frente a los problemas de crisis bancarias.
- Proporciona servicios financieros, respondiendo a la necesidad de liquidez en el sistema nacional de pagos y, con carácter general, fortalecer la economía nacional.

3. LA UNIÓN ECONÓMICA MONETARIA Y EL BCE.

3.1. La formación de la Unión Económica Monetaria (UEM).

Para poder comprender la creación del BCE tenemos que dar una primera visión acerca del proceso de formación de lo que hoy conocemos como Unión Económica y Monetaria (UEM), pues si bien en la actualidad la UEM es una realidad, han sido muchos los pasos que se han tenido que ir dando a lo largo de los años para alcanzar el actual nivel de integración de la Europa comunitaria.

Tras la firma de los Tratados de Roma la Comunidad Económica Europea (CEE) ha ido progresando en el proceso de integración económico. El propio artículo 2

del Convenio de 1957 mostraba lo que hoy se ha convertido en una realidad, la creación de la UEM. Este artículo reza lo siguiente:

La Comunidad tendrá por misión promover, mediante el establecimiento de un mercado común y de una unión económica y monetaria y mediante la realización de las políticas o acciones comunes contempladas en los artículos 3 y 4, un desarrollo armonioso, equilibrado y sostenible de las actividades económicas en el conjunto de la Comunidad, un alto nivel de empleo y de protección social, la igualdad entre el hombre y la mujer, un crecimiento sostenible y no inflacionista, un alto grado de competitividad y de convergencia de los resultados económicos, un alto nivel de protección y de mejora de la calidad del medio ambiente, la elevación del nivel y de la calidad de vida, la cohesión económica y social y la solidaridad entre los Estados miembros

En este artículo quedan definidos los grandes objetivos de la Unión, no sólo se trataba de la creación de un mercado común, sino también la unidad económica de los Estados que integraban la CEE para lo que se establecen un listado de políticas que las instituciones europeas desarrollarían.

El artículo 3 del Tratado indica alguna de las políticas que se van a desarrollar. Debido a nuestro área de análisis son de especial interés los apartados a), b) y c) de dicho artículo donde ya se muestran los intereses de constituir una Unión económica, si bien todavía se orientaban en mayor medida a la creación de la Unión aduanera.

- a) la prohibición, entre los Estados miembros, de derechos de aduana y de restricciones cuantitativas a la entrada y salida de las mercancías, así como de cualesquiera otras medidas de efecto equivalente*
- b) una política comercial común*
- c) un mercado interior caracterizado por la supresión, entre los Estados miembros, de los obstáculos a la libre circulación de mercancías, personas, servicios y capitales*

Podemos preguntarnos en este primer momento cómo decidieron los seis Estados de la CEE poner en marcha todos estos objetivos y políticas anteriormente mencionadas. Para ello establecieron un claro artículo 4 que en su número primero ya reconoce la necesidad de coordinar las políticas mediante la adopción de una política económica común.

Para alcanzar los fines enunciados en el artículo 2, la acción de los Estados miembros y de la Comunidad incluirá, en las condiciones y según el ritmo previsto en el presente Tratado, la adopción de una política económica que se basará en la estrecha coordinación de las políticas económicas de los Estados miembros, en el mercado interior y en la definición de objetivos comunes, y que se llevará a cabo de conformidad con el respeto al principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia.

Sin embargo, los padres de los Tratados de Roma no tenían en mente la creación de una moneda común, sino que los objetivos establecidos en el convenio inicial eran mucho más limitados. Se orientaban a la creación de una unión comercial, un mercado agrícola común y una unión aduanera. Estos objetivos no implicaban la necesidad de tener una unión monetaria, en otras palabras, la creación de una moneda única para todos los Estados. A ello se añade que los países de la CEE formaban parte del sistema de Bretton Woods el cual garantizaba tipos de cambio fijos pero ajustables, y que se mantuvo estable hasta los años 60.

La estabilidad comunitaria que se mantuvo durante los años 50 y 60, se tambalea a finales de la década y sucumbe en los primeros años de la década siguiente, dando paso a comienzos del año 1973 a una política de tipos de cambio flexible.

En el informe de octubre de 2004 del BCE donde se explica su historia nos dice claramente cómo a pesar de que el punto clave para la creación de la UEM tendría lugar en 1989 sería erróneo olvidarnos de los primeros pasos que se dieron para conseguir la integración europea, pasos que comenzaron en los años 60.

El hito inicial se dio en 1962 con el llamado Memorándum Marjolin² que introduce por vez primera la idea de la moneda común. A pesar de lo novedoso el proyecto no tuvo eco, ya que el first Bretton Woods había resuelto el problema de falta de medios de pago de aceptación internacional y el tipo de cambio se había estabilizado.

A finales de los años 60 el panorama económico internacional había cambiado drásticamente. Como explicábamos en el apartado anterior referido a la FED, el Sistema Bretton Woods entró en crisis. EEUU tenía una balanza de pagos

² Es el resultado de un documento de la Comisión Europea de fecha de 24 de octubre de 1962.

deficitaria a lo que se debe añadir que el sistema patrón-oro era insostenible pues las reservas de oro que tenía el país americano eran menores que los dólares en manos de los Estados. La desconfianza generó procesos especulativos que provocarían la caída del dólar y la declaración de no convertibilidad por Nixon.

Esta situación de crisis del sistema económico en el que estaban inmersos los países europeos favoreció a que los intentos de creación de la UEM continuaran.

Un claro ejemplo de ello fue la presentación del Plan Barre durante la Cumbre de la Haya en 1969. El objetivo era crear una Unión monetaria en etapas para lo que se llamó al Consejo de Ministros a fin de que hicieran el plan cristalizando en el Informe Werner. En él se preveían tres fases que culminarían en la creación de la unión en un plazo máximo de 10 años. Se pretendía, por parte del ministro de Luxemburgo, Pierre Werner, alcanzar la plena liberalización de los movimientos de capital, la convertibilidad de las monedas de los Estados miembros y la fijación inalterable de los tipos de cambios.

En este momento ya comienzan los choques entre países. Se produce la confrontación entre la visión economista y monetarista sobre la estrategia para alcanzar una Unión Monetaria en la Europa comunitaria.

La postura economista fue seguida por el Bundesbank, siendo aceptada no sólo por Alemania sino también por Holanda. En palabras de Guillermo de la Dehesa³ *querían la convergencia de tasas de inflación antes de introducir unas bandas estrechas de fluctuación entre las divisas*. En otras palabras, podemos decir que para alcanzar la integración económica previamente se ha tenido que lograr la convergencia económica⁴.

La segunda de las posturas era la de los monetaristas, dirigidos por el Banco Central francés. Propugnan la idea contraria: hay que fijar los tipos de cambio en primer lugar porque ello nos permitirá alcanzar la convergencia económica. De este modo, los países tendrán la obligación de limitar los cambios en la inflación

³ De la Dehesa, Guillermo (1998), El reto de la Unión Económica y Monetaria. Página 71.

⁴ Joaquín Pi Anguita, La integración monetaria de la CEE. Página 95.

y en los salarios. En caso contrario el problema vendría dado por movimientos especulativos de capital⁵

La caída del sistema Bretton Woods impidió que este plan se materializara llegándose a los Acuerdos Smithsonianos que buscaban tipos de cambio flexibles.

Ante estos acuerdos Europa responde con la creación de la llamada “Serpiente monetaria” tras la ratificación del Acuerdo Europeo de Flotación Común. ¿Cómo funcionaba este sistema? los Estados, cuyas monedas participaban en el mismo, acordaron dos reglas⁶.

- A nivel individual se permitía que las monedas de los Estados partícipes pudieran fluctuar hasta un máximo del 2,25% respecto del dólar. Si la fluctuación superaba ese límite los bancos centrales tendrían la obligación de intervenir.
- A nivel global, el conjunto de las monedas no puede fluctuar por encima de un límite del 2,25% respecto del dólar. En caso de superación, de nuevo, se verían obligados a intervenir para eliminar la desviación.

En definitiva, este acuerdo lo que permitía es que cada una de las monedas y el conjunto de las mismas pudiera tener una fluctuación total de hasta el 4.5%.

Aunque inicialmente no todos los países de la CEE se adhieren a este nuevo sistema con el paso de los meses todos aceptaron su utilización, si bien hay que reconocer que pronto Gran Bretaña e Irlanda lo abandonaron.

La crisis del petróleo produjo un verdadero caos económico. Se abandonó el sistema debido al incumplimiento de la primera de las reglas, y a la no intervención de su moneda por las autoridades nacionales cuando superaban los límites de fluctuación permitidos. Es una etapa en la que el dólar vuelve a sufrir importantes devaluaciones, mientras que otras monedas europeas como el marco se estaban revaluando. Por unos años el proyecto europeo de la UEM

⁵ En la actualidad estos problemas se han solucionado y se ha llegado al establecimiento de la visión economista.

⁶ Boixadós, Ramón (2000): El ECU y el Sistema Monetario europeo.

quedó paralizado debido a las tensiones inflacionistas en el continente y los fuertes desequilibrios en las balanzas de pagos.

Nada de lo anterior consiguió que desapareciera el deseo de crear una Unión Monetaria, por lo que en 1978 hubo un nuevo intento. Fue en la Cumbre de Bruselas, de ese mismo año, cuando se crea el Sistema Monetario Europeo (SME) basado en los tipos de cambio fijo pero ajustables. Todos los países miembros, a excepción de Reino Unido, toman parte del nuevo proyecto.

El objetivo fue claro: *Estabilizar las variaciones de tipo de cambio entre las monedas participantes en el mismo, a fin de garantizar un correcto funcionamiento del Mercado Común asegurando una zona geográfica de estabilidad monetaria con una convergencia de las políticas de los Estados miembros*⁷.

Es decir, hay que crear una zona de estabilidad monetaria fijando tipos de cambio que permitan evitar la fluctuación. El SME permitió crear un cuadro de tipos de cambio bilaterales sobre la base de los tipos centrales expresados en ECUS, debiendo los Estados contener las fluctuaciones de sus monedas dentro de un límite, superior o inferior, del 2.25%. La excepción se contempló para la lira italiana y la peseta, a la que se les permitió un margen del 6%. En definitiva, la banda de fluctuaciones total sería del 4,5% y de un 12% en el caso de España e Italia.

El ECU es la unidad monetaria europea. Es decir, es “la moneda cesta” en la que participan las diferentes monedas nacionales, o como nos la define Ramón Boixadós *una agrupación de monedas que participan en la cesta con diferentes pesos o tantos por ciento en función de la fortaleza de las economías de los países*.

El siguiente cuadro nos permite ver la proporción de monedas que forman un ECU.

⁷ Boixadós, Ramón (2000): El ECU y el Sistema Monetario europeo.

Tabla 3.1: Definición cuantitativa del ECU.

Marcos alemanes	0,6242
Franco franceses	1,332
Libras esterlinas	0,08784
Liras italianas	151,8
Florines holandeses	0,2198
Franco belgas	3,301
Pesetas	6,885
Franco Luxemburgo	0,131
Coronas danesas	0,1976
Libras Irlanda	0,008552
Coronas danesas	0,1976
Escudos	1,393

Fuente: elaboración propia con datos de Boixadós, Ramón (2000): El ECU y el Sistema Monetario Europeo.

La ponderación de las monedas en relación con el ECU se establece en base a tres criterios:

- La media ponderada de los datos de cinco años del PIB del Estado participante
- La media de las importaciones y exportaciones de los datos de cinco años del Estado
- La cuota de participación de los bancos centrales de los Estados en el Fondo Europeo para la Cooperación Monetaria (FECOM)

Pero estas proporciones podían variar. Se estableció la revisión de las mismas pasados seis meses de su puesta en marcha, a los cinco años, así como cuando el Estado correspondiente lo solicitara siempre que la moneda de dicho país hubiera sufrido al menos una variación porcentual de 25 puntos.

El sistema se completaba con el segundo de los mecanismos el conocido como “mecanismo de intervención”. Este mecanismo supone que es perceptiva la intervención por parte de los Estados para mantener el tipo de cambio dentro de los márgenes de fluctuación. Intervención consistente en la venta por parte del

banco central de la moneda “débil” que será comprada por el banco central del país cuya moneda sea la “fuerte”.

Finalmente, el sistema se perfecciona con el “mecanismo de créditos”. Éste supuso la creación de un fondo común formado por 25.000 ECUS que permitiría resolver aquellos problemas nacionales derivados de la insuficiencia de reservas internacionales que impidiese la fluctuación de la moneda dentro de los márgenes establecidos.

Tras diez años de funcionamiento se logró una estabilidad monetaria, gracias a la flexibilidad que se incorporó, así como la voluntad de los países de alcanzar la convergencia económica.

El Acta Única Europea (AUE) entra en vigor en julio de 1987. Se pretende convertir el Mercado Único en un mercado plenamente operativo. Sólo consiguiendo tal conversión se lograría alcanzar la capacidad monetaria necesaria para finalmente conseguir la creación de la unión. Los gobernantes venían afirmando la necesidad existente de crear un mercado sin fronteras para lograr la integración económica diciéndose que, *sin una mayor convergencia, solo cabe esperar que la plena libertad de los movimientos de capital y la existencia de unos mercados financieros integrados supusieran una carga excesiva para la política monetaria.*

El Consejo Europeo expresa su deseo de crear una unión económica y monetaria. nombrando a un Comité presidido por el presidente de la Comisión, Jaques Delors. Este Comité tenía que analizar la situación, tanto económica como política, de ese momento para poder plasmar el proceso de creación de la UEM en fases que de forma progresiva permitieran alcanzar plenamente la integración económica. Todo ello se plasma en el Informe Delors de 17 de abril de 1989.

Este informe fue heredero del Plan Werner por lo que ya se incorporaban en el mismo ideas que previamente habían dominado en el pensamiento europeo.

- La convertibilidad de las monedas
- Plena libertad de movimientos de capitales
- Tipos de cambio fijos e irrevocables.

Para conseguir el establecimiento de los tipos de cambio fijo era necesario la puesta en marcha de un banco supranacional, creándose posteriormente el Sistema Europeo de Bancos Centrales.

Junto a todo lo anterior el Informe Delors contempla la creación de la UEM en tres fases. La primera fase comenzó el 1 de julio de 1990, se caracteriza por la supresión de los obstáculos al libre movimiento del capital entre los Estados que forman la CEE.

Era necesario dar un cambio a lo que inicialmente se había establecido como bases en el Tratado de Roma. Por ello fue convocada la Conferencia Intergubernamental sobre la Unión Económica y Monetaria. El resultado final fue la adopción y ratificación del Tratado de Maastricht. Con él, y entre otros aspectos se produjo el paso de la CEE a la conocida como Unión Europea (UE) y se estableció un plan, ya de forma concreta, para la creación de la UEM siguiendo la idea de los economistas.

Artículo 1 Tratado de Maastricht:

Por el presente Tratado, las ALTAS PARTES CONTRATANTES constituyen entre sí una UNIÓN EUROPEA, en lo sucesivo denominada «Unión», a la que los Estados miembros atribuyen competencias para alcanzar sus objetivos comunes.

El presente Tratado constituye una nueva etapa en el proceso creador de una unión cada vez más estrecha entre los pueblos de Europa, en la cual las decisiones serán tomadas de la forma más abierta y próxima a los ciudadanos que sea posible.

La Unión se fundamenta en el presente Tratado y en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (en lo sucesivo denominados "los Tratados"). Ambos Tratados tienen el mismo valor jurídico. La Unión sustituirá y sucederá a la Comunidad Europea.

Destacable fue el objetivo de eliminación de la moneda propia de cada uno de los países y el establecimiento, como paso previo, de los llamados requisitos de convergencia, que pueden resumirse en los siguientes puntos:

- Estabilidad de precios: Tasa de inflación no superior a un 1,5 % respecto a la media de los tres Estados de la eurozona con la inflación más baja.

- Finanzas públicas sólidas y sostenibles: Déficit presupuestario de las Administraciones Públicas no puede ser superior a un 3% respecto del año anterior. La deuda pública debe estar ajustada por parte de los Estados, de modo que no sea superior al 60% de su PIB.
- Estabilidad del tipo de cambio: La moneda nacional no ha debido ser devaluada durante los dos años anteriores a la incorporación al euro y debe permanecer dentro del margen de fluctuación indicado por el Sistema Monetario Europeo.
- Tipos de interés a largo plazo: El tipo de interés nominal a largo plazo no puede ser superior 2% a la media de los tres Estados de la eurozona con la inflación más baja.

La segunda fase se inicia con la creación del Instituto Monetario Europeo (IME) en enero de 1994, como órgano antecesor del Banco Central Europeo, aunque se mantiene la ejecución de la política monetaria y la intervención en los mercados de dinero en manos de las autoridades nacionales. Este organismo tuvo dos funciones fundamentales que podemos resumir en lo siguiente:

- Se encarga de fortalecer las relaciones cooperativas entre los bancos centrales de cada uno de los Estados que integrarían la futura Unión, de la puesta en marcha de las políticas monetarias y su cohesión.
- Sus trabajos constituirán el primer pilar para crear el Sistema de Bancos Centrales (SEBC).

El Consejo Europeo informa en diciembre de 1995 que la unidad se va a dar a partir del 1 de enero de 1999 teniendo como instrumento el euro y siendo el IME el encargado de presentar los diseños de la nueva moneda, entrando en circulación el 1 de enero de 2002.

Fue entonces el momento de decidir quiénes iban a formar parte de la Unión. Así, el 2 de mayo de 1998 el Consejo de la UE se reúne con los Jefes de Estado y de Gobierno. Fueron 11 (Bélgica, Alemania, España, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, los Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia) los que cumplían

las condiciones necesarias para la adopción de la moneda común a partir del 1 de enero de 1999. En otras palabras, fueron estos 11 Estados, de los 15 de la UE, los que constituyen la UEM, quedando fuera Gran Bretaña, Suecia y Dinamarca por hacer uso de la cláusula out, así como Grecia por no cumplir los requisitos.

3.2. La creación del Banco Central Europeo (BCE).

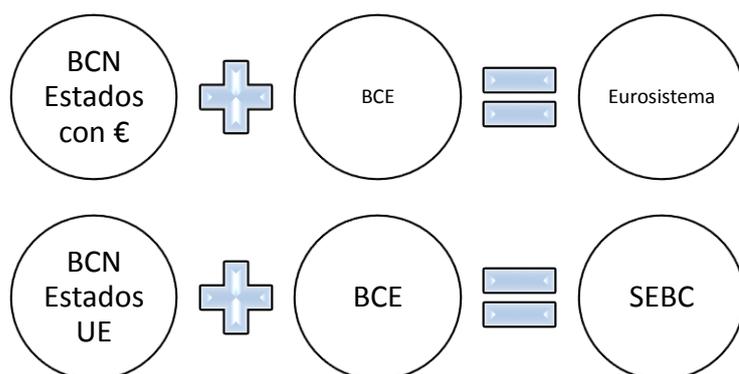
Creado en 1998 el BCE tiene su sede en Fráncfort del Meno. Sustituye y asume las funciones del anterior IME. Órgano supranacional, independiente, y con personalidad jurídica propia, es el encargado de la política monetaria de los Estados pertenecientes al euro.

Hay que hacer una referencia al Tratado de Funcionamiento de la UE (TFUE), y aunque el mismo se refiere al SEBC, en realidad, podemos tomarlo como referencia para hablar del Eurosistema, pues en un primer momento se pensó que todos los Estados que formaban parte de la UE adoptarían el euro como moneda común. La diferencia es la siguiente⁸:

- El Eurosistema está formado por el BCE y los Bancos Centrales Nacionales de los Estados miembro de la UE que han adoptado el euro.
- El SEBC no es sino la unión del BCE y los Bancos Centrales Nacionales, pero ya no de la zona euro, sino de la totalidad de los Estados que integran la UE

⁸ Se podrá hablar de ella en tanto existan Estados de la UE que no tienen como moneda el euro.

Cuadro 3.1: Diferencia entre el Eurosistema y el SEBC



Fuente: elaboración propia.

3.2.1. Bases jurídicas

A pesar de la importancia del BCE tenemos que afirmar que en el momento de su creación no tiene la consideración de institución comunitaria pues el artículo 7 del TCCE no lo incluía dentro del listado de las instituciones comunitarias. Su fundamento jurídico nos lo encontramos en el artículo 8 de este mismo Tratado.

Con arreglo a los procedimientos previstos en el presente Tratado, se crean un Sistema Europeo de Bancos Centrales (denominado en lo sucesivo «SEBC») y un Banco Central Europeo (denominado en lo sucesivo «BCE»), que actuarán dentro de los límites de las atribuciones que les confieren el presente Tratado y los Estatutos del SEBC y del BCE anejos (denominados en lo sucesivo «Estatutos del SEBC»).

En la actualidad, el panorama de referencia ha cambiado. Muchas han sido las reformas de los tratados que crearon la Unión. Hoy, el punto de partida debe ser el artículo 13 del Tratado de la Unión Europea (TUE) donde ya sí se ha incluido al BCE como institución comunitaria. Este artículo en su punto 3º nos remite al Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE) donde se regulará detalladamente el BCE. Concretamente hemos de destacar los artículos 119, 123, 127 a 134, 138 a 144, 219 y 282 a 284.

Junto a lo anterior para la regulación del BCE destaca la siguiente normativa⁹:

- Protocolo (n.º 4) sobre los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y del Banco Central Europeo (BCE)
- Protocolo (n.º 15) sobre determinadas disposiciones relativas al Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte
- Protocolo (n.º 16) sobre determinadas disposiciones relativas a Dinamarca
- Anexos al TUE y al TFUE
- Reglamento (UE) n.º 1024/2013 del Consejo, de 15 de octubre de 2013, que encomienda al Banco Central Europeo tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito (Reglamento del Mecanismo Único de Supervisión o MUS).
- Reglamento (UE) n.º 806/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de julio de 2014, por el que se establecen normas uniformes y un procedimiento uniforme para la resolución de entidades de crédito y de determinadas empresas de servicios de inversión (Reglamento del Mecanismo Único de Resolución o MUR).

3.2.2. Organización del BCE

El Capítulo III del Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE se rubrica bajo el término “Organización del SEBC”. El punto de partida no puede ser otro que el artículo 8 de este Protocolo donde se indica con total claridad que el principio general de la organización del SEBC son los órganos rectores del BCE. Órgano supranacional que en la actualidad está presidido por Mario Dragui y Vítor Constâncio como su vicepresidente.

El artículo 9 reconoce que el BCE tiene personalidad jurídica, idea reiterada en el artículo 130 del TFUE.

Los órganos rectores del BCE son el Consejo de Gobierno, el Comité Ejecutivo y el Consejo General. A ellos, podremos añadir el Consejo de Supervisión pues

⁹ El propio Parlamento Europeo hace referencia a esta legislación en su propia página web cuando nos explica al BCE como institución comunitaria.

a partir del año 2014 se encarga de supervisar las entidades de crédito de los Estados que forman el Mecanismo Único de Supervisión (MUS).

En primer lugar, el órgano rector de mayor importancia es el Consejo de Gobierno. Está formado por los 6 miembros que integran el Comité Ejecutivo y los gobernadores de los bancos centrales de los Estados que forman la zona euro¹⁰. Composición que se encuentra descrita en el artículo 10 apartado 1º del Protocolo.

Es destacable el hecho de que entre sus funciones se encuentra la formulación de la política monetaria en la zona euro. Esto supone que entre sus funciones toma decisiones sobre objetivos monetarios, de tipo de interés y reservas, de conformidad con el artículo 12 del Protocolo.

Cada seis semanas se reúne para hacer una valoración de los cambios en la situación económica y monetaria. En caso de que de la misma se derive una situación perjudicial toma las decisiones monetarias pertinentes para poder restablecer el orden monetario. Estas medidas las da a conocer en una conferencia de prensa y con posterioridad las publica, publicación que tiene que darse con anterioridad a la siguiente reunión.

El Comité Ejecutivo está formado por el presidente, vicepresidente y los cuatro miembros que el Consejo Europeo elija a través de un sistema de mayoría cualificada. Tiene su regulación a continuación del Consejo de Gobierno, esto es, en el artículo 11 del Protocolo de SEBC y del BCE. Es el órgano que se encarga de:

- Poner en práctica las decisiones previamente adoptadas por el Consejo de Gobierno, y entre ellas las decisiones relativas a la política monetaria, proporcionando instrucciones a los bancos centrales de los Estados.
- Prepara las reuniones del Consejo de Gobierno, ejerce los poderes que éste le haya proporcionado
- Es el responsable de la gestión ordinaria del BCE.

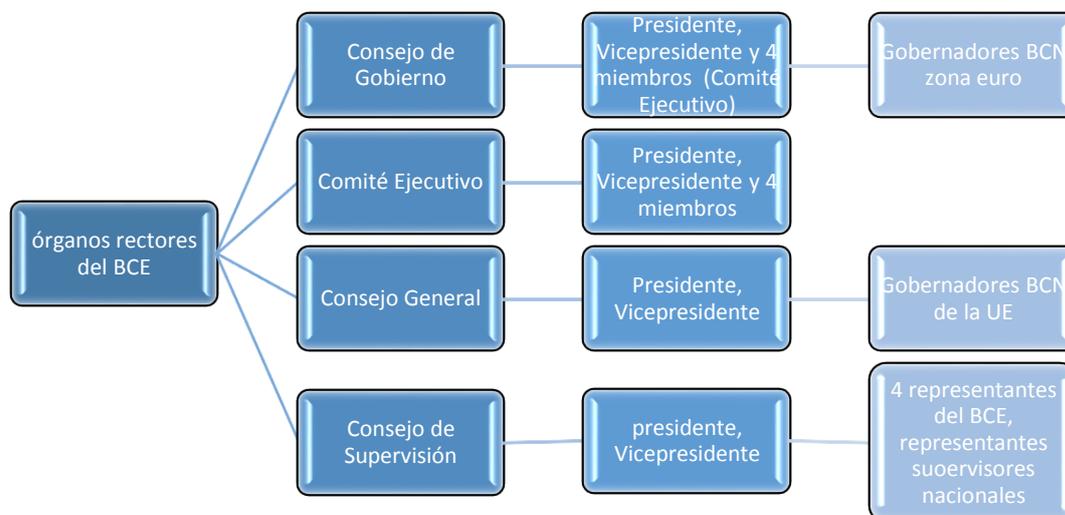
¹⁰ Luis M. Linde de Castro es el representante español desde junio de 2012.

El Consejo General, estará integrado por el presidente y vicepresidente, y en este caso y a diferencia del Consejo de Gobierno, por los gobernadores de los bancos centrales, pero no de la zona euro sino de los 28 Estados que integran la UE. Favorece a la recopilación de información estadística, a la elaboración del informe que anualmente publica el BCE, en la normativa contable, en las medidas de suscripción de capital del BCE, en todas las funciones consultivas del BCE, así como en la fijación de los tipos de cambio para aquellos Estados que se han acogido a una excepción, entre otras muchas tareas.

Sin embargo, y aunque a simple vista parece que sus funciones son abundantes y de especial importancia, este órgano, que vino a sustituir al IME, tiene una vigencia transitoria. Desaparecerá si algún día todos los Estados adoptan el euro. Idea mantenida cuando los artículos 141 del TFUE y el 44 del Protocolo del SEBC lo constituyen.

Finalmente, destaca el Consejo de Supervisión. Está formado por un presidente cuyo mandato está claramente limitado al ser de cinco años y con una imposibilidad de renovación. Un vicepresidente nombrado entre los miembros que integran el Comité Ejecutivo del BCE, cuatro representantes del BCE y los representantes de los supervisores nacionales. Miembros todos ellos que se reúnen dos veces al mes encargándose las de tareas de supervisión encomendadas al BCE.

Cuadro 3.2: La organización del BCE.



Fuente: elaboración propia con datos de El Banco Central Europeo

3.2.3. Objetivos.

Si el BCE tiene la estructura detallada anteriormente se debe a cuáles son sus objetivos. Centrándonos en los objetivos para los que se crea el Eurosistema y más en particular el BCE podemos remitirnos al artículo 127 del TFUE, correspondiente al anterior artículo 105 del TC

El objetivo principal del SEBC será mantener la estabilidad de precios. Sin perjuicio de este objetivo, el SEBC apoyará las políticas económicas generales de la Unión con el fin de contribuir a la realización de los objetivos de la Unión establecidos en el artículo 2 del Tratado de la Unión Europea

Aunque su función genérica es el diseño, puesta en funcionamiento y supervisión de la política monetaria se ha materializado en la idea de garantizar la estabilidad de los precios, así como apoyar la política económica de la UE, como indica el propio artículo 127 del TFUE.

Por ende, se pretende una estabilidad de los precios cercana al 2%, esto es, conseguir mantener la inflación en el entorno del 2%. El propio BCE ha

reconocido que su función es “mantener la estabilidad de precios en la zona del euro para preservar el poder adquisitivo de la moneda única”.

A su vez, y en tanto que forma parte del Mecanismo de Supervisión, el BCE se encarga de supervisar a las entidades de crédito. Es decir, va a supervisar y controlar las actuaciones de los distintos bancos nacionales de cada uno de los Estados miembro tanto del euro como de aquellos que no lo tienen como moneda común.

En otras palabras, el BCE se encarga de la política monetaria, pero también, y de forma separada a esa primera función básica, de la política de supervisión bancaria.

Es el apartado 2 del citado artículo del TFUE, así como el artículo 3 del Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE, nos permite desgranar cuáles son las funciones básicas de las que se encarga el Eurosistema y, por tanto, el BCE.

- Define y ejecuta la política monetaria en los Estados de la zona euro.
- Realiza operaciones de divisas ello es, de tipo de cambio.
- Se encarga de la gestión de carteras. Es decir, es el encargado de la posesión y gestión de las reservas de divisas de los Estados.
- Debe facilitar un buen mecanismo para garantizar los sistemas de pago.

Aunque estas, que hemos señalado anteriormente, son las principales y más importantes funciones que tiene en la actualidad el BCE éste tiene encomendadas a su vez otras funciones que deben ser destacadas; entre ellas cabe hablar de que es el responsable de autorizar la emisión de billetes y monedas, de elaborar información estadística, y mantener relaciones cooperativas tanto dentro de la UE como a nivel internacional con otros organismos e instituciones fuera de la UE.

4. CRISIS Y POLÍTICA MONETARIA

4.1. La evolución de la crisis en EEUU y la UE.

En los años 2007-2008 estalla la tan conocida como crisis subprime, el considerado mayor colapso de la economía desde el crack del 29. Lo que inicialmente se consideró como una mera crisis bancaria, derivada de las hipotecas y la titulización, acaba convirtiéndose en una crisis global de carácter económico y sistemática de la que hoy, 10 años después, y tras su extensión desde EEUU, donde comienza, a la UE, siguen existiendo dudas relativas a su superación.

Crisis que nos ha puesto de manifiesto las limitaciones de nuestro sistema financiero y bancario, lo problemático del exceso de endeudamiento y la ausencia de una normativa adecuada, al haber optado por una mayor desregularización del sector financiero.

El origen de esta crisis, como indicaba anteriormente, no es otro que la expansión del crédito hipotecario estadounidense. Expansión que está favorecida por la etapa de globalización en la que nos encontramos inmersos. Si bien hace unos años una crisis financiera lo era de tipo local, en la actualidad la interrelación de los Estados y sus economías favorece el efecto contagio. Algunos autores han hablado de que cuando una mariposa produce el pánico en Wall Street esto se extenderá a las economías de los restantes países del mundo. Esto es, precisamente, lo que ha ocurrido durante esta crisis. El pánico se desató en EEUU, pero, las prácticas bancarias de las entidades norteamericanas venían también desarrollándose en la UE por lo que en cuestión de meses la caída de la economía norteamericana se plasmaría en la situación económica europea.

Se relajaron las condiciones de los préstamos bancarios para poder expandir el crédito y se concedieron créditos a grupos de inversores con escasa capacidad de pago, sobre la base de que el precio de la vivienda no dejaría de crecer. Junto a ello, las propias instituciones bancarias favorecían la refinanciación de las hipotecas, creando nuevos criterios y productos hipotecarios lo que favorece la

especulación inmobiliaria. Los precios de la vivienda llegaron a tener una tasa anual de crecimiento entre el 15-20% mientras que las tasas de actividad económica y productiva rondaban, al comienzo de la crisis, valores del 3 y el 4%.

Se crea una ilusión de activos reales, esto es, la población veía como el precio de la vivienda subía por lo que se consideró que la adquisición de un inmueble se podría revalorizar en el futuro mejorando la situación económica de la familia. Esta actuación, que podríamos decir que se caracteriza por tener un fuerte carácter especulativo, favorece al continuo incremento de la burbuja inmobiliaria y al aumento del endeudamiento de las familias. Endeudamiento, que posteriormente, llevaría a los famosos impagos de las hipotecas.

Parece, sin embargo, difícil de entender que el impago de las familias haya causado una crisis de tal magnitud. La respuesta la encontramos en el hecho de que los bancos pasan a titulizar las hipotecas. Es decir, convierten la hipoteca en un activo financiero para poder negociar con él en el mercado, transfiriéndose el riesgo al inversor que adquiere el nuevo activo. Cuando el banco vendía el paquete de hipotecas obtenía nuevos recursos que volvía a prestar en forma de hipoteca. Se crea un círculo vicioso que permite captar recursos, pero basándose en unos activos basura que fueron negociados en todo el mundo.

En un primer momento, en tanto que el precio de la vivienda continuaba subiendo en ambos territorios objeto de análisis, no aparecían problemas de insolvencia, pues en caso de que el hipotecado no pudiera afrontar los pagos mensuales de las cuotas que se iban devengando, siempre tenía la posibilidad de refinanciar su deuda o bien de vender la vivienda para con ello afrontar el pago de la misma. Fue cuando el precio de la vivienda empieza a bajar cuando los problemas surgieron y las tasas de insolvencia crecieron enormemente.

Cuando los hipotecados dejan de pagar, los inversores que habían comprado los paquetes que contenían esas hipotecas en forma de activo titulado comprobaron la realidad de sus problemas de liquidez. Tenían en sus carteras activos que en realidad no valían aquello que ellos mismos se habían pensado. Se intentó vender rápidamente, pero los mercados de dichos activos ya no funcionaban.

Todos los inversores que tenían en sus manos ese tipo de activos, trataron de venderlos, pero no había compradores evidenciando el verdadero perjuicio económico que iban a sufrir al comprobar que no percibirían el interés pactado, y además no era posible venderlos en el mercado para recuperar la inversión. El exceso de oferta era de tal magnitud que se desplomaron los precios en el mercado de activos estructurales.

Un gran número de bancos estadounidenses habían adquirido títulos respaldados en hipotecas subprime, por lo que cuando el valor se desploma sufrieron importantes problemas de liquidez inicialmente y, posteriormente, de solvencia.

Se genera un grado de desconfianza que afecta a todos los agentes económicos, tanto a los particulares como a las instituciones quebradas. Comienza un periodo de enfriamiento de la economía estadounidense. Las instituciones por temor a las caídas comienzan a prestar menos, lo que reduce la inversión, aumenta el paro y la economía en general se contrae dando paso a la recesión.

Incluso los medios de comunicación escrita siguen refiriéndose en los últimos tiempos a dichos problemas bajo titulares como *15 de septiembre, el día maldito que nadie quiere recordar en Wall Street*¹¹, día claramente señalado en el calendario de la última crisis por la caída del gigante Lehman Brothers¹².

Tan destacada es esa fecha que ha sido tomada por la mayor parte de los expertos como el punto de partida de la crisis, el momento a partir del cual la realidad económica muestra su faceta más oscura, el fin de la época de bonanza para dar comienzo a la crisis¹³. Fue precisamente este el momento en el que las economías mundiales tomaron conciencia de la situación económica en la que se encontraban.

¹¹ El País, 15 de septiembre de 2016.

¹² El 15 de septiembre de 2008 cae Lehman Brothers, tras una caída durante el primer semestre del año 2008 del 73% y el intento de la FED de su reestructuración vendiendo parte de sus activos al banco de América y Barclays.

¹³ A pesar de que la tendencia mayoritaria es considerar la caída de Lehman Brothers como el punto de inflexión y el comienzo de la crisis, existieron previas quiebras, destacándose el hecho de que en agosto de 2007 el banco BNP Paribas suspendió la cotización de tres de sus fondos de inversión.

El otoño de 2008 mostró que eran múltiples los grandes bancos quebrados. La caída de Lehman Brothers en EEUU tuvo su traslado y expansión en el continente europeo que vieron las caídas de Fortis (Suiza), The Bank of Iceland (Islandia), Bradford & Bingley (Reino Unido), Hypo Real Estate (Alemania) o Dexia (Bélgica).

Ya en los años 2009 y 2010 la situación en EEUU reflejaba una mejora considerable, sin embargo, la remontada de la economía norteamericana no se plasmó en la economía del continente europeo. En estos años comienza en nuestra área de influencia una nueva etapa de crisis derivada de la situación financiera anterior; la llamada crisis de la deuda soberana.

Los países que más se vieron afectados fueron Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España, los llamados PIGGS, que vieron como sus economías se veían intervenidas por la actuación del BCE. Así, por ejemplo, Eurostat mostró como el déficit griego alcanzó el 13,8% siendo necesario la puesta en práctica de los programas de reforma estructurales y la creación del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF) para financiar a todos aquellos países que estaban teniendo problemas para obtener liquidez en el mercado de capitales y evitar el continuo incremento de las ratios de insolvencia bancaria.

4.2. Crisis en la economía española.

Por último y por la especial relevancia que ha tenido la crisis en nuestro país tenemos que hacer una referencia a cuál ha sido la situación que se ha producido en nuestra economía.

En el año 2010 fue necesario tomar las primeras medidas de austeridad para hacer frente al elevado déficit público que fue incumplido en 2 y 6 puntos en los años 2010 y 2011 respectivamente. En cumplimiento del Pacto por la Estabilidad en agosto de 2011 se modificó el artículo 135 de la Constitución introduciéndose el sistema de pago de déficit público primero.

Los problemas bancarios fueron tempranamente puestos de manifiesto teniéndose que controlarse las cajas de ahorro. Se recuerda el verano del año 2012 como el de la prima de riesgo. Los medios de comunicación se hacían eco

de las caídas del IBEX 35 y del incremento de la prima hasta niveles de 522 puntos básicos.

En junio de 2012 la UE pone en marcha en España el llamado Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB). A pesar ello, la situación no mejoraba, por ello, el sistema bancario tuvo que ser intervenido obligándose el gobierno a la toma de 32 medidas que derivaron en continuos recortes y políticas de austeridad que hoy se cuantifican en el entorno de 65 mil millones de euros.

5. POLÍTICA MONETARIA

5.1. Definición de Política Monetaria

En los últimos tiempos y como consecuencia de la crisis que hemos vivido ha sido necesario que las autoridades monetarias de las principales economías, EEUU y la UE, tomaran medidas urgentes para hacer frente a los desafíos de los desequilibrios de las economías. Por ello, el punto de partida no puede ser otro que el de definir qué es lo que se entiende por política monetaria para, con posterioridad, poder hacer el análisis de las políticas llevadas a cabo por el BCE en Europa y la FED en EEUU.

Han sido múltiples las definiciones que se han dado en esta materia, siguiendo al Banco de España (BdE) el cual ha señalado que la política monetaria es *el conjunto de acciones que llevan a cabo los bancos centrales dirigidas a controlar los tipos de interés y la cantidad de dinero, con la finalidad de influir en las condiciones financieras de una economía y alcanzar determinados objetivos. En las economías desarrolladas, el objetivo de la política monetaria es mantener la estabilidad de precios.*

Cuando quiebra el sistema patrón-oro comienza el debate entre discrecionalidad y regla. Esto es, Keynes fue testigo de un cambio en el orden monetario y frente a los economistas clásicos, que abogaban por la vuelta al sistema de convertibilidad, este autor, explicó que estábamos ante el comienzo de la era de

la inconvertibilidad del dinero y la teoría económica no estaba respondiendo al cambio.

Los economistas tenían que ofrecer una respuesta al nuevo mundo económico y monetario surgiendo la conocida como “regulación científica de las variables monetarias”. De forma esquemática implica que el sistema monetario no debe seguir los caprichos del mercado, sino que hay que gestionar científicamente la oferta de dinero usando para ello variables tales como el tipo de interés y el tipo de cambio a fin de influir en la inversión y el ahorro. Es decir, ahora, la autoridad monetaria debe tomar la decisión por la que se determine cuál es el objetivo de la política monetaria y que instrumentos o medios debe utilizar para ello, surgiendo así el dilema entre discrecionalidad o regla. En definitiva, se trata de dar respuesta a la cuestión: ¿Se goza de discrecionalidad en la elección de la política monetaria o éstas deben ser elegidas siguiendo unas reglas predeterminadas? Existen opiniones divergentes al respecto.

Surge de este modo el debate entre discrecionalidad versus regla. Es destacable el artículo, de 1936, *Rules versus Authorities in Monetary Policy* de Henry Simons en el que defendía el establecimiento de reglas que permitían determinar cuáles eran las políticas monetarias que debían ponerse en marcha limitando de este modo tanto la actividad de la autoridad monetaria como los efectos que la política monetaria tendría sobre la economía real. Keynes, sin embargo, abogaba por la discrecionalidad para hacer frente a las fluctuaciones de la economía.

Independientemente de la solución al debate, hemos de remarcar que los grandes Estados utilizan la política económica para conseguir los conocidos objetivos de equilibrio interno y equilibrio externo. Es decir, buscan la estabilidad de precios, el pleno empleo y el equilibrio de la balanza de pagos.

La política monetaria es un instrumento dentro de la política económica que se encarga de los cambios en la oferta monetaria para lograr una estabilidad en los precios, bajos tipos de interés que favorezcan la inversión, el crecimiento económico y una balanza de pagos con un saldo próximo al equilibrio.

Por ende, la política monetaria no es algo diferente a la política económica, sino que es un tipo de política económica lo que se demuestra con claridad cuando Keynes explicó el papel anticíclico de la política económica, cuando una

economía se halla en una fase de expansión la política monetaria debería consistir en el aumento de los tipos de interés para enfriar la actividad económica y estabilizar los precios para evitar la inflación. A sensu contrario, cuando la economía esté en recesión deberíamos reducir los tipos de interés mediante una política monetaria expansiva para acelerar el crecimiento económico.

5.2. Política monetaria ante la crisis y la regla de Taylor.

Como hemos venido destacando a lo largo de la exposición, las autoridades monetarias, en la UE y en EEUU, son las encargadas de aplicar la política monetaria de los bancos centrales.

Cuando un banco central utiliza el tipo de interés actúa marcando su tipo oficial. Para fijar el tipo de interés oficial de la política monetaria la FED utiliza el tipo de interés de los fondos estatales y el BCE, por su parte, tiende al uso del tipo de interés de las Operaciones Principales de Financiación (OPF). Son estos tipos, es decir, el federal funds rate y el interés de las OPF, los que se considera en cada una de las áreas de actuación como el tipo de interés deseado.

Cualquier variación en el tipo de interés oficial va a afectar al tipo de interés de mercado con el que se financian los inversores privados, es decir, familias y empresas, y, por ende, afectando a sus principales decisiones de consumo, ahorro e inversión. Se demuestra así que el cambio en el tipo de interés oficial del banco central va a afectar a la Demanda Agregada y, por tanto, al nivel de precios y la actividad económica.

Hasta momentos anteriores a la crisis, la política de balance había sido utilizada en los mercados de divisas. Si esta era la situación tradicional, la actual crisis, nos ha venido a demostrar que se empezó a utilizar dentro del mercado interbancario y crediticio, como veremos más adelante de forma detallada. Pero, hemos ahora de indicar, que este es el principal motivo por el que se dice que las políticas que se han desarrollado durante la crisis son las políticas no convencionales, también conocidas como políticas de expansión monetaria

cuantitativa del balance cuyo término en inglés no es otro que quantitative easing (QE)¹⁴

Si nos fijamos en el tipo de quantitative easing que han llevado a cabo los Estados vemos que existen claramente diferencias. Estas diferencias se fundamentan principalmente en el hecho de que las economías de los países, a pesar de estar interrelacionadas gracias a la globalización, siguen formas distintas de financiación. La obtención de recursos financieros de familias y empresas en el continente europeo está centrada en el sector bancario, mientras que en EEUU destaca en mayor medida el mercado de capitales. Esto ha hecho que el BCE haya tendido a hacer políticas no convencionales orientadas a dotar de liquidez a entidades de crédito mientras que la FED ha optado por dar liquidez a segmentos del mercado de crédito.

En los primeros momentos de la crisis se comprueba que los instrumentos típicos utilizados en política monetaria, por ejemplo, los cambios en el tipo de interés eran insuficientes. Las caídas de grandes instituciones y, fundamentalmente la quiebra del gigante Lehman Brothers, hicieron que el interés del mercado interbancario creciera de forma acelerada frente al interés oficial que estaba fijado debido a los problemas de liquidez y solvencia.

Hasta octubre de 2008, La FED y el BCE habían tratado de evitar la subida del interés interbancario. Junto a ello, se llevaron a cabo unas medidas de dotación de liquidez de dólares a través de operaciones de swap. El BCE optó por inyectar liquidez mediante las Operaciones de Financiación a más Largo Plazo (OFMLP). La FED había ampliado a 3 meses el Primary Credit y el Primary Dealer Credit Facility y Term Securities Lending Facility, así como la puesta en marcha de nuevos sistemas de subasta a 28 y 84 días.

La situación se seguía agravando por lo que la FED y el BCE comenzaron políticas de bajadas de los tipos de interés oficiales.

¹⁴ Este término fue empleado por vez primera entre los años 2001 y 2006 para hacer referencia a la política llevada a cabo por el banco central de Japón.

En esta medida inicial se ven ya diferencias entre la actuación del BCE y de la FED. La FED había iniciado la bajada de los tipos de interés desde 2006, donde se situaba en el 5.25% hasta alcanzar el 2% en abril del año 2008.

Que la bajada de los tipos de interés fue mayor en EEUU se ve claramente si lo relacionamos con lo que ocurrió en la economía europea. La UE no es sólo que no bajase tanto los tipos de interés, sino que llevó a cabo una política de signo contrario, es decir, subió los tipos de interés, tratando con ello evitar la posible inflación derivada del incremento de los precios de las materias primas y del petróleo.

El 15 de septiembre de 2008 es la fecha destacada. Es el momento en el que se desencadena la respuesta de las autoridades monetarias mundiales ante la crisis que se estaba viviendo. El 8 de octubre los bancos centrales de los grandes países, esto es, el BCE, la FED, el Banco de Inglaterra, el Banco de Canadá, el Banco de Suecia, el Banco de Suiza, con el apoyo del Banco de Japón acordaron reducir los tipos de interés oficiales e intervenir el mercado de divisas para evitar la depreciación del dólar.

Desde entonces las bajadas que sufren los tipos de interés fueron continuadas. Por ejemplo, en EEUU la FED llegó a situar el tipo de interés entre el 0-0.25%, mientras que el BCE más optimista situó el de la zona euro en el entorno del 1%. Todos estos cambios podemos reflejarlos de forma sintética en el siguiente cuadro.

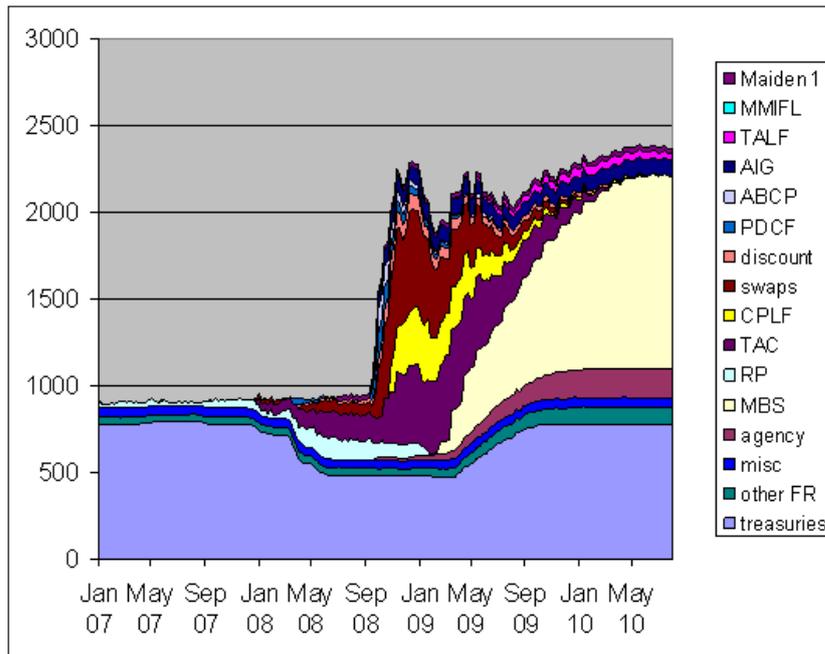
Tabla 5.1: los cambios en el tipo de interés oficial.

Fecha del cambio	Interés oficial de la FED	Interés oficial del BCE	Fecha del Cambio
29/06/2006	5.25%	3.50%	13/12/2006
18/09/2007	4.75%	3.75%	14/03/2007
31/10/2007	4.50%	4%	13/06/2007
11/12/2007	4.25%	4.25%	09/07/2008
22/01/2008	3.50%	3.75%	15/10/2008
30/01/2008	3%	3.25%	12/11/2008
18/03/2008	2.25%	2.50%	10/12/2008
30/04/2008	2%	2%	21/01/2009
8/10/2008	1.5%	1.50%	1/03/2009
29/10/2008	1%	1.25%	8/04/2009
16/12/2008	0-0.25%	1%	13/05/2009

Fuente: Elaboración propia con datos del BCE y The Federal Reserve Bank.

Ante la crisis estadounidense la FED, en el año 2008, junto con su política de bajada de tipos de interés, comienza una política monetaria caracterizada por la adquisición de activos, concretamente, de cédulas hipotecarias. El siguiente gráfico lo muestra claramente, pues entre todos los activos, el referido a las cédulas hipotecarias (MBS) fue el que mayor crecimiento tuvo.

Gráfico 5.1: Adquisición de cédulas por la FED.



Fuente: Jim Hamilton.

Al comprar cédulas hipotecarias el balance de la FED se está incrementando, tanto desde un punto de vista del activo como del pasivo. Desde el punto de vista del activo tenemos la cédula hipotecaria, pero, a su vez aumenta el pasivo derivado del incremento de las reservas a favor del vendedor. Este incremento del balance no será indefinido en el tiempo, pues a las cédulas tienen un plazo vencimiento lo cual quiere decir que a medida que vayan venciendo, el balance de la FED se reduciría al desaparecer del lado activo la cédula y del pasivo las reservas. Esta reducción se produjo de forma acelerada en el tiempo, pues ante una situación de tipos de interés próximos a 0 las familias realizaron pagos anticipados de sus hipotecas ya que conseguían refinanciarlas a un tipo de interés inferior más favorable.

En el verano de 2010 la FED comunicó que no iba a reducir el balance, sino que iba a comprar deuda pública. Es decir, se anunció el desarrollo de las políticas de flexibilización cuantitativa. Al comprar deuda pública la FED consigue bajar los tipos de interés a largo plazo, pues los de corto plazo ya estaban próximos a cero. De este modo se intentaba conseguir la tan ansiada recuperación

económica. La pregunta que cabe hacerse es ¿hasta qué punto esta política tendría reflejo en la economía real?

Para dar respuesta a la misma podemos acudir al teorema de Wallace conocido como el teorema de Modigliani- Miller de las operaciones de mercado abierto¹⁵. Si algo nos enseñó el teorema Modigliani- Miller (1958) es, que la estructura de financiación de una empresa es irrelevante. Esto es, que la división del pasivo, en capital y deuda, no altera el valor de los beneficios presentes antes de intereses e impuestos, sino que la única influencia que ello va a tener es quién tiene la propiedad del pasivo, en otras palabras, si ésta está en manos de los propietarios de la empresa o, por su parte, está en manos de los deudores.

Esta idea fue plasmada por Wallace haciendo referencia al balance de la FED. Este autor nos dijo que no importa cuál sea el tamaño y la composición del balance de un banco central puesto que no hay un tamaño óptimo. Por ende, cualquier tamaño puede ser el adecuado.

Lo único que puede tener una influencia real en la determinación de los precios y cantidades de equilibrio es cuál es la previsión de superávit o déficit de las AAPP y el valor de su deuda neta corriente, y éstas no cambian cuando la FED compra deuda pública.

Pero, ¿Cuál es el problema de este teorema? ¿tenemos que admitir que en toda situación las políticas de adquisición de activos de la FED son ineficaces? Aunque el teorema se cumple cuando estamos ante tipos de interés cero, el problema radica en que, para la formulación de este teorema, Wallace partió de mercados perfectos, es decir, mercados sin fricciones y con la llegada de la crisis, como hemos visto en el apartado anterior, el mercado dejó de funcionar.

Por ello, para ver si verdaderamente la política de la FED tiene efectos tenemos que acudir a otro tipo de teorías, a aquellas que sí tienen en cuenta las fricciones de los mercados. Es, por ejemplo, el caso de Vasco Cúrdia y Mike Woodford. Estos autores trabajan con un modelo neokeynesiano caracterizado por las fricciones, en el que se plasma que cuando la política quantitative easing se lleva a cabo en situaciones normales de mercado el efecto es prácticamente nulo. Sin

¹⁵ Wallace, Neil (1981): A Modigliani-Miller Theorem for Open-Market Operations.

embargo, cuando se desarrolla en un mercado que no funciona, o como diría Fernández- Villaverde *cuando el mercado está loco*¹⁶, como es el caso de la caída de Lehman Brothers sí que surtirá efecto.

Vemos que las políticas que se empezaron a desarrollar difieren en gran medida de las desarrolladas en situaciones de estabilidad económica. Podemos ahora preguntarnos cómo actúan los bancos centrales en situaciones de normalidad. La respuesta nos la encontramos en la conocida como Regla de Taylor, en honor a John Taylor, su artífice.

La regla de Taylor es un instrumento que nos permite explicar cómo deben actuar las autoridades monetarias para fijar el precio del dinero, es decir, el tipo de interés. El tipo de interés real de cada periodo ($i_t - \pi_t$) es función del tipo interés real deseado del Banco Central (r_t^*) para cada período, más el gap de la tasa de inflación del período respecto a la inflación objetivo $\alpha(\pi_t - \pi_t^*)$ y más el gap del PIB de cada período respecto a la producción potencial: $\beta(y_t - \bar{y})$.

Una vez explicado su significado podemos ver de forma más concreta que es lo que nos dice exactamente la regla, y para ello tendremos que definirla matemáticamente.

$$i_t = \pi_t + r_t^* + \alpha(\pi_t - \pi_t^*) + \beta(y_t - \bar{y}) \Leftrightarrow i_t - \pi_t = r_t^* + \alpha(\pi_t - \pi_t^*) + \beta(y_t - \bar{y})$$

- i_t : Tipo de interés nominal del período t.
- π_t : Tasa de inflación del período t.
- r_t^* : Tasa de interés objetivo del Banco Central.
- π_t^* : Tasa de inflación objetivo del Banco Central
- y_t : Nivel de Renta/PIB del período t.
- \bar{y} : Nivel de Renta/PIB de pleno empleo/potencial.

¹⁶ Fernández-Villaverde, Jesús (2010): Más Política Monetaria no Convencional. La Flexibilización Cuantitativa.

Dependiendo del valor que se dé a α y β estaremos dando una distinta importancia a la inflación y a la actividad económica.

Los bancos centrales en su actuación como autoridades de la política monetaria se fijan un objetivo de inflación a fin de garantizar una estabilidad de los precios, al que se le añade un margen por los posibles sesgos existentes en la medición de la misma. Para lograr este objetivo utilizan los tipos de interés. Concretamente, la autoridad monetaria fijará un tipo de interés nominal mediante las operaciones de mercado abierto o mediante el control de las reservas.

Aplicando esta regla, cuando la inflación real es superior a la inflación objetivo tenemos que aumentar el tipo de interés nominal en una cantidad superior a la desviación, es decir, a la diferencia entre la inflación real y la inflación objetivo (out-gap positivo). En sentido contrario, cuando la inflación real esté por debajo de la inflación objetivo, tendremos que hacer la operación inversa. Esto es, venir a reducir los tipos de interés en una cuantía inferior a la desviación existente entre la inflación real y la objetivo (out-gap negativo). Y de forma análoga se aplica a la producción. De este modo, si la tasa de crecimiento del PIB está por debajo de la tasa de crecimiento a largo plazo tendremos que bajar los tipos de interés o incrementarlos cuando sea superior.

Otra situación que podemos observar supone que los parámetros, α y β , tengan signos contrarios. Es decir, si, por ejemplo, nos encontramos con que la inflación está por encima del valor objetivo, pero, no lo está el crecimiento que se encontraría por debajo de dicho nivel. la solución vendrá dada por el juego de los parámetros. Dependerá de cual sea la preocupación de la autoridad monetaria para primar un objetivo u otro.

El problema nos lo encontramos en aquellos casos en los que el tipo de interés es próximo a cero y hay una inflación real o una tasa de crecimiento del PIB inferiores a los objetivos, pues si bajamos más los tipos de interés entraríamos en tasas negativas.

La única solución es “forzar la regla de Taylor” mediante la idea de la creación de expectativas de inflación. Esto es, que el banco central se comprometa a mantener los tipos de interés a corto plazo próximos a cero, aun cuando la regla

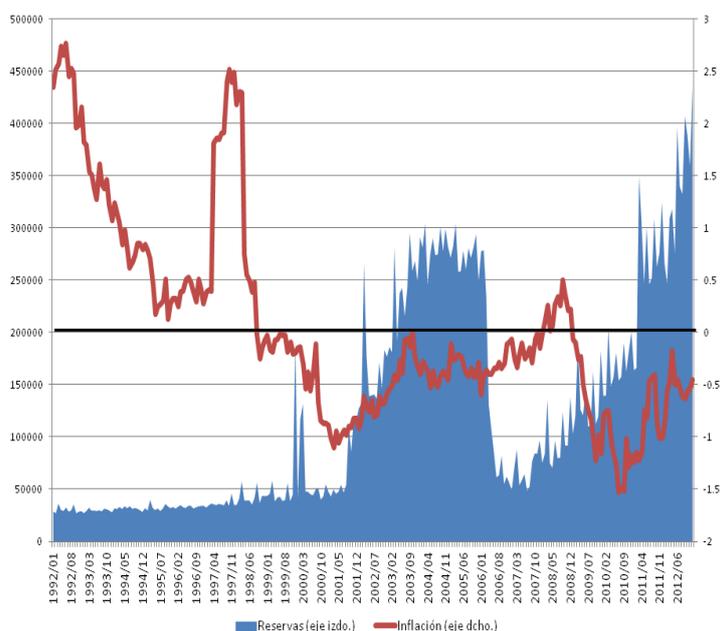
de Taylor nos diga que necesitamos tipos de interés mayores, de ahí, la idea de “forzar la regla de Taylor”.

Esto se comprobó en cierta medida por el Banco Central de Japón, como explica Tano Santos¹⁷.

Japón es un país que lleva dos décadas con crecimientos económicos estancados. Por ello, se ha obligado a su banco central a fijar como objetivo una inflación del 2%, la cual tratará de ser conseguida poniendo en práctica una política de expansión cuantitativa mediante la compra de bonos japoneses a largo plazo.

El problema radica en que el país se encuentra en un círculo vicioso caracterizado por la deflación. Para poner fin a esa tendencia lo que se busca es que la política de expansión cuantitativa permita reducir los intereses reales, demasiado altos debido a la deflación. En definitiva, que los agentes económicos perciban la existencia de inflación y aumenten su actividad económica.

Gráfico 5.2: deflación y política de expansión cuantitativa en Japón.



Fuente: Banco de Japón y OECD

¹⁷ Santos, Tano (2013): Mientras tanto en Japón...

Los procesos deflacionistas en Japón han sido una tendencia desde el año 98. Sólo cuando se pone en marcha la política de expansión cuantitativa en 2008 hay un repunte habiendo tasas de inflación positivas. Sin embargo, rápidamente la situación retorna a la deflación y ello, porque en un primer momento el Banco de Japón venía adquiriendo deuda a corto plazo, sin embargo, este tipo de políticas sólo funcionan cuando el banco central se compromete a tener un nivel elevado de base monetaria aún en presencia de una inflación elevada.

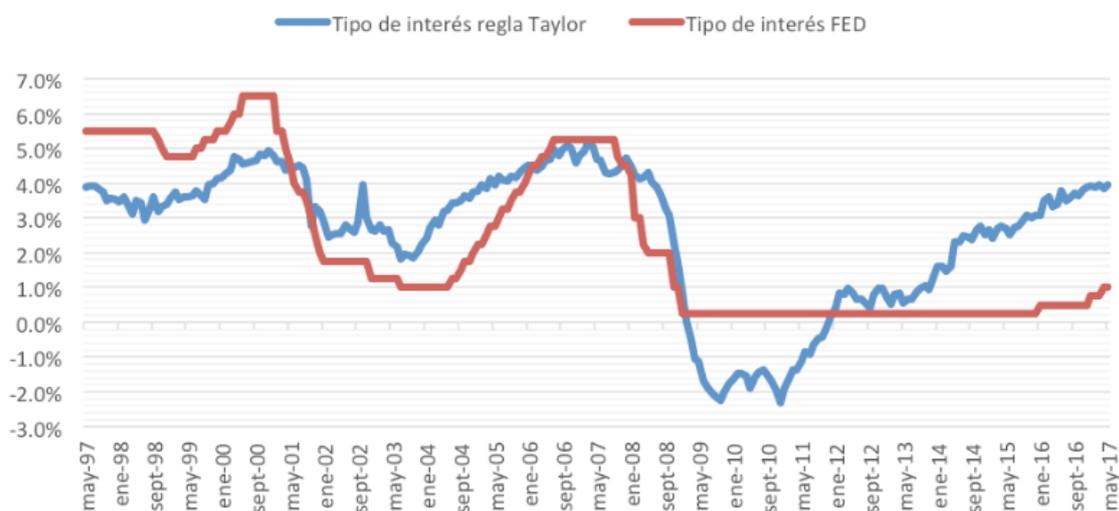
De este modo, si la autoridad monetaria se compromete a mantener de forma más prolongada un objetivo de inflación superior conseguiremos que, en tanto que el tipo de interés a largo plazo es una media de los tipos de interés a corto plazo esperados, si estos se mantienen próximos a cero por tener una mayor inflación también tendremos unos intereses a largo plazo tendentes a cero, aumentando el consumo y la inversión. En definitiva, permitiendo reactivar la economía.

Sin embargo, esta medida no está carente de críticas, puesto que la confianza de los operadores económicos en que la autoridad monetaria mantenga los tipos de interés próximos a cero generando inflación es prácticamente inexistente pues como veíamos en apartados anteriores, entre los objetivos de la FED y el BCE estaba el mantenimiento de los precios estables. De modo que esta política supondría contradecir los objetivos para los cuales nacieron las actuales autoridades monetarias.

La FED tiene entre sus objetivos el control de la inflación. La Regla de Taylor ha sido fundamentalmente utilizada por la autoridad monetaria norteamericana en su política monetaria, incluso, la propia Janet Yellen afirmó su uso desde 1995. Sin embargo, parece que con la crisis del año 2008 la situación ha cambiado. Si, hoy, se siguiera la Regla de Taylor el tipo de interés en EEUU debería estar próximo al 4%. Aunque en los últimos meses la FED está llevando a cabo una política de subida de los tipos está siendo muy cauta. Así, por ejemplo, en diciembre del pasado año el tipo de interés alcanzó el 1,25%, muy lejos de lo que marca la regla que estamos analizando. En el gráfico siguiente podemos comprobar cómo no se ha seguido la regla.

Gráfico 5.3

Regla de Taylor y tipo de interés Fed



Fuente: Bloomberg

Parece que en unos primeros momentos la regla fue seguida, pero con el estallido de la crisis la FED inicia una política de tipos de interés próximos a 0, sin llegar a ser nunca negativos. Sin embargo, la Regla de Taylor nos indica que en los años 2009 y 2010 los tipos de interés deberían ser negativos, algo que supondría penalizar el ahorro, motivo por el cual la autoridad monetaria no siguió la regla. Este no cumplimiento de la regla se muestra también a partir del año 2012. Si desde dicho año regla nos indicaba que se podía acudir ya a tipos de interés positivos no ha sido hasta hace unos meses cuando la FED ha comenzado dicha política, por lo que en los próximos meses tendremos que estar prestar atención a los cambios que se producirán. Todo ello unido a la idea de que el BCE, en la zona euro, mantiene una política de tipos 0%. Por tanto, podemos ver cómo la política que ha seguido la FED y que sigue manteniendo en 2018 el BCE es la de forzar la Regla de Taylor, creando de este modo expectativas de inflación para reactivar la economía de los continentes americano y europeo.

5.3. Mecanismos de Política Monetaria del BCE y la FED

Inicialmente el BCE consideró que el efecto de la bajada de los tipos de interés se trasladaría a la economía real teniendo su reflejo en la economía de los hogares. Sin embargo, a la vista quedaron los problemas del mercado derivados de una disfuncionalidad del mercado financiero en todos sus ámbitos, pues, aunque se bajaron los tipos de interés los bancos continuaban sin conceder créditos. No funcionan los canales de transmisión por lo que el BCE toma la decisión de iniciar en la UE las políticas no convencionales. Las razones de la anterior afirmación tienen su explicación en:

- El interés de la deuda pública sirve para la determinación de los precios de otros activos financieros, lo que supone que si hay un gran cambio en el precio de la deuda se producirán cambios en el resto de los activos financieros del mercado vía contagio.
- Las entidades crediticias sufrían dificultades de financiación lo que ponía en riesgo el sistema de crédito si las mismas reducían la oferta de préstamos bancarios.
- Los precios de los activos financieros sufrían importantes caídas lo que afectó al balance de los bancos, pues como hemos explicado en el apartado dedicado a la crisis, se habían titulizado hipotecas basura y vendido como activos financieros triple A que carecían de valor alguno. Ello perjudicó a los balances de las entidades de crédito generando problemas de solvencia.
- La crisis de la deuda soberana, afectó a muchos países de la UE debido a la pérdida de inversiones, lo que produce una caída de la demanda agregada, generando paro.
- Había problemas de financiación de la actividad empresarial pues los problemas de solvencia de los bancos hacían que éstos no concediesen créditos.

variable a las de tipo de interés fijo. Además, el BCE, amplió el plazo de las Operaciones a Más Largo Plazo hasta los 12 meses.

Esta última medida fue especialmente trascendente pues permitió que la liquidez aumentase de 20 a 30 días, y hasta 200 días después de su práctica durante un año. Gracias a ello los bancos gozaban de un mayor plazo para la toma de decisiones y disponían de un mayor crédito para la realización de préstamo.

En los primeros meses de la crisis los bancos estatales a penas hacían uso del instrumento de la facilidad de depósitos algo que cambia en el momento en el que se instauran en el sistema las subastas de tipo fijo.

Todo ello fue acompañado de nuevas operaciones de liquidez en dólares que se apoyan en activos que eran aceptados por el BCE, por ejemplo, en swaps.

Para que los problemas bancarios se solucionasen definitivamente eran necesarias medidas de reestructuración que tendrían que venir dadas por los Gobiernos de los Estados ya que el BCE sólo podría inyectar la liquidez necesaria.

Junto a todo lo anterior, el BCE, para mantener la estabilidad en el mercado de valores desarrolló los programas de adquisición de bonos garantizados comprándose hasta 60 miles de millones de euros en bonos en el año 2009 lo que ha favorecido a que los Estados vuelvan a emitir bonos al mismo ritmo que en los años anteriores a la crisis.

Mientras que el BCE tomó como primera medida la bajada de los tipos de interés, la FED ya en el año 2007 había tratado de solucionar los problemas de desequilibrios de la economía norteamericana recurriendo a operaciones de repos y a la actividad prestamista mediante el sistema del redescuento. Sin embargo, esto no fue suficiente y tuvo que acudir a la bajada de los tipos de interés hasta situarlos en tasas cercanas al cero por ciento.

Entre los instrumentos clásicos que venía utilizando la FED se encontraban los préstamos a corto plazo de la ventana de descuento que se ofrecían a la banca comercial, los cuales eran escasamente utilizados en los años anteriores a la crisis, al igual que ocurría con las facilidades de depósito en el ámbito de la UE. Aunque, al comenzar la crisis, la FED redujo los tipos de interés los bancos

estadounidenses continuaron sin utilizar esta facilidad debido a un problema de “publicidad” ya que darían la imagen de ser incapaces de obtener liquidez por sí mismos. Para facilitar su utilización, y a diferencia de la UE donde no ha sido necesario recurrir a ello, la FED optó por el establecimiento del mecanismo conocido como TAF (Term Action Facility) caracterizado por el desarrollo de esos mismos préstamos a los que nos referíamos, pero, con la característica del anonimato.

No obstante, la FED, no sólo quiso dotar de liquidez a los bancos comerciales norteamericanos, sino que su tarea se orientó también hacia Europa. De este modo, extendió las líneas de intercambio con el BCE y el Banco Nacional de Suiza, pero no en la moneda nacional de dichos territorios, sino que lo hizo en dólares. Programa que finalmente se iría aumentando hasta que se adhieren hasta 14 bancos.

Derivado del problema de la titulización de hipotecas se consideraba que sólo los títulos del Tesoro eran títulos garantizados, y algo que va a caracterizar a ambas autoridades monetarias es que aumentaron el número de activos con garantía. Concretamente, la FED crearía el TSLF (Term Securities Lending Facility) y el PDCF (Primary Dealer Credit Facility).

Junto a todo lo anterior, la FED trató también de dotar de liquidez al mercado de crédito no bancario y para ello puso en práctica distintas medidas entre las que por su especial relevancia podemos destacar las TALF como variante de las TAF pero, en este caso, destinadas a los mercados de titulización de créditos. Por su parte, permitió absorciones como la de Bear Stearns por JP Morgan Chase y facilitó rescates a otras entidades como AIG¹⁴.

Finalmente, hemos de señalar, que como en el caso del BCE, la FED también ha llevado a la compra de títulos tanto de entidades privadas, mediante la adquisición de obligaciones e hipotecas titulizadas, como de entidades públicas al comprar bonos del Tesoro.

6. CONCLUSIONES

A lo largo de este trabajo hemos estudiado los parecidos y diferencias entre los dos Bancos Centrales más importantes del mundo: la FED y el BCE, tanto desde la perspectiva de la creación como de la configuración institucional y sus competencias y actuaciones, como conclusiones al respecto podemos decir que:

- Tanto el BCE como la FED surgen como resultado de un proceso de formación a largo plazo que ha respondido a diversos motivos políticos y económicos durante la historia. Aunque, tanto la FED como el BCE, son las autoridades monetarias de referencia de EEUU y la UE, su naturaleza es diferente. La FED, a diferencia del BCE que es una institución puramente pública, es un consorcio público/privado al estar integrado tanto por organismos públicos como por bancos privados.
- Mientras la FED tiene los objetivos propios de un banco central, los Estatutos del BCE establecen como objetivo principal el control de la inflación. La consecuencia de ello es que la FED tiene una mayor flexibilidad a la hora de adoptar medidas de política monetaria. Esto se refleja durante la crisis pues fue la primera autoridad monetaria que reaccionó ante el colapso económico.
- La crisis económica ha puesto de manifiesto la debilidad del sistema financiero debido al escaso control y las malas prácticas en el ámbito crediticio. En la zona euro, a diferencia de EEUU, la crisis económica derivó en la crisis bancaria y de deuda soberana. Para dar respuesta la crisis tanto el BCE como la FED llevaron a cabo una política monetaria de tipos de interés próximos a cero. Los efectos fueron menores en la UE debido a la diferencia en el sistema financiero: la financiación de las familias y empresas en la UE se centra en el sistema bancario mientras que en EEUU en el mercado de capitales.
- La ineficacia de la política de bajada de tipos de interés hizo que las autoridades monetarias desarrollaran políticas no convencionales llegando al debate sobre discrecionalidad versus regla.

- Tradicionalmente se utilizaba la regla de Taylor para determinar el tipo de interés, pero, durante la crisis esta regla no ha sido seguida porque suponía la fijación de tipos de interés negativos. Por ello, y siguiendo el ejemplo de la economía japonesa, se optó por crear expectativas de inflación para aumentar el consumo y la inversión.
- Los nuevos instrumentos no convencionales puestos en práctica ante la reciente crisis financiera internacional han sido similares, destacando entre ellos los programas de adquisición de deuda del Tesoro y las medidas para dotar al sistema financiero de liquidez, sin embargo, fueron iniciados previamente por la FED y más tarde por el BCE teniendo una eficacia diferente, y superior en EEUU, debido a las peculiaridades del sistema financiero norteamericano frente al europeo.

BIBLIOGRAFÍA

Banco Central Europeo (1998): El Banco Central Europeo. El Eurosistema. El sistema europeo de bancos centrales. Disponible en: http://portaleducativo.bde.es/f/webeduca/content/INF/Secciones/Home/Relaciones/Ficheros/escb_es_webes.pdf

Banco de España (2012): Los retos para la política económica en un entorno de tipos de interés próximos a cero. Disponible en: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSerias/DocumentosOcasionales/12/Fich/do1207.pdf>

BCE (2011): La política monetaria del BCE. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011es.pdf?2604e7ff4324294f011d0de527bb03ef>

BCE (2016): Informe Anual

BCE. Boletín mensual julio 2011: Las medidas no convencionales del BCE. Impacto y retirada gradual. Disponible en: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/11/Fich/bm1107-3.pdf>

Boixadós Ruiz de Aguiar, Ramón (2000): El ECU y el Sistema Monetario europeo. Gestión 2000.

Calongue Velázquez, Antonio (2011): Derecho básico de la Unión Europea. Ed. Comares.

Constitution Facts

De la Dehesa, Guillermo (1998): El reto de la Unión Económica y Monetaria. Instituto de estudios económicos de Galicia Pedro Barrié de la Maza

El País (2016): 15 de septiembre, el día maldito que nadie quiere recordar en Wall Street. Disponible en: https://elpais.com/economia/2016/09/15/actualidad/1473927113_403186.html

Esteve, Vicente y Prats Albentosa, María (2011): La utilización de medidas de política monetaria no convencional frente a la crisis financiera internacional. Disponible en: <https://www.uv.es/~estevev/PEP2011.pdf>

Fernández-Villaverde, Jesús (2009): Experimentos de Política Monetaria. Disponible en: <http://nadaesgratis.es/fernandez-villaverde/experimentos-de-politica-monetaria>

Fernández-Villaverde, Jesús (2010): Más política monetaria no convencional. La flexibilización cuantitativa. Disponible en: <http://nadaesgratis.es/fernandez-villaverde/mas-politica-monetaria-no-convencional-la-flexibilizacion-cuantitativa>

Fernández-Villaverde, Jesús (2010): Más política monetaria no convencional II. Expectativas. Disponible en: <http://nadaesgratis.es/fernandez-villaverde/mas-politica-monetaria-no-convencional-ii-expectativas>

Fernández-Villaverde, Jesús (2010): Más política monetaria no convencional III. Política fiscal. Disponible en: <http://nadaesgratis.es/fernandez-villaverde/mas-politica-monetaria-no-convencional-iii-politica-fiscal>

Garrido Mejía, José Antonio y Luengas Suárez, Javier (1983): El sistema monetario europeo. Disponible en: <http://revistas.bancomext.gob.mx/rce/magazines/238/9/RCE9.pdf>

Hanspeter, K. Scheller (2004): The European Central Bank. History, role and functions. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2006en.pdf?e029090562985c53b978e8f29750429e>

Instituto Monetario Europeo (1998): Informe de convergencia. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/conrep/cr1998es.pdf?7e94bdca3a7689f9251f2f470914c159>

Malo de Molina, José Luis (2013): La respuesta del Banco Central Europeo a la crisis. Disponible en: <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/DirectoresGenerales/estudios/Arc/fic/estu160713.pdf>

Menezes Ferreira Junior, Vicente y Rodil Marzábal, Oscar (2012): La actuación del Banco Central frente a la crisis global ¿respuestas acertadas?. Disponible en: <http://xivrem.ujaen.es/wp-content/uploads/2012/05/19-R-060M405.pdf>

Miranda Rojas, Mario (2014): Fundación del sistema de la Reserva Federal en Estados Unidos. Disponible en: <http://www.elsevier.es/es-revista-economia-informa-114-articulo-fundacion-del-sistema-reserva-federal-S0185084914704190>

Novales, Alfonso (2010): Política monetaria antes y después de la crisis financiera. Disponible en: <https://www.ucm.es/data/cont/docs/518-2013-11-15-Crisis.pdf>

Osvlado Ravier, Adrián (2008): Regla monetaria vs discrecionalidad. Disponible en: http://www.eseade.edu.ar/wp-content/uploads/2016/08/48_6_ravier.pdf

Pi Anguita, Joaquín: la integración monetaria de la CEE. Disponible en: <file:///C:/Users/Usuario/Downloads/Dialnet-LaIntegracionMonetariaEnLaCEE-2495416.pdf>

Praet, Peter (2016): La política monetaria del BCE: retorno a la estabilidad de precios a medio plazo en un nivel inferior, aunque próximo al 2%. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160113.es.html>

Protocolo de los Estatutos del Sistema europeo de Bancos Centrales

S. Bernake, Ben (2009): The Crisis and the Policy Response. Disponible en: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>

S. Bernake, Ben (2012): Some Reflections oon the Crisis and the Policy Response. Disponible en: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20120413a.htm>

Santos, Tano (2013): Mientras tanto en Japón... Disponible en: <http://nadaesgratis.es/santos/mientras-tanto-en-japon>

Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea

Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea

Tratado de la Unión Europea

Viñals Íñiguez, José (2013): La respuesta de Europa a la crisis financiera.
Disponible en: http://www.revistasice.com/CachePDF/ICE_874_15-28_1DBE902210EFF6B271EC1C9A8CD1DED7.pdf